



UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
ESCUELA DE ECONOMÍA

**ESTIMACIÓN DE LA CALIDAD DE GOBIERNO CORPORATIVO
PARA LA COMUNIDAD ANDINA: UNA VISIÓN POR PAÍSES Y
POR ACTIVIDADES ECONÓMICAS.**

Autores: Emilia Garofalo
Claudia Novelli
Tutor: Humberto Sánchez

Caracas, 1 de Octubre de 2007

AGRADECIMIENTOS

Queremos agradecer a nuestro tutor, Humberto Sánchez, quien a pesar de sus ocupaciones siempre consiguió tiempo para dedicarnos, por su constante esfuerzo y por haber sido un pilar fundamental en la elaboración de nuestro trabajo de grado.

Al profesor German Ríos por su apoyo y orientación en la búsqueda de un tema tan significativo en la actualidad y por su colaboración en el suministro de la data. Al Profesor Urbi Garay quien con paciencia supo escuchar nuestras dudas y darnos valiosos consejos, a Carlos Nieto por sus críticas constructivas, también agradecemos mucho a la profesora Loretta Moccia quien nos brindó gran ayuda en la sección empírica. A Daniel, Sergio, Alejo y Verónica por su comprensión en estos momentos. Y especialmente a nuestras familias por su continuo apoyo y cariño.

A todos,

Muchísimas Gracias.

ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	2
INTRODUCCIÓN	8
CAPITULO I: APROXIMACIONES TEÓRICAS	13
I.1 Orígenes del Gobierno Corporativo.....	13
I.2 Principios del Buen Gobierno Corporativo	17
I.3 Medición del Gobierno Corporativo	19
CAPITULO II: GOBIERNO CORPORATIVO EN LATINOAMÉRICA	25
II.1 Gobierno Corporativo en Latinoamérica.....	25
II.2 Gobierno Corporativo en los países de la Comunidad Andina.....	28
CAPITULO III: OTROS DETERMINANTES DEL GOBIERNO CORPORATIVO	39
III.1 El Gobierno Corporativo y las leyes	39
III.2 Gobierno Corporativo y mercado de capitales	42
III.3 Gobierno Corporativo y empresas familiares.....	45
CAPITULO IV: MARCO METODOLÓGICO	48
IV.1 Hipótesis y objetivos de la investigación.....	48

IV.1.1 Hipótesis	48
IV.1.2 Objetivo general	48
IV.1.3 Objetivos específicos	49
IV.2 Diseño y selección de la muestra	50
IV.2.1 Población Objetivo	50
IV.2.2 Muestra.....	51
IV.2.3 Descripción de la Muestra.....	51
IV.3 Descripción del cuestionario.....	60
CAPITULO V: GOBIERNO CORPORATIVO PARA LA COMUNIDAD ANDINA:	
Medición y Resultados.....	61
V.1 Medición de Índice de Gobierno Corporativo.....	61
V.1.1 Estimación del Índice de Gobierno Corporativo (IGC).....	61
V.1.2 Resultados del Índice de Gobierno Corporativo (IGC).....	66
V.2. Impacto del País y la Actividad Económica en el Índice de Gobierno Corporativo.....	73
V.2.1 Estimación del modelo ANOVA.....	73
V.2.2 Resultados del Modelo ANOVA.....	76
LIMITACIONES.....	79

CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIONES.....	81
BIBLIOGRAFÍA	85
ANEXOS	90

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

Gráfico 1: Las Empresas por Países.....	52
Gráfico 2: Empresas por Actividad Económica	54
Gráfico 3: Empresas Emisoras Vs No Emisoras	54
Gráfico 4: Años de Antigüedad de las Empresas.....	55
Gráfico 5: Empresas Familiar Vs No Familiar	56
Gráfico 6: Participación Familiar en la Empresa	57
Gráfico 7: Empleados para el año 2005.....	58
Gráfico 8: Tipo de Capital de la Empresa	59
Gráfico 9: Participación Extranjera en la Propiedad Accionaria	59
Gráfico 10: Índice Promedio de Gobierno Corporativo por Países.....	67
Gráfico 11: Índice Promedio de Gobierno Corporativo Emisoras Vs No Emisoras.....	68
Gráfico 12: Índice Promedio de Gobierno Corporativo Para Empresas Familiares.....	69
Gráfico 13: Índice Promedio de Gobierno Corporativo de los países por Actividad Económica	70
Gráfico 14: Índice Promedio de Gobierno Corporativo por Actividad Económica para cada país	71
Gráfico 15: IGC promedio de los países por actividad económicas	72
Gráfico 16: IGC promedio de las actividades económicas por países	72

Cuadro 1: Test de Levene de Igualdad de los Errores de las Varianzas.....	76
Cuadro 2: Tests of Between-Subjects Effects.....	77

INTRODUCCIÓN

El proceso de globalización en el que se encuentran inmersas las economías a nivel mundial, ha presionado a los países a fomentar un clima de confianza que promueva la inversión. En este sentido, un mecanismo adoptado por diversas empresas para establecer condiciones de referencia adecuadas ha sido el gobierno corporativo, el cual les permite acercarse a una práctica administrativa de la organización óptima. Este tema ha cobrado gran relevancia debido al impacto positivo que puede manifestar sobre la productividad y competitividad de las compañías, factores esenciales en el posicionamiento estratégico en mercados en constante evolución, como también por los grandes escándalos a nivel mundial por los grandes fracasos de empresas causados en buena medida por lo que se ha considerado un gobierno corporativo muy pobre, siendo algunos de los más emblemáticos Enron y Parmalat.

El término gobierno corporativo es definido por la Corporación Andina de Fomento (CAF) como el conjunto de prácticas expresadas formalmente o no, que gobiernan las relaciones entre los participantes de una empresa, principalmente los que administran y los que invierten recursos en la misma. En general, todas las empresas poseen gobierno corporativo, pero algunas logran

mejores prácticas que otras, es esto lo que se conoce como calidad de gobierno corporativo.

En la sociedad actual, la implementación de buenas prácticas tiene gran relevancia en la viabilidad y supervivencia de las firmas, para lo que existen códigos de gobierno que plantean parámetros a seguir con respecto al manejo y control de las compañías. Prácticas sanas ayudan a las empresas a atraer inversión, crecer, formar alianzas comerciales internacionales y competir exitosamente en la economía global. En otras palabras, el bienestar económico de una compañía depende, en gran escala, de la consolidación de las buenas prácticas de gobierno; adicionalmente, estas influyen de forma positiva a las empresas, generando entre otras ventajas, la disminución de los costos operacionales en los procesos de toma de decisiones, en la administración de riesgos y la generación de una reputación corporativa positiva.

A sabiendas de esto, muchos autores se han preocupado por medir el efecto del gobierno corporativo en el valor de las empresas, dando menor importancia a posibles determinantes y factores que influyen en él. Al observar el vacío existente en este área, surgió la interrogante de qué variable podría ejercer influencia en la calidad de gobierno corporativo. En este sentido, vale la pena mencionar a Garay y González (2007) quienes comentan que las

instituciones financieras se encuentran más reguladas y están sujetas a un mayor escrutinio en términos de revelación de información y de otros requerimientos legales que las que se desarrollan en otra actividad económica, lo que nos hizo pensar que una variable que pudiera estar ejerciendo gran influencia es la de actividad económica.

A razón de ello, se podría especular que las instituciones financieras disfrutan de mejor calidad de gobierno corporativo ya que a nivel mundial existen normas que las regulan, como es el caso de Basilea I y II¹. Adicionalmente, los bancos tienden a tener mayor participación en las bolsas de valores, hecho que presenta una relación positiva con la calidad de gobierno corporativo. Asimismo, esta actividad económica generalmente exhibe una menor participación familiar, aspecto que se encuentra vinculado de forma negativa con la calidad de gobierno; ambos aspectos serán analizados en el capítulo III de la presente investigación. Del mismo modo, la participación extranjera en la propiedad accionaria en determinadas actividades económicas, como es el caso de bancos, telecomunicaciones y productos de consumo masivo, podría generar influencia en la calidad. Otro factor a tomar en cuenta es

¹ Principios para la Supervisión Bancaria Efectiva, que tienen como objetivo principal ayudar a los países a fortalecer sus procedimientos de supervisión y generar estabilidad financiera. Específicamente Basilea II tiene como objetivo construir una base sólida para la regulación prudente del capital, la supervisión y la disciplina de mercado, así como perfeccionar la gestión de riesgo y la estabilidad financiera.

el origen legal de todos los países de la región, los cuales poseen la raíz en la Ley Francesa, representando esto uniformidad en el aspecto cultural.

Estos aspectos llevaron a plantearnos la siguiente hipótesis: La actividad económica en la que se desempeña una empresa es un mejor determinante de su calidad de gobierno corporativo que el país en donde esta se encuentra establecida. Construir una herramienta para medir qué variable ejerce mayor influencia en el índice de gobierno corporativo de cada empresa, constituye un reto, ya que no existe evidencia empírica a nivel nacional. La data utilizada para el logro de este objetivo fue proporcionada por la CAF y estuvo conformada por una base de datos de 181 empresas que respondieron a la encuesta: “Diagnóstico de Gobierno Corporativo de la Comunidad Andina”, realizada en el 2006.

El presente estudio pretende ser un aporte en esta dirección y ser de utilidad para futuros trabajos en el área. En este sentido la investigación se estructura de la siguiente forma: en el capítulo I, se presentan los orígenes, principios y formas de medir el gobierno corporativo. En el capítulo II, se muestra un escenario global del gobierno corporativo en Latinoamérica y posteriormente uno específico para cada uno de los países de la Comunidad Andina. En el capítulo III, se presenta toda la metodología utilizada, las características de la muestra, la medición del índice de gobierno corporativo y

los resultados obtenidos por el mismo. En este mismo capítulo se evalúa la evidencia empírica sobre el nivel de significancia de la variable país y la variable actividad económica sobre el índice, mediante un análisis factorial de varianzas. Posteriormente se plantean las conclusiones y recomendaciones.

CAPÍTULO I: APROXIMACIONES TEÓRICAS

I.1 Orígenes del Gobierno Corporativo

El tema de gobierno corporativo tiene sus orígenes en la concepción de la empresa moderna. Este término se identifica inicialmente con la delegación del poder sobre la toma de decisiones hacia administradores distintos a los dueños, así lo explica Benavides (2007). Adicionalmente, afirma que el gobierno corporativo ha evolucionado, partiendo de un concepto financiero hasta llegar a uno que incluye aspectos relativos al diseño de la organización. El primero, se encuentra relacionado con el retorno sobre la inversión esperado y exigido por los inversionistas; el segundo, según la definición de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico tiene que ver con los medios internos por los cuales las corporaciones son operadas y controladas.

La viabilidad de esta concepción de empresa moderna fue tomada en cuenta ya desde el siglo XVIII, cuando Smith (1776) describe un típico conflicto de agencia al referirse a compañías con acciones: “De los directores de tales compañías, siendo estos los administradores del dinero de otros y no del

propio, no puede esperarse que lo vigilen con la misma diligencia con la cual los accionistas de una sociedad privada frecuentemente lo harían”. Por su parte, Berle y Means (1932) apuntan a una estructura de propiedad difusa, para expresar sus dudas acerca de un control efectivo sobre los gerentes.

En países emergentes se han realizado esfuerzos por parte de organizaciones gremiales para mejorar el clima de inversión, cuyos inicios se encuentran vinculados al informe Cadbury (1992), el cual desató una fiebre entre las comunidades empresariales por el tema de gobierno corporativo.

En este sentido, pueden ser consideradas buenas prácticas de gobierno corporativo aquellas que buscan disminuir los problemas de incentivos entre la propiedad y el control de la empresa y aquellos entre los accionistas controladores y los minoritarios, conocidos como problemas de agencia. Pindyck y Rubinfeld, (2000) señalan que “En la mayoría de las empresas los propietarios no pueden controlar todo lo que hacen sus empleados, pues estos poseen mayor información; esta asimetría es la planteada por el problema del principal y el agente”. Este dilema reside en que los directivos pueden perseguir sus propios objetivos, incluso a costa de obtener menos beneficios para los propietarios. La efectividad en la solución de estos conflictos genera relaciones

más equitativas y transparentes y la posibilidad de centrar las decisiones en la generación de valor.

Adicionalmente, Jensen y Meckling (1976) apoyan la idea de que un gerente (agente) que maneja menos del 100% de la propiedad de una empresa, podrá presentar conflictos de intereses con el propietario (principal), puesto que existen beneficios privados generados por el control de la empresa, los cuales pueden ser obtenidos por el gerente en deterioro de la riqueza de los propietarios.

Una vez entendidos los problemas existentes entre las partes, se puede concebir el concepto de gobierno corporativo como “un sistema de estructuras y procesos para dirigir y controlar las empresas y responder de ello, así como para asegurar su viabilidad económica y su legitimidad”, entendiendo por: 1) *Dirigir*: participar en decisiones de naturaleza estratégica, 2) *Controlar*: supervisar la labor de la dirección y vigilar el progreso hacia los objetivos y 3) *Responder*: se refiere a rendir cuentas a los legitimados para exigir las en relación con la marcha de la empresa. (Neubauer y Lank, 2000)

Entre la diversidad de percepciones de este concepto, la Asociación Venezolana de Ejecutivos (2007), exhibe como buen gobierno corporativo la

facultad de compartir la responsabilidad de la administración y de la toma de decisiones en una empresa, potenciando las capacidades de su recurso humano, la investigación, la misión, y el presupuesto.

Esta noción permite que la función financiera de la entidad sea más clara para lograr credibilidad, confianza y buen uso de sus recursos, evitando así fraudes financieros. Una de las instituciones que han hecho mayor hincapié en aclarar a la comunidad de negocios lo que se entiende por gobierno corporativo y sus beneficios ha sido Corporación Andina de Fomento (2007), quienes lo exponen como el conjunto de prácticas, formales e informales, que gobiernan las relaciones entre administradores y todos aquellos que invierten recursos en la empresa, principalmente accionistas y acreedores. Expresan que unas buenas prácticas de gobierno corporativo garantizan un mejor uso de los recursos en las empresas, contribuyen a una mayor transparencia contable y mitigan los problemas de información asimétrica que caracterizan a los mercados financieros.

Es indudable que la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo mejora la disponibilidad y las condiciones de obtención de recursos financieros al ofrecer menores costos de monitoreo y menores riesgos relacionados con su gestión.

I.2 Principios de Buen Gobierno Corporativo

Diferentes países han publicado guías, que podemos agrupar como “Códigos de Buen Gobierno”, los cuales proveen recomendaciones en temas tales como: compensación de ejecutivos, relaciones y roles entre las contrapartes, especialmente en la junta directiva.

Es importante mencionar la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (en adelante OCDE) y a la Corporación Andina de Fomento (en adelante CAF) quienes han proporcionado una mayor orientación en el tema de gobierno corporativo, elaborando códigos de buenas prácticas de gran aceptación a nivel mundial.

En años recientes la OCDE (1999) publicó sus principios de gobierno corporativo, solicitando a los países miembros de la organización que elaboraran un documento similar que contuvieran estos principios básicos y que contemplaran las características particulares del manejo de los negocios en cada uno de ellos.

Entre la actualización de las recomendaciones sobre los principios de gobierno corporativo realizada por la OECD en el 2004 se encuentran:

- Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo.
- Proteger los derechos de los accionistas.
- Asegurar el tratamiento equitativo a todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios y a los extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener una efectiva reparación de los daños por la violación de sus derechos.
- Reconocer los derechos de terceras partes interesadas como está establecido en la ley, promoviendo una activa cooperación entre las empresas y ellas.
- Asegurar una revelación de todos los asuntos relevantes de la empresa de forma adecuada y a tiempo, incluyendo la situación financiera, desempeño, tenencia accionaria y su administración.
- Por último, asegurar la guía estratégica de la compañía, monitoreo efectivo por parte del Consejo de Administración del equipo de dirección y responsabilidad del mismo con los accionistas.

Por su parte, la Corporación Andina de Fomento (2005) publicó sus principios en un documento denominado “Lineamientos para un Código Andino

de Gobierno Corporativo”, con el objetivo de poner a consideración de las empresas de la región, a operadores de los mercados de capital y a responsables de las políticas públicas, un conjunto de normas básicas que constituyen las bases para un buen gobierno corporativo. Este documento está conformado por 51 medidas concretas², ordenadas de forma sistemática, que definen estándares internacionalmente aceptados.

I.3 Medición Del Gobierno Corporativo

Desde el surgimiento del concepto de gobierno corporativo, múltiples autores se han preguntado como medir cuantitativamente este aspecto, siendo una disciplina con gran enfoque cualitativo.

Chong y López-de-Silanes (2007) señalan que a causa de la limitación de datos son poco frecuentes los estudios detallados y completos de gobierno corporativo por países, en particular para países en vías de desarrollo. La dificultad proviene del hecho de que algunas firmas pueden no tener los incentivos correctos o pueden querer evitar dar cierta clase de información

² Para mayor información ver anexo N° 1 “Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo” CAF (2005)

especialmente en ambientes con mercados financieros débiles o donde hay desconocimiento de los efectos positivos de buenas prácticas en el valor de las empresas.

Dentro de este contexto vale la pena mencionar estudios en donde se han construido Índices de Gobierno Corporativo (en adelante IGC) para evaluar la calidad del mismo. En general, la metodología en cada uno de estos estudios es muy similar; en primer lugar se encuentra Leal y Carvalhal da Silva (2005), quienes desarrollaron un IGC para Brasil, tomando en cuenta una muestra de firmas representativas que provienen del universo de compañías pertenecientes a Bovespa³. El cálculo se realiza basándose en información objetiva disponibles en fuentes públicas, tales como documentos obligatorios exigidos por la Comisión Nacional de Valores Brasileira, reportes de la empresa y páginas web. El estudio se basa en el código de buenas prácticas de gobierno corporativo para instituciones brasileiras, el cual sirve de sustento para la selección de los ítems a estudiar. Desarrollan un cuestionario de 24 preguntas, las cuales están agrupadas en cuatro dimensiones: 1) Revelación, 2) Composición y funcionamiento de la junta, 3) Ética y conflictos de interés y 4) Derecho de los accionistas; en donde, si la respuesta es “sí”, se interpreta como una disposición o acción favorable para el accionista y se le atribuye el valor de “1” y si la respuesta es negativa se le asigna un valor nulo. El índice

³ Bolsa de Valores de São Paulo.

consiste en una simple suma de los valores asignados a cada pregunta, en el que no se diferencia el impacto relativo de cada pregunta ya que consideran que de esta forma es más fácil reproducirlo y es menos subjetivo.

Las respuestas a su cuestionario revelan que la mayor parte de las compañías no especifican ninguna sanción en contra de negligencias en las formas de gobierno corporativo. Sus resultados muestran un modesto mejoramiento en las prácticas de las firmas entre 1998 y el 2000. Indican que la puntuación de las empresas brasileñas es mucho mejor en la primera sección de la encuesta que en el resto. Adicionalmente, comprueban que buenas prácticas de gobierno corporativas pueden conducir a un aumento sustancial del valor y a la reducción del coste de capital de las firmas brasileñas.

En Venezuela, Garay y González (2007) evalúan el estado de las prácticas de gobierno corporativo, a través de la construcción de un IGC para todas las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Caracas para el 2004, posteriormente comparan sus resultados con otros países emergentes de América Latina. Este índice es construido adaptando la metodología de Leal y Carvalhal da Silva (2005) ya mencionada, en donde, de las 24 preguntas propuestas originales sólo se toman en cuenta 17, ya que las restantes 7 preguntas no son aplicables para el caso venezolano; cada una de estas preguntas fueron respondidas usando información pública disponible en la

Comisión Nacional de Valores, tales como estados financieros, leyes, documentos de la estructura accionaria, etc.

De las 46 empresas que cotizaban en la bolsa para el momento del estudio se excluyeron 13, por lo que la muestra fue de 33 compañías, de las cuales 12 eran bancos, 2 instituciones financieras relacionadas con bancos y las restantes 19 pertenecientes al sector industrial y de servicios. Posteriormente, llevan a cabo un estudio de países para probar si algunas medidas de valor de la empresa tales como la razón de desembolso de dividendos, el múltiplo de precio a valor en libros y la Q de Tobin, están relacionados con su IGC, para lo cual realizan un análisis econométrico, en donde su variable dependiente es el IGC, sus variables independientes “Dividend payout ratio, Price-to-book y Tobin’s Q” y sus variables de control el tamaño de la compañía, retorno sobre activos (ROA) y el apalancamiento de las empresas. Se concluye que existe una relación positiva entre el IGC, el rendimiento de las compañías y el valor de mercado. Asimismo, aclaran que la adopción de prácticas de gobierno corporativo manda fuertes señales a inversionistas acerca de la calidad de la firma. En Venezuela, éstas mejores prácticas son valoradas en el mercado.

Siguiendo esta misma línea, Klapper y Love (2002) intentan acercarse al tema a realizando un estudio de los niveles de prácticas de gobierno corporativo

en mercados emergentes. Los datos se obtienen de un informe de Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) el cual contiene una muestra de 495 compañías en 25 países, cuya selección está basada en dos criterios: el tamaño de las firmas y el interés de los inversionistas. El ranking de gobierno corporativo compilado por CLSA contiene 57 preguntas cualitativas y binarias (si/no) diseñadas para evitar subjetividad, en donde cada pregunta es construida de forma tal que aquellas respuestas afirmativas añada un punto al resultado. Sus pruebas empíricas muestran que una mejor forma de gobierno corporativo se encuentra muy correlacionada con la valoración del mercado.

Utilizando una metodología similar a las anteriores, Black, Jang y Kim (2006) construyen un IGC para Korea del Sur. La muestra está conformada por 639 empresas; para elegirla toman en cuenta las acciones que se transan en la Bolsa de Korea y posteriormente utilizan información de las prácticas de gobierno corporativo, retorno de las acciones y documentación contable disponible, proporcionada por la Korean Corporate Governance Fund (KCGF). Los autores eliminan aquellas empresas con valores negativos de las acciones en libro. Construyen dos índices; el primero consiste simplemente en una suma de las variables. El segundo, consiste en la suma de tanteos que KCGS adjudicó a características de forma de gobierno individuales. Concluyen que existe una relación causal entre las prácticas de gobierno corporativo y el valor de las firmas.

A diferencia de las investigaciones previamente mencionadas, el World Economic Forum (2006) construyó un IGC con base en tres componentes: índice de protección al inversionista, índice de percepción de gobierno corporativo e índice de percepción de corrupción. A mayor índice, menor es la incidencia de problemas en el gobierno corporativo y mejor la clasificación.

Aunque la tarea de definir y medir el gobierno corporativo resulte complicada, sus bondades otorgan innumerables beneficios para aquellas empresas que deciden implementar estas prácticas, mejorando la calidad de gestión y generando incremento en el valor de las mismas.

CAPÍTULO II: GOBIERNO CORPORATIVO EN LATINOAMÉRICA

Tal como se desprende del capítulo anterior, la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo permite mejorar la calidad de gestión de las empresas y envían señales positivas a los mercados, principalmente en aquellos en desarrollo. En este sentido, se presenta a continuación un panorama general de la situación del gobierno corporativo en Latinoamérica y más específicamente en los países de la región andina.

II.1 Gobierno Corporativo en Latinoamérica

Chong y Lopez-de-Silanes (2007) comentan que de acuerdo al análisis de la evolución legal de protección al inversionista en América Latina, para conseguir una convergencia legalmente eficaz, la mayor parte de los países de la región requerirían una drástica reforma legal, reguladora, y judicial. Un camino alternativo para alcanzar estándares más altos en la región es la convergencia funcional, que se refiere a mayor descentralización y bases de mercado. La convergencia funcional no requiere la reforma legal en sí, pero trae a más firmas y activos bajo la protección legalmente eficaz para inversionistas.

Existen muchos mecanismos a través de los cuales esta convergencia puede ser conseguida en Latinoamérica. Primero, las firmas pueden tratar unilateralmente de mejorar sus prácticas de gobierno corporativo y reformar sus estatutos para adaptarse a prácticas y reglas seguidas por otras compañías dentro o fuera del país; también pueden inclinarse por adoptar reglas legales en sus actas de constitución (o estatutos), que sirven como el contrato último entre la firma y sus inversionistas.

En segundo lugar, una opción probablemente menos arriesgada para firmas individuales que tratan de proveer mayor protección al inversionista en países emergentes, es la adhesión a las buenas prácticas de gobierno corporativo diseñadas por expertos. Estos códigos han sido creados para facilitar la transición de las firmas dentro de estándares más altos sin forzar una reforma legal.

El tercer mecanismo, puede ser dado por influencias extranjeras ejercidas por el hecho de que una firma cotizaba en el extranjero o porque ha sido adquirida por una firma extranjera que confía en prácticas que son diferentes a las locales.

El uso de uno o varios de estos mecanismos de la convergencia funcional significa que las prácticas de gobierno corporativo pueden variar dentro de un país, en donde, aquellos con protección débil, tendrán algunas firmas que no permanecerán ociosas e intentarán mejorar el estándar legal local en una tentativa de ganar un mayor acceso al mercado de capitales, creando así la necesidad de analizar el nivel de las prácticas de gobierno corporativo dentro del país.

Por otro lado, en condiciones distorsionadas, con protección al inversionista insuficiente y de pobre aplicación (situación actual de la mayoría de los países latinoamericanos), el acceso al mercado de capitales puede mejorar si las firmas se desvían de la norma y comienzan a adoptar mejores prácticas de gobierno corporativo. En estas condiciones, los progresos en estas prácticas reducen el margen de conflictos de interés entre grandes accionistas y los minoritarios en la medida en que las firmas son más transparentes.

Vale la pena mencionar, que los países en América Latina generalmente sufren de bajos niveles de protección, en parte heredada de sus tradiciones legales, en donde los derechos de los inversionistas no son inherentes al valor de las empresas, al contrario, son determinados por las leyes, ya que comúnmente tienen diversos derechos en diferentes jurisdicciones. Las insuficiencias de las instituciones legales en la región, generan altos niveles de

concentración de la propiedad, como también un pobre acceso a la financiación externa y mercados de capitales reducidos. Uno de los desafíos claves es la imposición eficaz de estándares legales, los cuales muchas veces son difíciles o poco prácticos para hacerlos cumplir.

II.2 Gobierno Corporativo en los Países de la Comunidad Andina

Aún queda camino por recorrer en el tema de gobierno corporativo a nivel mundial, y es de especial atención la situación que presenta la Comunidad Andina de Naciones para el presente trabajo. Sin embargo, hay que tomar en cuenta que gran parte del continente ha tomado conciencia de la importancia que reviste el tema en una economía globalizada, dejando de ser un instrumento exclusivo de protección a los accionistas minoritarios y convirtiéndose en una herramienta gerencial fundamental para la competitividad.

Para Gutiérrez (2002) el concepto de gobierno corporativo tiene dos facetas: el ámbito autorregulatorio de cada sociedad como forma de creación de valor para la empresa, convirtiéndose en un elemento esencial para atraer a los inversionistas institucionales, y el ámbito de regulación que se ha dado a través

de las Comisiones de Valores de cada país para hacer seguros sus mercados financieros. Ambos aspectos serán tratados a continuación junto a un escenario de la situación de gobierno corporativo en cada país de la Comunidad Andina.

Inicialmente será tratado el escenario colombiano, país que a pesar de gozar de un enorme potencial económico y cultural tiene debilidades como cualquier economía emergente para afrontar con éxito los retos del gobierno corporativo; sin embargo, con la ayuda de Confecámaras⁴, se han propuesto y ejecutado diversos programas que tienen como objetivo común consolidar una cultura empresarial competitiva, integral y sobresaliente que genere confianza y atraiga la inversión extranjera.

En general, las superintendencias de este país requieren fortalecer los procesos jurisdiccionales y los métodos alternativos de solución de conflictos como el arbitraje y la conciliación, para resolver las controversias que surjan entre los accionistas y la sociedad, la junta directiva, los ejecutivos o simplemente otros aportes de capital.

Cabe resaltar, que en el año 2002, Confecámaras, junto con la bolsa de valores, la Revista Dinero, las Cámaras de Comercio, SpencerStuart, la

⁴ Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio.

Asociación de Fondos de Pensiones y la Superintendencia Financiera pronunciaron un Código País de gobierno corporativo.

Específicamente, la Superintendencia Financiera de Colombia establece que la regulación pertinente al gobierno corporativo se encuentra dispersa en múltiples normas, sin embargo, los aspectos fundamentales están contemplados en el derecho societario y financiero, especialmente en las siguientes disposiciones: (i) Código de Comercio, Libro Segundo, Títulos I y VI; (ii) Ley 222 de 1995, Título I; y (iii) Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, Parte III, Capítulo VIII.

Con respecto a las leyes pertinentes para el mercado de valores la superintendencia publica una normativa relacionada con el gobierno corporativo, entre los cuales se encuentran: la Resolución 157 del 2002, referente a sanos usos y prácticas del mercado público de valores; la Resolución 116 del 2002, referente al tema de prácticas ilegales, no autorizadas e inseguras; la Resolución 932 de 2001, sobre información eventual; la Resolución 598 de 2001, mediante la cual se establecieron los requisitos que deben acreditar las personas jurídica públicas y privadas que pretendan ser destinatarias de la inversión de recursos de los fondos de pensiones y la Resolución 072 de 2001 relacionada con la cancelación de valores en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y en las Bolsas de Valores.

Con respecto al cumplimiento de los principios de gobierno corporativo en el país, Confecámaras publica en su boletín 52 lo siguiente:

- Todas las acciones se encuentran en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Adicionalmente, el capital social de las compañías se hace público a través del Registro de las Cámaras de Comercio. Ambas prácticas promueven la inversión.
- Los términos legales para la convocatoria y los mecanismos de notificación no resultan ser los más idóneos en el marco regulatorio colombiano.
- La posibilidad del derecho de inspección por parte de los accionistas sobre estatutos, decisiones de los órganos de administración y reporte de la revisoría fiscal, resultan muy positivos y acordes con los usos internacionales.
- Las compañías tienen posibilidad de emitir acciones ordinarias, con dividendo preferencial sin derecho a voto y privilegiadas.
- El mercado colombiano debe dejar ver en forma más idónea mecanismos para revelar información a los accionistas.

Por su parte, en Ecuador también se requieren esfuerzos adicionales por parte de su sector empresarial para mejorar los estándares de gestión. En este sentido, la competitividad local se ve afectada por la conducta de las compañías en materia de transparencia y débiles prácticas de gestión, entre otros factores. La implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo promueve estos esfuerzos y ayudan al mejoramiento de la competitividad.

A pesar de que la importancia de estas prácticas en el país son cada vez mayores, existe una preocupación por la aplicación de las mismas, salvo en contadas excepciones basadas en su promoción. En este sentido, muchas empresas, especialmente de carácter familiar, han estado renuentes a aplicarlas, principalmente por el desconocimiento del concepto y de su aplicabilidad para mejorar la gestión empresarial y reducir riesgos. En estas condiciones, Ecuador constituye un escenario de alto potencial para desarrollar políticas de fortalecimiento de la gestión de las firmas con alto impacto en el empresariado.

Las actividades de difusión del gobierno corporativo han sido escasas y discontinuas a lo largo del tiempo, a diferencia de otros países de la región. La propagación de este concepto en el país es reciente y limitada a grupos

específicos, los cuales han incorporado el tema en sus procesos o en las tareas de asesoría corporativa al más alto nivel.

En Julio de 2004, se conformó el Comité Ejecutivo Nacional de Buen Gobierno Corporativo integrado por la Superintendencia de Compañías, la Superintendencia de Bancos y Seguros (ambos órganos de supervisión y de control de las sociedades en el Ecuador), las Cámaras de Industriales, de Comercio, de Pequeña Industria, de Construcción, las Asociaciones de Bancos Privados, de Compañías Administradoras de Fondos y Fideicomisos, de Casas de Valores, por las Bolsas de Valores de Quito y de Guayaquil, por varios centros de educación superior, por medios de comunicación y por empresas consultoras. Dicho Comité designó a la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) como Secretaría Técnica y en enero de 2005 adoptó el Código Andino de Gobierno Corporativo (CAGC). Es de señalarse que este país es el primero en adoptar el CAGC como estándar nacional en la región andina.

Para el caso Peruano, Loayza (2003) comenta que el auge del gobierno corporativo empezó en los años noventa como resultado de las reformas realizadas en los mercados de capitales y societarios. Adicionalmente, afirma que estas reformas estuvieron impulsadas por los procesos de privatización, y por la participación significativa de los inversionistas institucionales en el mercado de valores.

En dicho país, la mayoría de los cambios en la legislación ineludibles para brindar convergencia legal en temas de gobierno corporativo están dados. A pesar de esto, existe la interrogante de si basta este marco legal y la política económica para reforzar el mercado de capitales como elementos suficientes para impulsar buenas prácticas. También existe la convicción de que una mejor protección de los inversionistas, caracterizada principalmente por la transparencia en la información y en las operaciones, favorecerá al logro de un mejor gobierno corporativo.

Es considerado muy prematuro afirmar que el gobierno corporativo está funcionando de manera adecuada en Perú, en caso contrario vendría dado por la existencia de un conjunto de regulaciones y códigos que han sido aprobados. El tema de fondo es la cultura de gobierno corporativo, a pesar de esto sí se observa un cambio especialmente en las empresas que están listadas en bolsa de valores.

Uno de los resultados mas concretos ha sido la promulgación del Código Peruano, denominado “Los Principios del Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas” los cuales fueron concebidos al interior de un comité presidido por CONASEV⁵ y en el que participaron del Ministerio de Economía y Finanzas, la Superintendencia de Banca y Seguros, la Bolsa de Valores de Lima, la

⁵ Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores de Perú.

Asociación de Bancos, la Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas y el Centro de Estudios de Mercados de Capitales y Financieros. Además de los esfuerzos legislativos anteriormente mencionados se deben destacar dos iniciativas de orden privado: La Asociación Peruana de Pensiones recientemente publicó un Manual para Directores y Procapitales llevo a cabo en los últimos años programas de difusión y capacitación.

Ahora bien, en Bolivia, los sistemas de gobierno corporativo muchas veces han surgido como respuestas a fallas corporativas o crisis sistémicas. La crisis económica que azotó al país en estos últimos años, ha demostrado cómo los problemas macroeconómicos pueden ser agravados por las fallas sistémicas de gobierno corporativo, las mismas que tienen sus bases en estándares de contabilidad y auditoría inconsistentes, sistemas regulatorios débiles, con supervisión inefectiva de los directorios de las empresas y la poca importancia otorgada a los derechos de los accionistas minoritarios. (Nabil , 2005)

Hasta el 2002 no existían principios de gobierno corporativo en las empresas capitalizadas Bolivianas y en muchas de ellas no había una adecuada administración de los activos; es por esto que el Congreso de la República aprobó el proyecto de Ley sobre el “Gobierno de las Sociedades por Acciones” donde se obliga a todas las sociedades por acciones y

principalmente a las anónimas a contar con normas de gobierno corporativo. Este proyecto de ley no fue considerado ni analizado en su fase de detalle debido a la fuerte oposición en el contenido de la norma. Específicamente el 28 de noviembre del 2002 se promulgó la Ley N° 2427, disposición legal que definió algunos requisitos de gobierno corporativo aplicables únicamente a los Directores y Administradores que representen a los Fondos de Pensiones en las empresas capitalizadas.

El gobierno corporativo en las empresas de Bolivia está enfocado en maximizar el valor de las participaciones en el capital social y convertirse en una ventaja competitiva en la consecución de mejores y mayores inversiones. De esta manera es necesario que el directorio tenga en cuenta tanto los intereses de la sociedad, como el de los grupos de interés (empleados, clientes, proveedores, inversionistas, comunidades, etc.), con el objetivo de lograr un valor sostenible a largo plazo.

Al hacer referencia a Venezuela, Dillon (2003) señala que el ordenamiento jurídico de éste país está constituido por una serie de normas que aplican al ámbito del gobierno corporativo. Estas normas incluyen pero no se limitan al Código de Comercio, Código Civil, Código de Procedimiento Civil, Ley de Mercado de Capitales, Normas dictadas por la CNV y la Sudeban, entre otros.

Varias empresas a nivel nacional han adoptado desde años atrás códigos de actuación y comportamiento interno para el manejo de conflictos de interés y procedimientos para la toma de decisiones. Adicionalmente, existen un conjunto de firmas que sin tener establecido un código de conducta formal, siguen buenas prácticas corporativas.

El mercado de capitales venezolano se encuentra poco desarrollado, es muy pobre y en la mayoría de los casos es considerado poco atractivo, sólo un número reducido de empresas cotizan en bolsa y aquellas que no lo hacen se encuentran repartidas en tres grupos: empresas del estado, empresas multinacionales y empresas familiares. Algunos consideran que hay motivos para creer que el clima económico y la confianza en el país puedan resolver el ánimo de permanencia. Si adicionalmente estuviera acompañado de una modificación en cuanto al régimen de pensiones y la libertad de cotizar acciones de una empresa en varios mercados bursátiles (USA, y otras jurisdicciones) la implementación de códigos de mejores prácticas en las empresas sería indispensable para el posicionamiento tanto de captación de capitales como para la obtención de fondos.

En general, la situación en materia de gobierno corporativo es considerada poco alentadora en la región, ya que aun es necesario hacer

entender a la población la verdadera importancia de este aspecto y las ventajas de su implementación.

CAPÍTULO III: OTROS DETERMINANTES DEL GOBIERNO CORPORATIVO

La calidad de gobierno corporativo puede estar determinada por diversos factores, entre los cuales se encuentra el marco legal, aspecto que presenta una relación positiva con la calidad; la participación en bolsas de valores, en donde el nivel de competencia les exige a las firmas ciertos esquemas que incentiven a la inversión en ella; la participación familiar en la empresas, determinante que refleja una relación negativa, es decir, que a mayor participación menor calidad de gobierno corporativo; aspectos estudiados a continuación.

III.1 El Gobierno Corporativo y las leyes

Analizando el origen de las leyes, La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer y Vishny, R. (1998) explican que las leyes comerciales provienen de dos tradiciones diferentes: leyes comunes y leyes civiles. Las reglas establecidas dentro de las leyes civiles tienen su origen en la ley romana y son

concebidas como reglas de conducta relacionadas íntimamente a los ideales de justicia y moralidad. En contraste, la ley común tiene su origen en el sistema legal británico y fue elaborado por jueces que trataban de resolver problemas específicos. En el comercio moderno existen tres leyes civiles de tradición: La Francesa, La Alemana y la Escandinava.

Es importante aclarar que las leyes difieren en gran medida en los diferentes países en donde se apliquen, la mayor parte de los países latinoamericanos se rigen bajo el sistema legal francés, el cual tiende a otorgar bajos niveles de protección a los inversionistas. La calidad del resguardo de intereses por parte de los países hacia los accionistas es mayor en las leyes civiles que utilizan el sistema alemán y escandinavo, después es el sistema de leyes de aplicación común y por último es el sistema de leyes civiles francés

Una vez conocido el origen de las leyes, es importante resaltar el papel del estado como ente regulador, creador de las leyes e instituciones, el cual juega un papel muy determinante en el tema de gobierno corporativo. Zingales (1997) expresa que entre las funciones del gobierno federal se encuentra el emitir leyes que protejan los derechos de propiedad, así como permitir la representación proporcional de los accionistas minoritarios en el consejo de administración.

Como lo explican Beck y Levine (2003) la existencia de leyes que protejan los derechos de los inversionistas, mejoran la evaluación de una empresa y presionan a la misma a pagar mayores dividendos a sus accionistas. Estas leyes poseen una influencia en el tema de gobierno corporativo en el establecimiento de los precios de las acciones y en el pago de los dividendos. Adicionalmente, en aquellos países donde se cuenta con leyes e instituciones que acompañen los derechos de propiedad, existen empresas interesadas en reinvertir los dividendos; por el contrario, en los países donde las leyes e instituciones protectoras de los derechos de propiedad son débiles, los inversionistas no tienen interés en recapitalizar sus dividendos. De igual manera aclaran que países con leyes efectivas en la protección de los derechos de los accionistas minoritarios y una mejor aplicación de las leyes sobre esos derechos, propicia que los accionistas mayoritarios dejen de buscar el beneficio personal y el control de la corporación para su provecho. Las instituciones legales también afectan la capacidad de las empresas de aumentar su capital, ya que influyen en la forma en que operan financieramente. Esto ocurre gracias a que el gobierno federal facilita las condiciones para que una empresa crezca, invierta y actúe financieramente.

Morck, Yeung y Yu (2000) apoyan esta idea, estableciendo que sistemas de protección débil afectan negativamente la reinversión, impulsando muchas veces a que los inversionistas se retiren del lugar. La mejor forma de

protección es mediante un sistema que promueva el conocimiento de los estados financieros de la empresa, tanto como para los posibles inversionistas como para los accionistas minoritarios de la empresa.

De acuerdo con Demirjüc-Kunt y Maksimovic (1998) y Levine (2003), el sistema legal de un país es la variable mas importante en el suministro del capital para una empresa, ya que sienta las reglas en que interactuarán los inversionistas con la empresa, con el gobierno, además de otorgar seguridad las inversiones.

En general, las estimaciones de los efectos de la ley tienden a ser positivos, sobre todo en compañías con prácticas pobres de gobierno corporativo. La ley para compañías que ya tenían un buen gobierno corporativo, puede ser considerada costosa, pero es en definitiva sólo un menor costo, comparada con su contribución a la creación de valor.

III.2 Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales

Considerando la relación entre los mercados de capitales y la calidad de gobierno corporativo, Cuevas (2006) explica que Latinoamérica se ha quedado atrás con respecto a los mercados de capitales del resto del mundo, las bolsas de valores de la región son considerados como uno de los mercados más pequeños y menos activos en el mundo con relación al tamaño de las economías. Está claro que estos mercados no se han desarrollado al ritmo apropiado como para sostener un crecimiento comercial, lo cual se ha tratado de explicar por medio de la hipótesis de que existe una relación significativa entre estabilidad macroeconómica, estabilidad política y un país con un mercado financiero desarrollado.

En el contexto internacional, muchos países exigen que sus empresas con participación en mercados de capitales mantengan ciertos esquemas o prácticas de gobierno corporativo, lo cual genera competitividad en el país. El gobierno corporativo puede ser considerado un incentivo para la inversión en empresas con potencial crecimiento, las cuales al mantener un adecuado diseño y funcionamiento dan señales positivas, otorgando confianza a los inversionistas respecto al resguardo de sus derechos. Las compañías que han implementado estas prácticas generan grandes incentivos para que los inversionistas participen en ellas, lo cual favorece a su reducción del costo de capital en contraposición con los mecanismos tradicionales de financiamiento, repercutiendo de manera favorable en el sostenimiento de sus inversiones de

largo plazo, fundamentales para el crecimiento y generadoras de efectos multiplicadores para el desarrollo económico en general.

Asimismo, es necesario tomar en cuenta el hecho de que los inversionistas presentan mayor disposición a pagar más por las acciones de empresas que se encuentran mejor gobernadas, además de esclarecer y elevar la posición estratégica de la misma. Adicionalmente, buen el desempeño de las prácticas fortalece la estructura administrativa al establecer los medios internos por los cuales las compañías son operadas y controladas.

A corto plazo, estas prácticas generan mayores elementos de valor en el precio de la acción y, en el largo plazo, contribuyen a la maximización del valor de la compañía fortaleciendo su competitividad y permanencia en el mercado, al identificar y administrar de una manera consistente y comprensiva los riesgos que puedan limitar o reducir el logro del objetivo del negocio. En este sentido, Latinoamérica es percibida como una zona con gran riesgo para la inversión de largo plazo, por lo que fomentar esquemas de buenas prácticas de gobierno corporativo puede generar grandes efectos en las tasas de rentabilidad, impulsando la competitividad en los mercados internacionales.

El gobierno corporativo puede llegar a considerarse como la columna vertebral del mercado de capitales, ya que éste tiene la facultad para

proporcionar la base para su profundización y mayor dinamismo. En síntesis, aquellos países con mayor protección a los derechos de los inversionistas, mantienen mercados de capitales más profundos y desarrollados.

III.3 Gobierno Corporativo y Empresas Familiares

El hecho de combinar empresa y familia conlleva a enfrentar día a día los problemas del negocio y los de la familia tratando de no inmiscuirlos. Lo relevante es ver qué pueden hacer estas empresas para llevar armónicamente la confrontación de las necesidades de la familia y el negocio, buscando métodos especializados que logren mantener el funcionamiento del sistema a través de una familia unida, una empresa sana, la preservación del patrimonio y la continuidad generacional.

Neubauer y Lank (2000) definen empresa familiar como sigue: “Una empresa se considera familiar cuando se le ha identificado estrechamente con por lo menos dos generaciones de una familia y cuando esta vinculación ha tenido una influencia en la política de la empresa y en los intereses y los objetivos de la familia”.

El principal problema con este tipo de compañías es que suelen dar por sentado que las relaciones familiares son las que deben dominar en la empresa, es decir, trasladan a la formalidad de una organización profesional la informalidad del trato familiar. Con el tiempo, el crecimiento del sistema familia-empresa-propiedad exigirá un tratamiento más profesionalizado, donde será necesaria la correcta aplicación de las reglas de un juego tan complicado.

La estructura organizativa de estas empresas parece ser más sencilla, pero de manera totalmente opuesta presentan más complicaciones de las que no son familiares, esto ocurre en gran parte porque las mismas no poseen una organización adecuada dada su naturaleza.

Arthur D Little (2003) realizó una investigación sobre gobierno corporativo y empresas familiares, observando que estas representan la forma predominante de la propiedad de negocios en el mundo. Analizaron que existen características intrínsecas de los negocios familiares que generan conflictos que pueden destruir el negocio y la familia, por lo que es importante la implementación de un gobierno corporativo sano y adecuado a las necesidades específicas de la familia, a través de reglas claras y una estructura apropiada que minimicen los potenciales costos y riesgos de los conflictos de intereses.

Neubauer y Lank (2000) también comentan que si una empresa familiar no está constituida como sociedad anónima, no se encuentra obligada

jurídicamente a tener un consejo de administración, lo que ocasiona que un gran número de estas compañías desestimen la posibilidad de crearlo, teniendo entre los principales motivos el temor por parte de los propietarios de perder parte de su independencia, aspecto que generalmente influye en sus decisiones. Aquellas empresas familiares que poseen un consejo activo que no se encuentra conformado por miembros familiares pueden sobrevivir en mayor medida de generación en generación.

Todas las variables señaladas en este capítulo presentan una evidencia teórica de su influencia en la calidad del gobierno corporativo de las firmas. A continuación se estudiarán empíricamente otros dos posibles determinantes de la misma; estas son el país en donde se establece la compañía y la actividad económica en la cual se desenvuelve.

CAPÍTULO IV: MARCO METODOLÓGICO

IV.1 Hipótesis y objetivos de la investigación

IV.1.1 Hipótesis

La actividad económica en la que se desempeña una empresa es un mejor determinante de su calidad de gobierno corporativo que el país en donde esta se encuentra establecida.

IV.1.2 Objetivo general

Determinar en qué medida el IGC por actividad económica explica la calidad de gobierno corporativo de las empresas de la región andina en contraposición con el IGC por países.

IV.1.3 Objetivos específicos

- 1) Construir un índice de calidad de gobierno corporativo para cada una de las empresas representativas de los países del área andina perteneciente a la muestra recolectada por la CAF.
- 2) Elaborar índices de calidad de gobierno corporativo promedios para cada actividad económica y para cada país perteneciente a la muestra de países andinos realizado por la CAF.
- 3) Contrastar los Índices por actividad económica y por países.
- 4) Comprobar con la utilización de métodos estadísticos, la influencia de la variable país y la variable actividad económica en los índices de gobierno corporativo.

IV.2 Diseño y Selección de la Muestra

El proceso de diseño y selección de la muestra fue llevado a cabo por la CAF, mediante una encuesta⁶ autodiligenciable de toma de datos electrónica, y con apoyo de contactos vía telefónica, con el objetivo de difundir el fortalecimiento de mejores prácticas de gobierno corporativo en la región andina.

IV.2.1 Población Objetivo

Se decidió estudiar a los países miembros de la Comunidad Andina: Colombia, Perú, Ecuador, Bolivia y Venezuela. Concretamente la población objetivo de este estudio fueron las 1.800 empresas más representativas de la región alcanzadas por consulta de bases de datos nacionales.

⁶ Ver Diagnóstico de Gobierno Corporativo para la Comunidad Andina. 2006

IV.2.2 Muestra

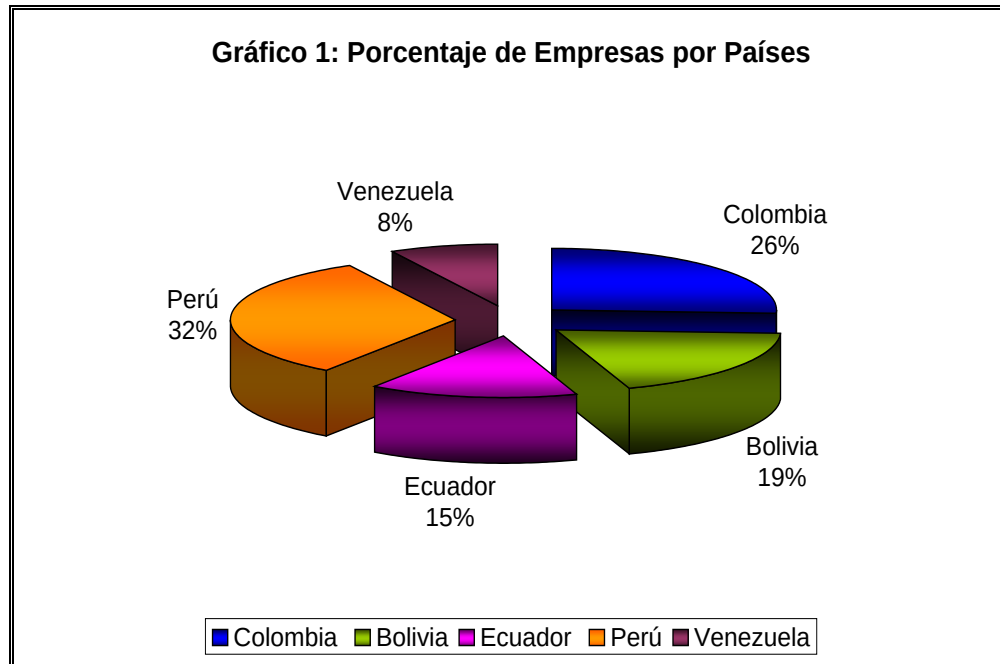
La muestra utilizada para la presente investigación está conformada por ciento ochenta y un (181) empresas de los países de la región andina que contestaron la encuesta denominada “Diagnostico de Gobierno Corporativo para la Comunidad Andina”⁷ efectuada por la CAF en el primer semestre de 2006. Estas empresas son un subconjunto de las 1.476 contactadas, lo cual representa solo el 12.8%.

IV.2.3 Descripción de la muestra

A continuación se presentan las principales características de la muestra, las cuales fueron recogidas a través de la sección de información general de la empresa presente en la encuesta.

Analizando la composición por países se observa que Perú representa el mayor porcentaje (32%) de empresas que respondieron, seguido por Colombia (26%), Bolivia (19%), Ecuador (15%) y Venezuela (8%) (ver gráfico 1)

⁷ Ver Anexo II

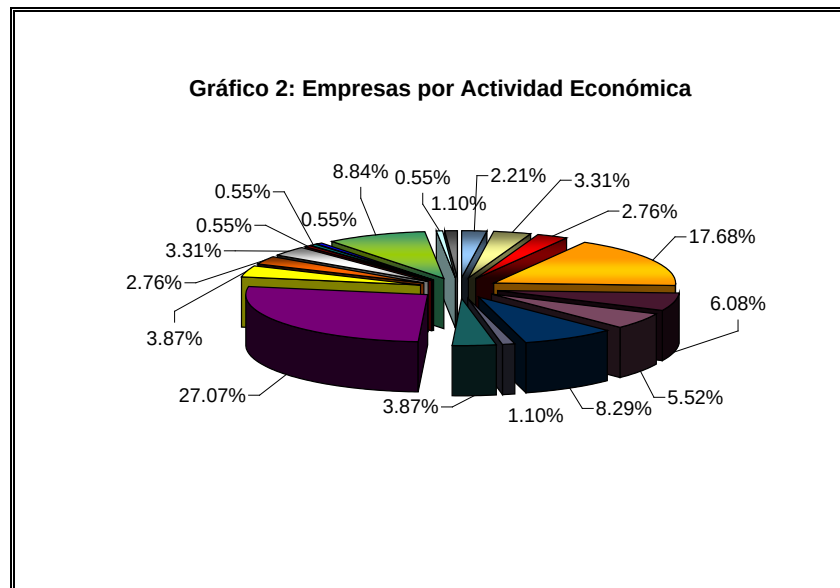


Al desglosar los datos por actividad económica se encuentra que la actividad más representada en la muestra son las instituciones financieras exceptuando los seguros y fondos de cesantías, representando el 27% de las empresas que respondieron la encuesta, hallándose en segundo lugar aquellas pertenecientes a la industria manufacturera con un 18% (ver gráfico 2).

Todas las actividades económicas estudiadas, analizadas y representadas en el estudio son las siguientes:

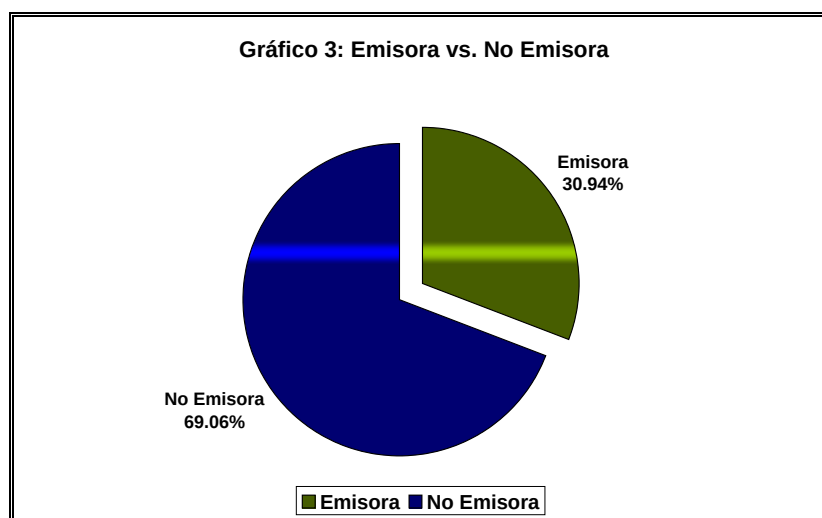
- Actividad 1: Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura.

- Actividad 2: Pesca.
- Actividad 3: Explotación de Minas y Canteras.
- Actividad 4: Industria Manufacturera.
- Actividad 5: Suministro de Electricidad, Gas y Agua.
- Actividad 6: Construcción.
- Actividad 7: Comercio al por menor y al por mayor; reparación de vehículos.
- Actividad 8: Hoteles y restaurantes.
- Actividad 9: Transporte, almacenamiento y comunicaciones.
- Actividad 10: Int. Financieros excepto los seguros y fondos de cesantías.
- Actividad 11: Financiera. Seguros y pensiones, menos las obligatorias.
- Actividad 12: Actividades auxiliares de la intermediación financiera.
- Actividad 13: Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler.
- Actividad 14: Administración Pública y defensa; seguridad social obligatoria.
- Actividad 15: Educación.
- Actividad 16: Servicios sociales y de Salud.
- Actividad 17: Otros servicios.
- Actividad 18: Organizaciones y órganos extraterritoriales.



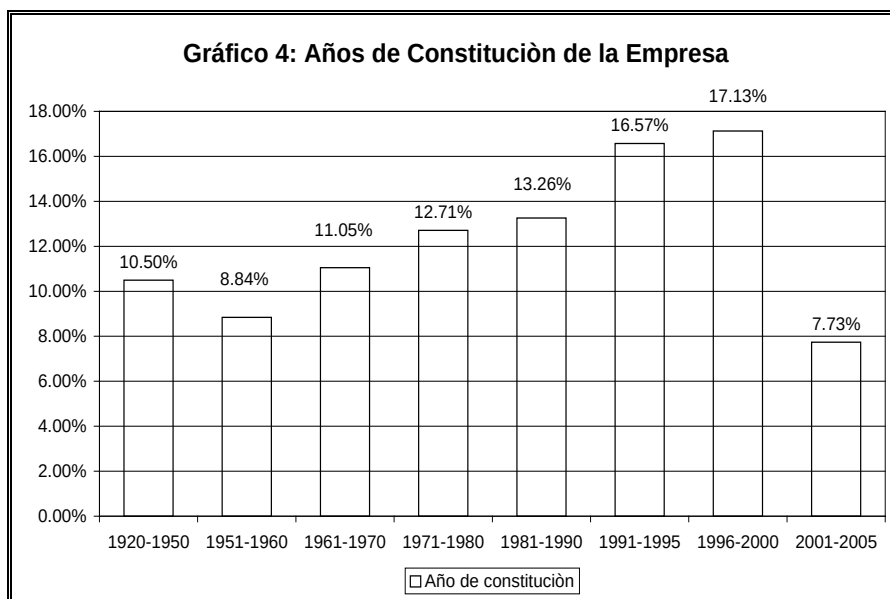
Fuente: Cálculos Propios

En el gráfico 3 se observa que la muestra está constituida en su mayoría por empresas No Emisoras (69,06%) y solo el 30,94% de las empresas son Emisoras.



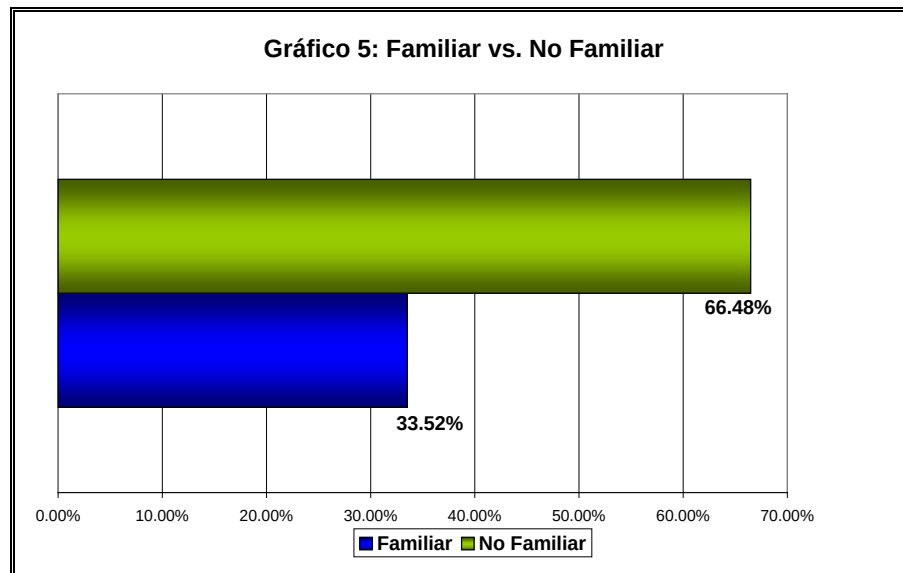
Fuente: Cálculos Propios

En general, la mayoría (17,13%) de las empresas se constituyeron entre 1996 y el 2000, entre 1991 y 1995 se fundaron 16,57% y un 13,26% entre 1981 y 1990. Solamente 7,73% se crearon entre el 2001 y el 2005 (ver gráfico 4).



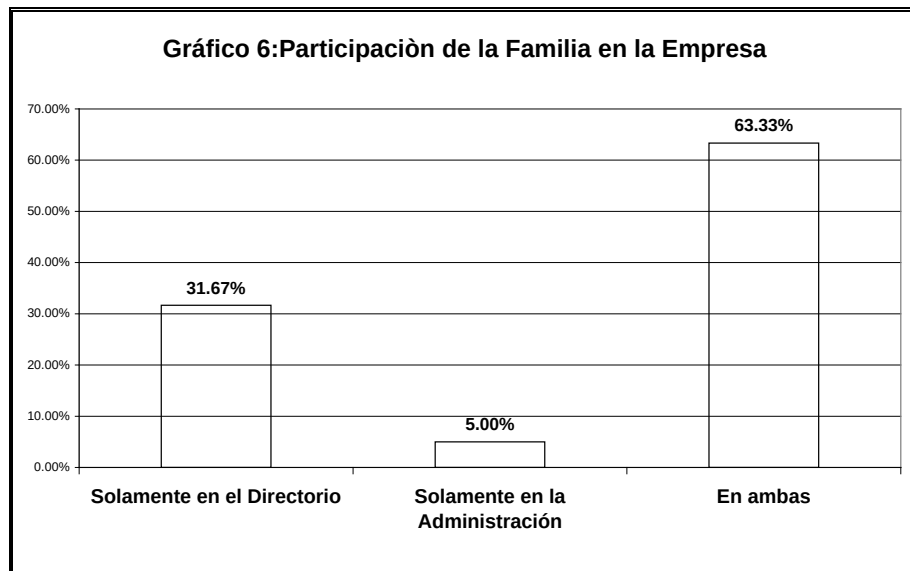
Fuente: Cálculos Propios

Las empresas que son consideradas familiares representan el 33,15%, mientras que aquellas consideradas no familiares constituyen el 66,85% (ver gráfico 5).



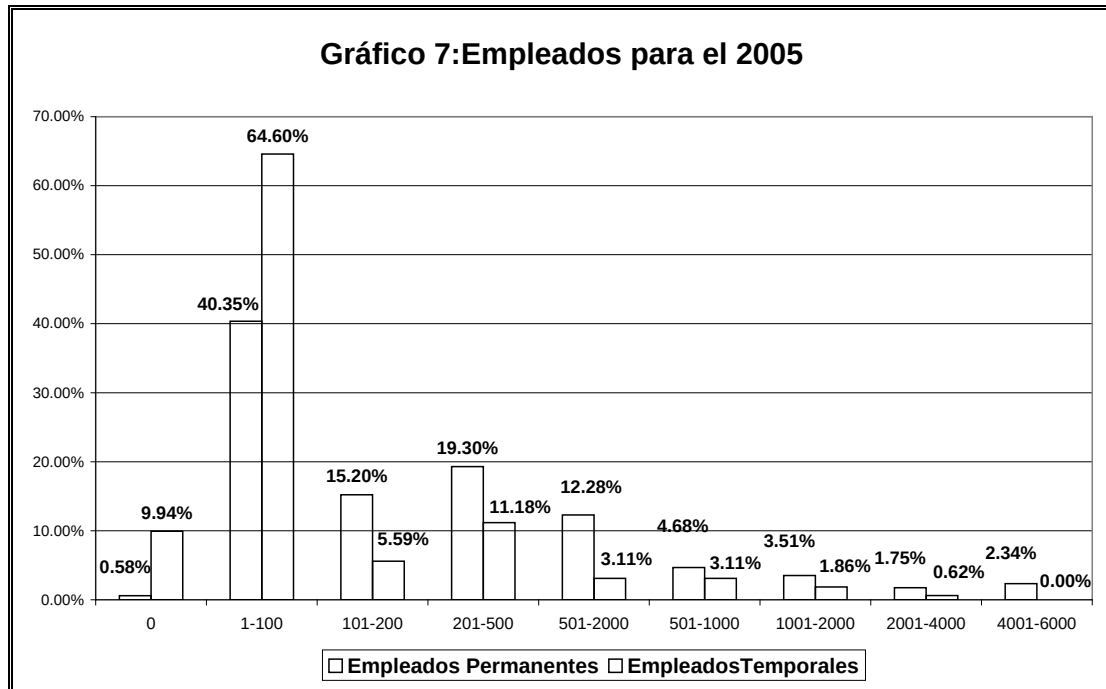
Fuente: Cálculos Propios

Del total de empresas que son consideradas familiares, el 31.67% tienen una participación de la familia solo en el directorio o en la Junta Directiva, el 5% solo en la administración de la compañía y el 63,33% en ambas (ver gráfico 6).



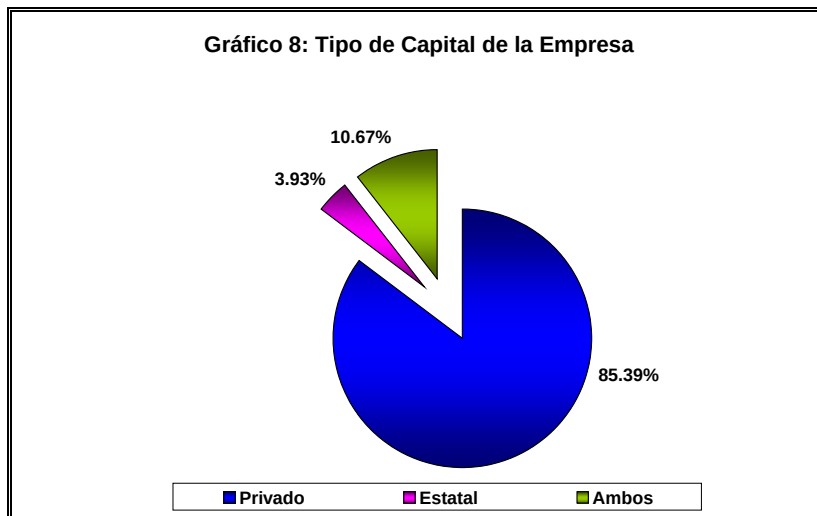
Fuente: Cálculos Propios

Con respecto al número de empleados, el 64,06% de las empresas poseen entre 1 y 100 empleados temporales en el 2005, solo 0.62% de las entidades tienen más de 2000 y 9,94% de las empresas no poseen esta figura. Por su parte, el 40.35% de las firmas conservan entre 1 y 100 empleados permanentes, 2,34% tienen más de 4000 y solo 0.58% de las empresas no tienen empleados permanentes (ver gráfico 7).



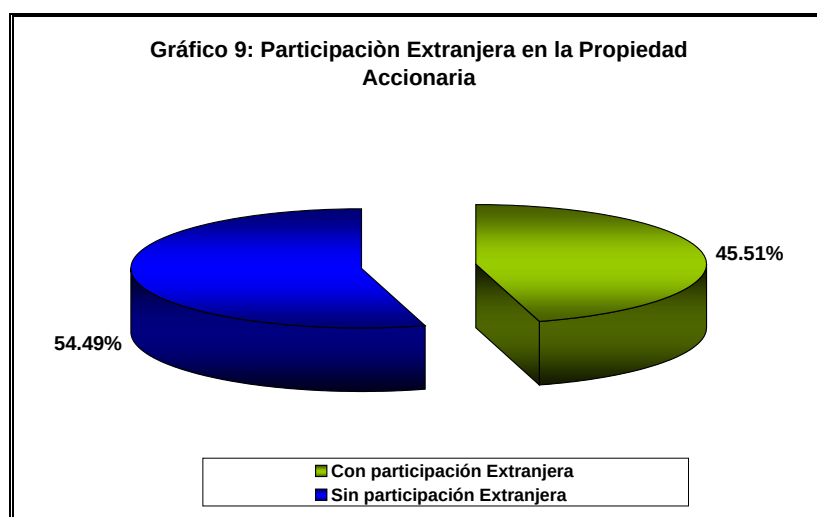
Fuente: Cálculos Propios

Ahora bien, respecto al capital de las empresas el 85,39% son de capital privado, mientras que el 3,93% son de capital estatal y el restante 10,67% poseen ambos (ver gráfico 8).



Fuente: Cálculos Propios

En el gráfico 9 se puede observar que el 54,49% de las empresas gozan de participación extranjera en la propiedad accionaria, mientras que el 45,51% no la poseen.



Fuente: Cálculos Propios

IV.3 Descripción del Cuestionario:

La encuesta se encuentra dividida en siete (7) secciones: i) Información general de la empresa, ii) Composición accionaria, iii) Órganos colegiados y ejecutivos de la entidad, iv) Publicación de la información de la compañía, v) Auditorías internas y externas, vi) Mecanismos formales de Gobierno Corporativo, vii) Encuesta de opinión.

CAPITULO V: GOBIERNO CORPORATIVO PARA LA REGIÓN ANDINA:
MEDICIÓN Y RESULTADOS.

V.1 Medición de Índice de Gobierno Corporativo.

V.1.1 Estimación del Índice de Gobierno Corporativo (IGC)

El índice de gobierno corporativo es entendido como una medida cuantitativa que engloba aspectos cualitativos que permiten evaluar la calidad de gobierno corporativo que poseen las empresas.

Como se estudió en capítulos anteriores, existe un grupo de investigaciones que emplean la misma metodología para la construcción de un índice de gobierno corporativo, basada en la aplicación de una encuesta cerrada y dicotómica⁸ estructurada específicamente para este objetivo, en

⁸ Soto (2006) define a una pregunta cerrada como “aquel tipo de pregunta en un cuestionario que contiene una relación exhaustiva de las respuestas posibles”. Por su parte, establece que una pregunta dicotómica pertenece a la familia de la selección múltiple, solo que en este caso el entrevistado solo posee dos opciones para elegir: si-no, verdadero-falso, en acuerdo- en desacuerdo, ect.

donde aquellas respuestas afirmativas otorgan un punto positivo y las negativas un valor nulo.

Para efectos de este trabajo, el IGC fue construido de forma diferente al común de los investigadores, debido principalmente al hecho de que la información fue generada previa a esta investigación y con finalidades diferentes. La naturaleza de la fuente de información de este estudio entra dentro de la definición de datos secundarios, los cuales según Sabino C. (2002) son “aquellos que han sido recogidos e, incluso, procesados por otros investigadores”. Sin embargo, se aclara al lector que esto representó ventajas y desventajas en el estudio, ya que por un lado evitó los problemas de tiempo y gastos que normalmente generan los procesos de recolección de información primaria, además de tener el beneficio de acceso a un gran número de empresas facilitado por el patrocinio de una institución tan respetada en la región como la CAF pero por el otro se presentó la dificultad para la aplicabilidad de una escala de medición como las utilizadas por otros investigadores⁹ en índices de gobierno corporativo.

Con respecto a la construcción de la escala de medición utilizada, estuvo comprendida entre -2 y 2 para cada una de las preguntas relevantes a la calidad del gobierno corporativo Como indica Sabino C. (2002) “una escala

⁹ Ver Leal, R., Carvalhal-da-Silva, A., (2004), y Garay, U., González, M., (2005).

puede concebirse como un continuo de valores ordenados correlativamente que admite un punto inicial y otro final". El autor explica que para que una escala pueda considerarse como capaz de aportar información objetiva debe reunir los dos siguiente requisitos básicos:

- *Confiabilidad*: se refiere a la consistencia interior de la misma, a su capacidad para discriminar en forma constante entre un valor y otro
- *Validez*: indica la capacidad de la escala para medir las cualidades para las cuales ha sido construida y no otras parecidas. Una escala confusa no puede tener validez, lo mismo que en una escala que esté midiendo, a la vez e indiscriminadamente, distintas variables superpuestas.

Existen diferentes tipos de escalas que se distinguen de acuerdo a la rigurosidad con que han sido construidas y al propio comportamiento de las variables que miden. El tipo de escala utilizado en el presente estudio fue ordinal¹⁰, la cual establece que existe una sucesión entre uno y otro valor, de

¹⁰ Meneses B. (2005) "Las variables que se pueden medir con esta escala son de tipo cuantitativo y en ésta, las variables pueden tomar diferentes valores, de tal manera que es posible ordenar estos valores en forma ascendente o descendente, pero no se puede saber si la diferencia entre dos valores es la misma o diferente a la diferencia entre otros dos valores. Se usa cuando se pueden detectar diferentes grados del valor de una variable y que los datos recopilados a partir de ella, se pueden ordenar por rangos".

tal modo que cualquiera de ellos es mayor que el precedente y menor que el que le sigue a continuación.

La construcción del Índice de Gobierno Corporativo en la presente investigación se llevo a cabo en tres etapas. En primer lugar, se le otorgó valor a cada ítem de cada pregunta según la siguiente escala:

- Un punto (1) si el ítem cumplía con alguna recomendación pautada en “Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo” (en adelante LCAGC) de la CAF.
- Dos puntos (2) si el ítem agregaba mayor valor que los requerimientos básicos de los LCAGC, o si el ítem era considerado una excelente práctica.
- Menos uno (-1) punto si no cumplía con los requerimientos mínimos de los LCAGC.
- Menos dos (-2) puntos si se encontraba en peor situación que los requerimientos mínimos, o el ítem representaba un práctica específicamente contraindicada por los LCAGC.

- Finalmente cero (0) si la pregunta/respuesta no otorgaba ningún efecto con respecto a la calidad del gobierno corporativo, o bien porque la empresa no contestó o porque la respuesta indicaba una práctica básica que no se puede considerar ni parte de las mejores prácticas ni una práctica particularmente contraindicada según los LCAGC

En segundo lugar, se procedió a calcular un promedio simple, desviación estándar y cantidad de respuestas nulas que existían por cada una de las preguntas de la encuesta para poder evaluar que ítems de preguntas debían ser tomados en cuenta para el cálculo del índice por empresa y cuales serían descartados por su poca relevancia. Aquellos ítems que poseían gran proporción de respuestas sin responder o nulas fueron excluidos del cálculo, teniendo en cuenta que representaban una proporción de la muestra muy reducida.

Por último, se procedió al cálculo del ICG por compañía, el cual se realizó sumando todos los puntos obtenidos por ítem de cada pregunta, evaluados con al escala mencionada anteriormente. Matemáticamente:

$$\text{IGC}_i = \sum X_j$$

Donde,

IGCi= índice de gobierno corporativo de cada empresa.

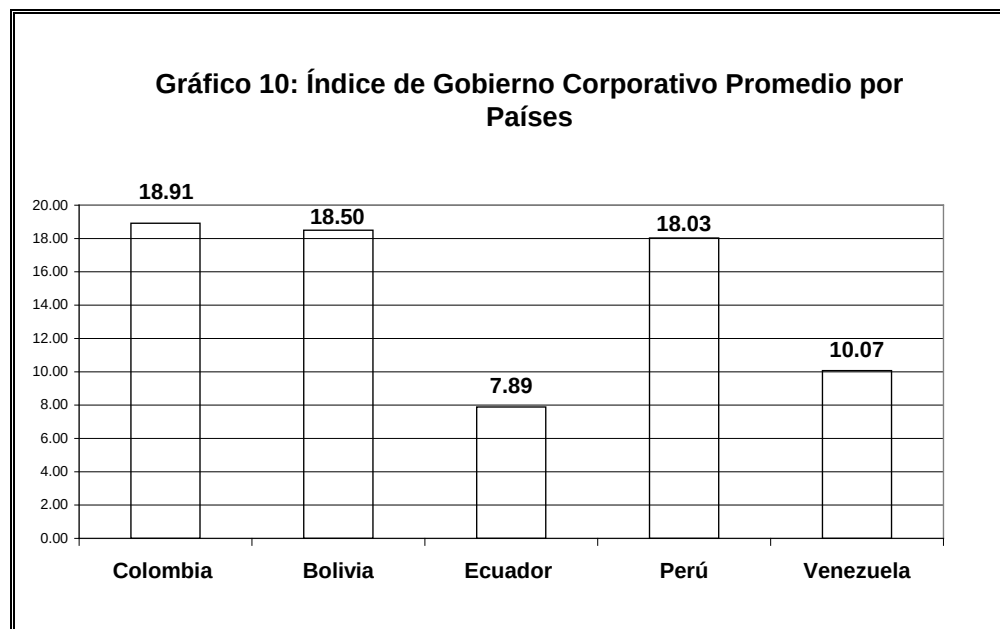
Xj= puntuación obtenida por ítem de cada pregunta.

Mientras mayor resultase el valor del IGC para una empresa, mejor son sus prácticas de Gobierno Corporativo. El rango de resultados se manifestó entre -40 y 52 puntos acumulados por empresa de un máximo posibles de 81 puntos en toda la encuesta.

V.1.2 Resultados del Índice de Gobierno Corporativo (IGC)

Agrupando por países los IGC de cada una de las empresas, se obtuvo una fuerte distinción entre el promedio de índices en los cinco países de la región andina. De forma ascendente: Ecuador alcanzó un promedio de 7,89 puntos, seguido por Venezuela con 10,07, bastante bajos en comparación con el resto de los países de la región. Por su parte, Perú obtuvo como índice

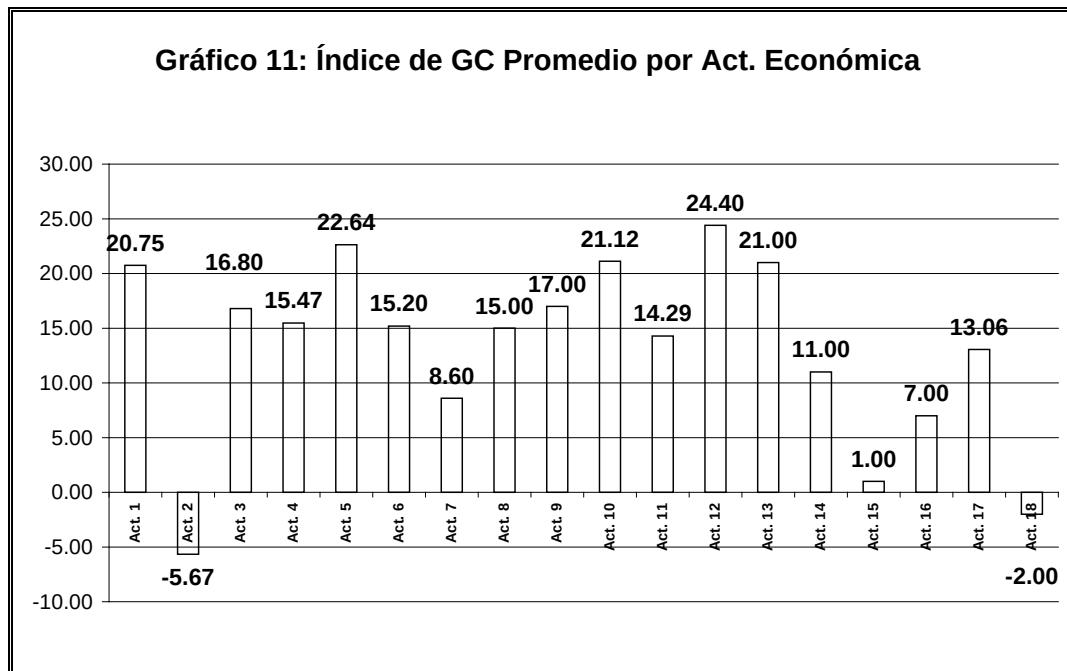
promedio 18,05 puntos, Bolivia 18,50 y finalmente Colombia 18,90 puntos (ver gráfico 10).



Fuente: Cálculos Propios

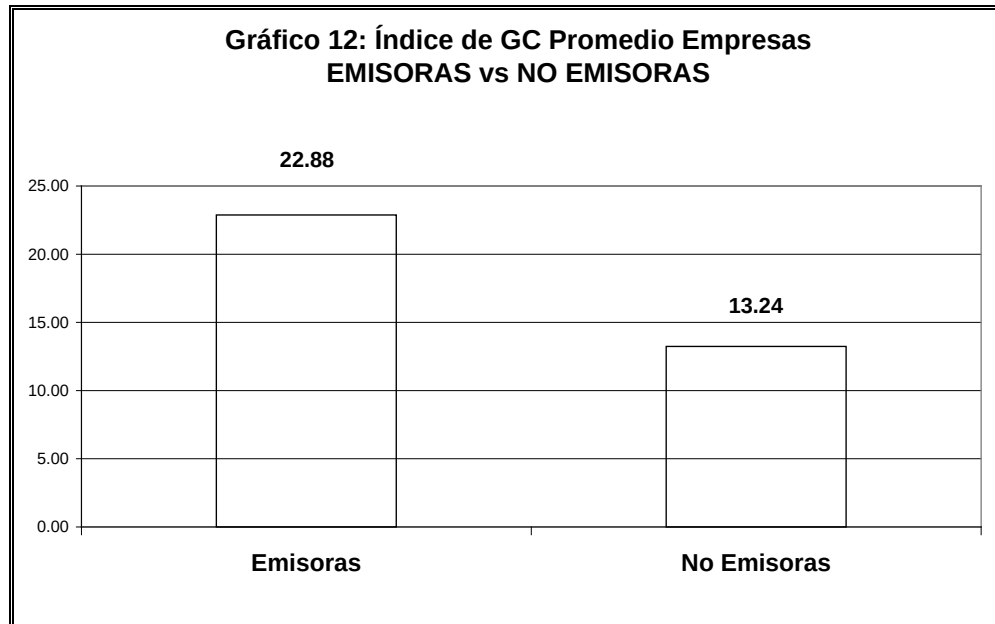
Al realizar la agrupación por actividad económica se consiguieron los siguientes resultados: actividades auxiliares de la intermediación financiera (actividad 12) obtuvo un promedio de 24,40 puntos, seguida por suministro de electricidad, gas y agua (actividad 5) y por la actividad de intermediación financiera, exceptuando los seguros y los fondos de pensiones y cesantías (actividad 10) con promedios de 22,64 y 21,12 puntos respectivamente. Por su parte, Pesca (actividad 2) y Organizaciones y Órganos Extraterritoriales (actividad 18), presentaron los promedios más bajos, los cuales fueron

negativos, en donde el primero fue de (-5,67) y el segundo de (-2) puntos. (Ver gráfico 11).



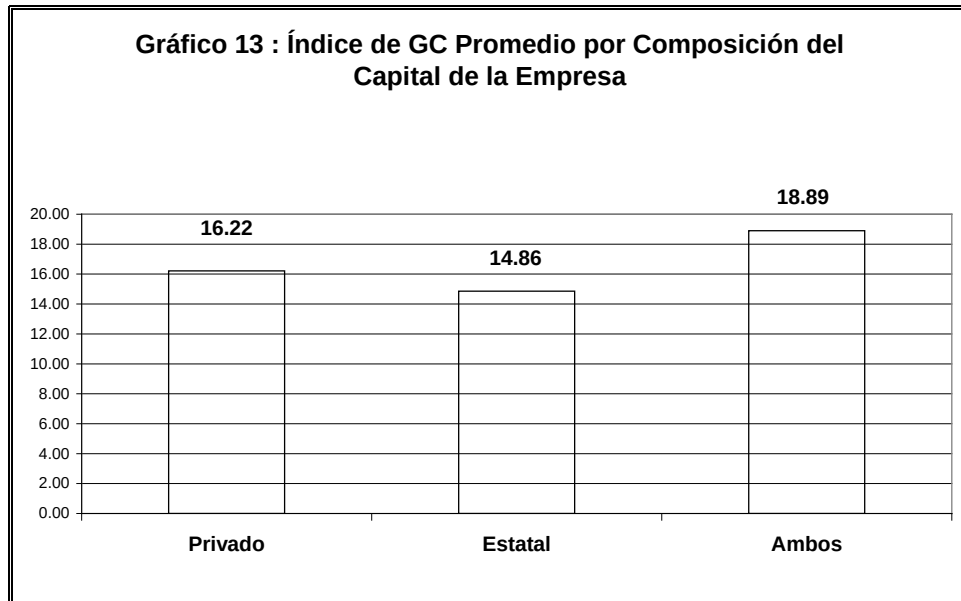
Fuente: Cálculos Propios

Al estudiar los resultados por compañías que emiten acciones en bolsa, se observa que aquellas empresas emisoras tienen un IGC promedio de 22,88, siendo este superior al obtenido por aquellas no emisoras de 13,24 (ver gráfico 12), un resultado consistente con lo sugerido por la teoría (ver sección anterior).



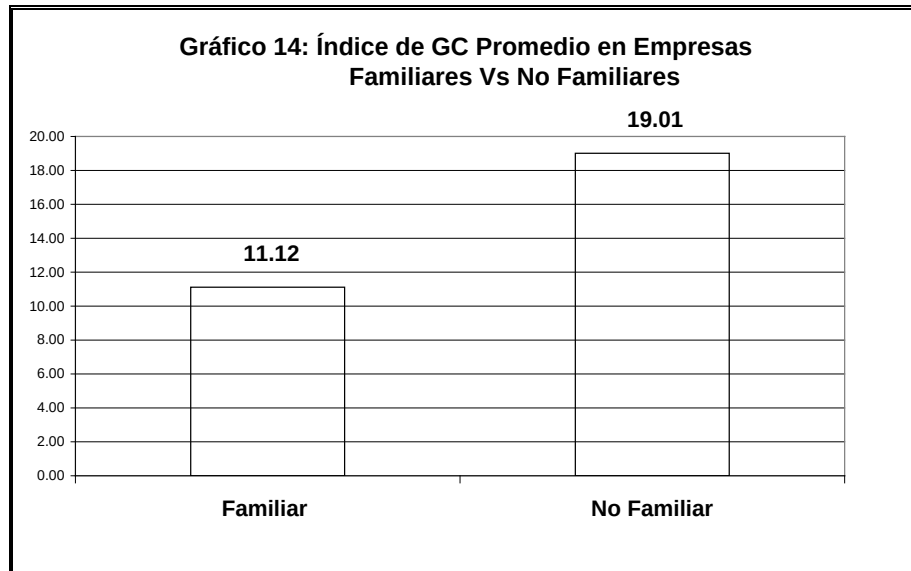
Fuente: Cálculos Propios

Con respecto al capital de la compañía, las empresas que poseen tanto capital privado como público obtuvieron el promedio más alto (18,89 pts), mientras que aquellas que únicamente poseen capital privado alcanzaron un promedio de 16,22 puntos y las de capital público de 14,86 puntos (ver gráfico 13).



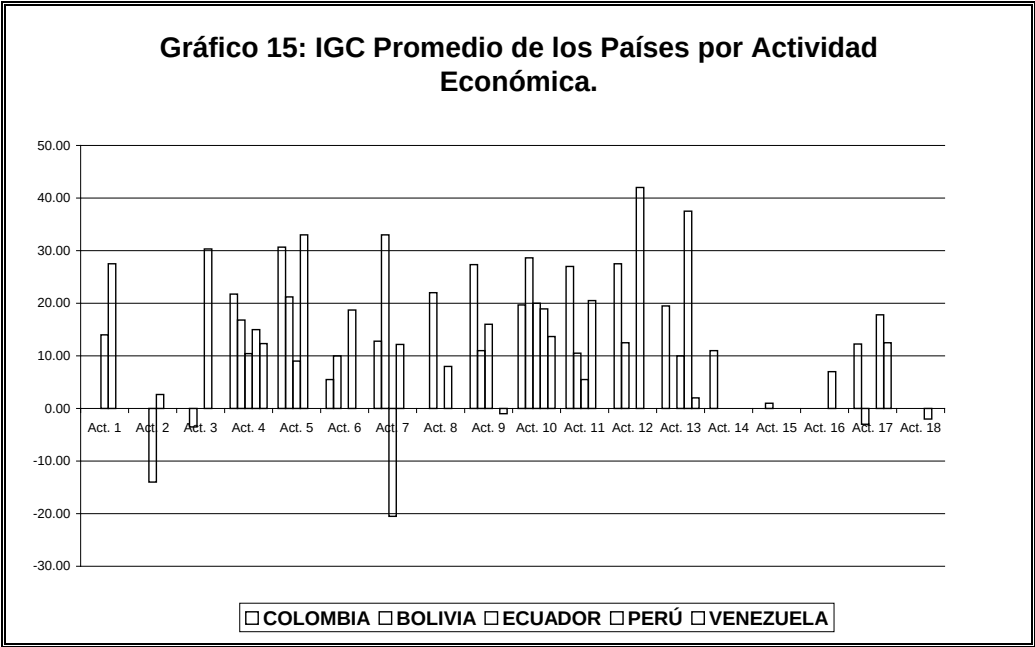
Fuente: Cálculos Propios

Ahora bien, en el gráfico 14 podemos notar que el promedio de los índices de las empresas que no son consideradas como familiares (19,01 pts) es superior al obtenido por aquellas que si lo son (11,12 pts), resultado también consistente con lo sugerido por la teoría (ver sección anterior).



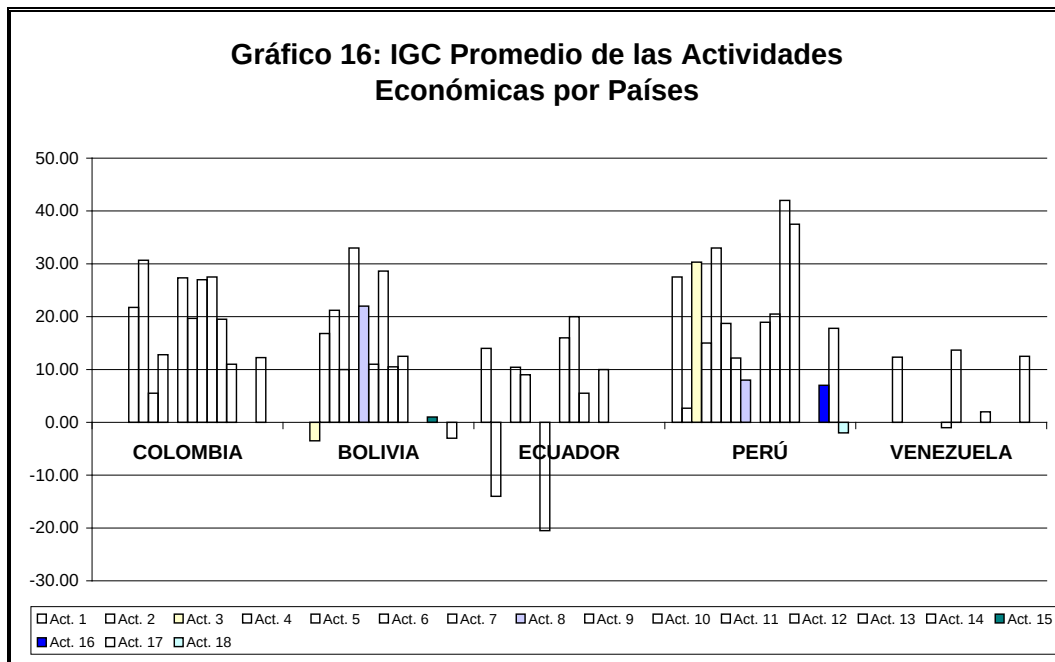
Fuente: Cálculos Propios

Por último, se realizaron simultáneamente agrupaciones por países y por actividad económica para apreciar visualmente el comportamiento en conjunto. En general, las actividades 4 (industria manufacturera), 5 (suministro de electricidad gas y agua) y 10 (intermediación financiera, excepto los seguros y los fondos de pensiones y cesantías) presentaron mayor similitud en el valor de los IGC para los cinco países estudiados (ver gráfico 15).



Fuente: Cálculos Propios

Por su parte, Colombia y Bolivia son los países que presentan un comportamiento parecido en los índices de las diferentes actividades económicas (ver gráfico 16).



Fuente: Cálculos Propios

V.2. Impacto del País y la Actividad Económica en el Índice de Gobierno Corporativo

V.2.1 Estimación del modelo ANOVA

El objetivo de esta sección es verificar sobre la base de la evidencia empírica, la influencia que ejerce tanto el país como la actividad económica sobre el IGC previamente estimado para cada empresa.

Riascos, J. (2005) Nos expone: “Los modelos que explican una variable cuantitativa en función de variables cualitativas, se conocen como Modelos ANOVA y, en términos generales, aplican las mismas pruebas estadísticas de un modelo de estirpe cuantitativa.” Este análisis de varianza sirve para comparar si los valores de un conjunto de datos numéricos son significativamente distintos a los valores de otro o más conjuntos de datos. El procedimiento para comparar estos valores está basado en la varianza global observada en los grupos de datos numéricos a comparar.

Para comprobar la hipótesis planteada se utilizó el software *Statistical Product and Service Solutions* (SPSS) empleando el análisis estadístico de una Distribución F siendo esta una distribución muestral aplicable para la relación de dos varianzas.

La Distribución F de Snedecor¹¹ presenta el siguiente teorema:

Si U y W son dos variables aleatorias independientes, cada una con distribución Chi Cuadrado con χ^2_{X1} y χ^2_{X2} grados de libertad, respectivamente, entonces la distribución de la siguiente variable aleatoria:

$$F = \frac{U / v_1}{W / v_2}$$

¹¹ Fuente: López, R., (2000) “Cálculo de Probabilidades e inferencia estadística con tópicos econométricos”. 3ra edición. UCAB, Caracas, p. 166.

Está dada por:

$$g(f) = \begin{cases} \frac{\Gamma\left(\frac{v_1 + v_2}{2}\right)}{\Gamma\left(\frac{v_1}{2}\right)\Gamma\left(\frac{v_2}{2}\right)} \left(\frac{v_1}{v_2}\right)^{\frac{v_1}{2}} f^{v_1/2-1} \left(1 + \frac{v_1}{v_2}f\right)^{-\frac{1}{2}(v_1+v_2)}, & f > 0 \\ 0 & \text{e o c} \end{cases}$$

Y se denomina "distribución F con X1 y X2 grados de libertad" (X1 grados de libertad en el numerador y X2 grados de libertad en el denominador).

Para realizar el análisis factorial de varianza con la Distribución F, se utilizó la información proveniente del procesamiento de 181 encuestas realizadas a la región andina.

Las variables consideradas para el análisis del modelo estadístico fueron:

- **IGC:** esta variable cuantitativa mide la calidad de gobierno corporativo que presenta cada empresa de la muestra para el año 2005; a razón del análisis este índice constituye la variable dependiente.
- **País:** representa una variable independiente y cualitativa, la cual explica a qué país de la región andina pertenece la empresa encuestada.

- **Actividad económica:** representa la segunda variable independiente y cualitativa, la cual explica en qué actividad económica se desempeña la empresa encuestada.

V.2.2 Resultados del Modelo Anova

Con objeto de lograr una interpretación válida de los resultados del análisis factorial de varianza se realizaron pruebas para comprobar el cumplimiento de los supuestos básicos

En el cuadro 1 se muestran los resultados de la Prueba de Levene, la cual calcula la igualdad de los errores de las varianzas.

Cuadro 1: Test de Levene de Igualdad de los Errores de las Varianzas.

Variable Dependiente: Índice de gobierno corporativo

F	gl1	gl2	Sig.
1,616	53	127	0,015

Fuente: Cálculos Propios

Este test busca probar la hipótesis de que la variación del error de la variable dependiente es igual a través de los grupos, una condición necesaria para la validez de la Prueba F de Snedecor pasando así la prueba ya que el nivel de significación es inferior al 5%.

En el cuadro 2 se muestran los resultados de la estimación de la Prueba F de Snedecor

Cuadro 2: Tests of Between-Subjects Effects

Variable Dependiente: Índice de gobierno corporativo

Fuente	Suma de	Media			
	Cuadrados	gl	Cuadrática	F	Sig.
Corrected Model	17108,168(a)	53	322,796	1,417	0,059
Intercept	7417,173	1	7417,173	32,553	0,000
País	4485,493	4	1121,373	4,922	0,001
ASTEC	6937,856	18	385,436	1,692	0,049
País * Actec	7113,147	31	229,456	1,007	0,467
Error	28936,992	127	227,850		
Total	93670,000	181			
Corrected Total	46045,160	180			

R² = 0,372 (R² ajustado = 0,109)

Fuente: Cálculos Propios

Utilizando un nivel de confianza de 95%, observamos que la variable país resulta más significativa que la variable actividad económica, arrojando 0,001 y 0,049 respectivamente como nivel de significación, también observamos que ambas variables en conjunto no son significativas en el análisis ya que el resultado obtenido es de 0,467.

El R^2 ajustado se considera muy aceptable, más aún considerando que se trata de una serie de datos de corte transversal.

Los resultados del análisis empíricos sugieren que el país tiene una influencia en la variabilidad del IGC mucho mayor que el impacto que ejerce la actividad económica en la que se desarrolla a empresa.

LIMITACIONES METODOLÓGICAS

Las principales limitaciones vinieron dadas por aquellas que ya poseía la base de datos otorgada para esta investigación. En este sentido la primera dificultad viene dada por la posible auto selección de las empresas, es decir, aquellas que poseen un buen gobierno corporativo, están más interesadas en el tema y tienen mayor información disponible al respecto. En contraste, aquellas empresas que posiblemente no respondieron la encuesta, no participaron con el ánimo de no evidenciar sus prácticas.

Otros puntos a señalar con respecto a la veracidad de la data están relacionados con la falta de tiempo de respuesta al cuestionario, por el hecho de que el mismo es considerado ambicioso; confidencialidad de la información, lo cual lleva a las empresas a mantener un perfil bajo; falta de seguridad del gerente o persona que contesta para dar la información y por último la falta de conocimiento e inseguridades de las compañías en el tema.

Otra limitación viene dada con la valoración del índice, ya que la encuesta proporcionada no fue elaborada para la construcción del mismo, sino con objetivos diferentes, ocasionando que se utilizara una metodología distinta a la de investigaciones previas con el objetivo de mitigar subjetividades.

Adicionalmente, la falta de bases teóricas y empíricas con respecto a países y actividades económicas en relación con la calidad de gobierno corporativo, ya que no son conocidas investigaciones previas en este ámbito.

Por otra parte, es necesario advertir que las conclusiones y recomendaciones derivadas de nuestra investigación se basan en una herramienta desarrollada para medir un aspecto cualitativo, lo que implica cierto grado de imprecisión. En este sentido, estamos conscientes de que los aspectos sobre la medición de la calidad de gobierno corporativo se encuentran en pleno debate y no ignoramos las múltiples dificultades que esto plantea.

CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIONES

Durante el desarrollo de este trabajo, se realizó una extensa revisión de los logros, conocimientos y avances respecto al gobierno corporativo. Es de notar que el tema no ha sido muy estudiado y no existen muchos aportes teóricos y en menor proporción aportes empíricos al respecto.

Es de saber que un buen gobierno corporativo manda señales significativas a inversionistas acerca de la calidad de la firma, y asimismo está relacionado con el buen rendimiento de las compañías y mejor valor en el mercado. Específicamente, el actual análisis se realizó en base a la data proporcionada por la CAF de 181 empresas representativas a nivel de la región andina, considerándose las siguientes 7 secciones de la encuesta: i) Información general de la empresa; ii) Composición accionaria; iii) Órganos colegiados y ejecutivos de la entidad; iv) Publicación de la información de la compañía; v) Auditorias internas y externas; vi) Mecanismos formales de Gobierno Corporativo y vii) Encuesta de opinión.

Una vez realizados los índices, de ellos se desprende que la calidad de gobierno corporativo es considerablemente inferior en Ecuador y en Venezuela que en el resto de la región andina, en contraposición Colombia es el mejor

posicionado, seguido de cerca por Bolivia y Perú. Por otro lado, hay que tomar en cuenta que Ecuador y Venezuela representan las muestras más reducidas en el actual estudio, pudiendo esto ser un factor influyente del resultado. Sin embargo, un aspecto que vale la pena resaltar es que de manera muy similar, en el IGC preparado por el World Economic Forum (WEF) para el 2006¹², Colombia también obtiene el índice más alto entre los 5 países y Venezuela el peor (siendo este el segundo índice más bajo en el presente estudio), seguido por Ecuador que para efectos de este trabajo es el país con más bajo índice.

Ahora bien, al considerar los índices por actividades económicas la brecha entre ellas resultó muy extensa observándose valores promedios como (-5.6) y (24.4) en diferentes actividades. Esto nos lleva a pensar que existen razones como diferencias en el marco legal, que pueden ser determinantes de la discrepancias, como también la participación familiar, tipo de estructura que usualmente están más presentes en algunas industrias ocasionando mayores problemas de gobierno.

En este sentido, esta investigación buscó comprobar la hipótesis de que existe una mayor relación entre la actividad económica y el índice de gobierno corporativo, que la relación entre este último y el país. Para ello aplicamos la

¹² Índice realizado con base en el cálculo de tres componentes: índice de protección de inversionistas, índice de percepción de gobierno corporativo e índice de percepción de corrupción

metodología de los modelos de Análisis Factorial de Varianzas, más específicamente una distribución estadística F de Snedecor para medir la variabilidad entre las variables. La escogencia de esta metodología se debió a que la misma es una herramienta muy utilizada en los estudios de series de corte transversal, implementada cuando la variable dependiente es de intervalo y las variables independientes son categóricas, lo que permite capturar más apropiadamente, los co-movimientos de las variables y sus interrelaciones.

Los resultados de este análisis empírico centrado en la influencia de país y actividad económica, nos permitió rechazar nuestra hipótesis planteada ya que se puede afirmar que no es la actividad económica la variable que ejerce mayor impacto en el IGC sino por el contrario lo es el país.

Tomando en cuenta que la actividad económica fue significativa, pero mucho más el país, pudiera implicar dos posibles conclusiones: el marco legal tiene mayor similitud entre actividades económicas que entre países y el conocimiento e implementación de prácticas de gobierno corporativo ha sido más dinámico en algunos países que en otros, sin fuertes diferencias entre actividades económicas.

Los resultados concuerdan con lo que señala La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, (1998), quienes establecen que el término gobierno corporativo es percibido de manera diferente de un país a otro, refiriéndose a

diferentes temas, personas o instituciones y con diferente intensidad y naturaleza en función del país y de las circunstancias.

Sin embargo, aunque los resultados obtenidos no fueron los esperados, es indudable que la indagación en este nuevo enfoque del tema es un aporte valioso, ya que de forma alentadora puede llevar a investigaciones posteriores.

Como se ha dicho reiteradamente la calidad de gobierno corporativo es un concepto difícilmente medible, lo que dificulta su estudio. Es por esta misma razón que este es un campo de investigación abierto a ideas creativas para construir nuevas medidas y encontrar los determinantes claves. En este sentido, se recomienda a futuras investigaciones medir la calidad de gobierno corporativo por otras vías.

Otra investigación que pudiera ser valiosa en este campo, es hacer una comparación entre los determinantes del gobierno corporativo en países emergentes en comparación con los países desarrollados.

Como reflexión final, podemos decir que el mensaje más recurrente que surge de este trabajo es que la calidad de gobierno corporativo constituye una oportunidad de crecimiento para las empresas y en consecuencia para la economía en general.

BIBLIOGRAFÍA

1. Asociación Venezolana de Ejecutivos (AVE). La agenda AVE para la competitividad: Buen Gobierno Corporativo. www.ave.org.ve. Venezuela
2. Astorga, C., Beas P., Carmona J., Hoffa A., (2003), Gobierno Corporativo Como Instrumento De Creación De Valor. Tesis de Pre-grado.
3. Berle, A., Means, G., (1932), The Modern Corporation and Private Property. Reedición, 1991. Transaction Publishers.
4. Cadbury, A., (1992), The Financial Aspects of Corporate Governance. Gee and Co.
5. Cervantes, M., (2005), Principios De Buen Gobierno Corporativo Para Empresas No Cotizadas. Nota de prensa. ICA
6. Chong, A., López-de-Silanes, F., (2007). Corporate Governance in Latin America. Inter.-American Development Bank y University of Ámsterdam.
7. Confecámaras - CIPE, (2002), Marco Legal del Gobierno Corporativo en Colombia. Confecámaras , White Paper
8. Confecámaras - CIPE, (2003), Historia del Gobierno Corporativo en el Mundo Confecámaras , White Paper
9. Corporación Andina de Fomento, (2005), Gobierno Corporativo: todo lo que un empresario debe saber. (CAF)

10. Corporación Andina de Fomento, (2005), Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo. Eficiencia, equidad y transparencia en el manejo empresarial. (CAF).
11. Cuevas, L., (2006), Gobierno corporativo, columna vertebral del mercado de capitales; productividad y competitividad, metas.
12. Desmond, D., (2003), Herramientas y tendencias recientes en materia de Gobierno Corporativo en Venezuela.
13. Franks, J., Mayer, C., (1998), Bank control, takeovers and corporate governance in Germany, Journal of Banking & Finance.
14. Garay, U., (2001), El Mercado Bursátil Venezolano: Evolución y Perspectivas. Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA).
15. Garay, U., González, M., (2005), CEO and Director Turnover in Venezuela. Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA).
16. Garay, U., González, M., (2007), Corporate Governance and Firm Value: The case of Venezuela. Manuscrito no publicado
17. García, M., (2003), El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: Evidencia en las cajas de ahorros españolas. Tesis doctoral
Capítulo 1.
18. Gedajlovic, E., Shapiro, D., (1998), Management and ownership effects: evidence from five countries, Strategic Management Journal.
19. Gibson, M., (2003), Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets? Journal of Financial and Quantitative Analysis. 38: 231-250.

20. Jensen, M., Meckling, W., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics.
21. Jensen, M., (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, Journal of Applied Corporate Finance.
22. Kaplan, S., (1997), Corporate governance and corporate performance; a comparison of Germany, Japan and US. En D. Chew (ed.), Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. Oxford.
23. Klapper, L., Love, I., (2002), Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. World Bank Policy Research Paper. 2818.
24. Kojima, K., (1993), Corporate governance in Germany, Japan, and the United States: a comparative study. Kobe Economic and Business Review, 38th Annual Report Research Institute for Economics and Business Administration, Kobe University.
25. La Porta, R., López-de-Silanes, A., Shleifer F., Vishny, R., (1998), Law and Finance. Journal of Political Economy, 106: 1113-1155.
26. La Porta, R., López-de-Silanes, A., Shleifer, F., Vishny, R., (2000), Investor Protection and Corporate Governance. Journal of Financial Economics. 58: 3-27.
27. Leal, R., Carvalhal-da-Silva, A., (2004), Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). University of Rio de Janeiro (UFRJ). Brasil.

28. Leech, D., Manjón, M., (2002), Corporate governance in Spain (with an application of the power indices approach), European Journal of Law and Economics.
29. Lefort, F., Walker, E., (2005), The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile. Inter American Development Bank.
30. Loayza, V., (2003), Lecciones aprendidas más relevantes de las recientes reformas de gobierno corporativo en el Perú. Banco Interamericano de Desarrollo
31. Meneses, B., (2001), La aplicación de la estadística no paramétrica en la administración.
32. Morales, A. y otros, (2004), El gobierno corporativo y su influencia en el ambiente económico colombiano. Observatorio de la Economía Latinoamericana N° 33.
33. Neubauer, F., Lank, A., (2000), La Empresa Familiar: Como dirigirla para que perdure. Ediciones Deusto S.A.
34. OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico), (1999), OECD Principles of Corporate Governance. OECD.
35. Pindyck, R., Rubinfeld, D., (2000), Microeconomía, Prentice Hall, 4ta Edición, P. 546, España.
36. Pizzolante, I., (2004), El Gobierno Corporativo y la Realidad Latinoamericana. Entrevista

37. Ricart, J., Álvarez, M., Gallo, M., (1999), Governance mechanisms for effective leadership: the case of Spain, Corporate Governance: An International Review.
38. Smith, A., (1776), The Wealth of Nations, Libro 5, Capitulo 1. Reimpreso por Putterman Louis y Randall S. Korszner (Editores), The Economic Nature of the Firm, A Reader, (1996), Second edition. Cambridge University Press.

ANEXOS

Anexo N° 1: Lineamientos de Gobierno Corporativo para la Comunidad Andina:
Resumen de medidas y recomendaciones aplicables selectivamente por tipo de empresa

I. DERECHOS Y TRATO EQUITATIVO DE LOS ACCIONISTAS

1. Los Estatutos Sociales recogerán el principio de una acción un voto, salvo las acciones privilegiadas sin voto.

2. Las propuestas referidas a operaciones societarias como ampliaciones de capital, escisiones, fusiones u otras, que pudieran afectar negativamente al derecho de no dilución de los accionistas, deberá estar necesariamente respaldadas por una opinión independiente emitida por un asesor externo de reconocida experiencia y solvencia profesional designado preferiblemente por los Directores Externos Independientes.

3. Las sociedades tendrán que implementar mecanismos permanentes de comunicación con los inversores y accionistas, a través de los cuales éstos puedan requerir información, salvo la confidencial o irrelevante, plantear cuestiones de interés corporativo o asociadas a su condición de accionistas,

más allá de la información a proveer con ocasión de la Asamblea General de Accionistas, y cuya respuesta será difundida al mercado, no privilegiando al accionista solicitante respecto a los demás.

4. Las grandes compañías y las empresas listadas con amplia difusión de su accionariado deberán contar con una página web corporativa, que actúe como mecanismo de participación e información para con los accionistas y los mercados. Las compañías no listadas deberán mantener una comunicación fluida con sus accionistas, para lo cual deberán tener identificado al conjunto de su accionariado.

5. Las sociedades deben garantizar el derecho de todos los accionistas a conocer los quórum para la constitución de la Asamblea General de Accionistas, el régimen de adopción de acuerdos sociales y la posible exigencia de quórum reforzado para aquéllas operaciones que afecten de manera significativa a los derechos de los minoritarios, así como las limitaciones al derecho de asistencia.

6. El régimen de transmisión de las acciones deberá ser público en todo caso. Para las compañías no cotizadas, se deberá prever el derecho de coventa (*tag along*) de los accionistas minoritarios en el caso de operaciones que supongan el cambio de control de la sociedad. Para el resto de compañías, se deberá

eliminar cualquier mecanismo que pueda considerarse como un blindaje anti-OPA.

II. LA ASAMBLEA GENERAL DE ACCIONISTAS.

7. Los Estatutos de las sociedades deben reconocer a la Asamblea General de Accionistas su condición de órgano supremo, definiendo con claridad sus funciones indelegables, entre las que no se pueden omitir, el nombramiento de los auditores o la aprobación de la política de retribución de los directores.

8. Las grandes compañías, las empresas listadas y las anónimas y abiertas con una gran base accionarial, deberán tener un Reglamento de Régimen Interno de Organización y Funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas, de carácter vinculante, y cuya trasgresión acarree responsabilidad.

9. Las sociedades determinarán estatutariamente el derecho de los accionistas que representen una participación significativa del capital social a promover la convocatoria de una Asamblea General de Accionistas, que deberá celebrarse en un plazo razonable y respetando íntegramente la Agenda propuesta por los promotores.

10. Los Estatutos fijarán el plazo, los medios de convocatoria, el contenido mínimo del anuncio, y el detalle de los puntos contenidos en la agenda, de modo que se facilite al máximo la asistencia del mayor numero de accionistas y la comprensión de todos los asuntos contenidos en la agenda, evitando menciones genéricas.

11. La compañía debe establecer los medios para facilitar el ejercicio del derecho de información de todos los accionistas con carácter previo a la celebración de la Asamblea y durante el desarrollo de la misma, teniendo siempre en consideración que la información debe ser completa, correcta y transmitida a todos los accionistas por igual y con tiempo suficiente para su análisis.

12. Las sociedades que deban mantener página web promoverán y ofrecerán a los inversores institucionales y a los accionistas con una participación significativa la posibilidad de hacer pública su política de participación en la Asamblea General de Accionistas así como el sentido de su voto en relación con cada uno de los puntos de la Agenda.

13. Las sociedades, a través de los Estatutos y/o el reglamento de la Asamblea, implementarán los procedimientos necesarios para promover la participación activa de los accionistas en la Asamblea General.

14. Se fomentará la utilización de medios electrónicos, tanto para la convocatoria de las Asambleas como para la emisión del voto a distancia de los accionistas sobre los puntos de la agenda, que en este caso serán computados como presentes.

15. Los Estatutos deberán prever la facultad de los accionistas de solicitar el cese o ejercicio de acciones de responsabilidad contra los miembros del Directorio en cualquier momento de la celebración de la Asamblea, aunque no estuviese incluido previamente en la agenda de la misma.

16. Para promover la participación de los accionistas en la Asamblea General, la sociedades admitirán la agrupación de accionistas y limitarán al máximo la delegación de voto a favor del Directorio, sus miembros, y miembros de la alta dirección. El administrador que obtenga la representación no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a las acciones representadas en aquellos puntos de la Agenda en los que se encuentre en conflicto de intereses.

17. Con el objeto de limitar por parte de los accionistas las delegaciones en blanco, las sociedades promoverán entre sus accionistas el uso de mecanismos transparentes de delegación del voto, de tal forma que el modelo de solicitud de delegación deberá incluir, al menos, la Agenda de la Asamblea General de Accionistas y requerirá al accionista que incluya el sentido de su voto para cada

punto de la Agenda indicándole el sentido en que votara el representante en caso de que no se impartan instrucciones precisas.

18. Se fomentará y facilitará la asistencia a la Asamblea General de Accionistas de todos aquellos ejecutivos o asesores externos que con su presencia y explicaciones a los accionistas contribuyan a facilitar la comprensión y clarificación de los temas a tratar.

III. EL DIRECTORIO

19. Las sociedades, cualquiera que fuera su tipo societario, deberán tener un Directorio con un número de miembros que sea suficiente para el adecuado desempeño de sus funciones.

20. Los Estatutos deberán fijar las funciones de supervisión, evaluación y estrategia del Directorio, que serán indelegables.

21. El Directorio deberá velar por la integridad de los sistemas de contabilidad, el establecimiento de sistemas de control de riesgos y, en particular, las operaciones *off-shore*.

22. Las sociedades deberán contar con un Reglamento de Régimen Interno de Organización y Funcionamiento del Directorio, de carácter vinculante para sus miembros y cuya trasgresión acarree su responsabilidad.

23. Los Estatutos determinarán el número mínimo y máximo de miembros del Directorio que permita una eficaz administración y gobierno de la compañía, y promoverán la participación activa de los directores que representen a los accionistas significativos (directores externos no independientes).

24. El Directorio podrá estar integrado por directores internos y externos, que podrán ser independientes o no independientes. En el nombramiento de los directores se tratará de reflejar al máximo la estructura accionarial de la sociedad. El Directorio podrá estar formado en su totalidad por directores externos, que salvo para las empresas cerradas, serán siempre una amplia mayoría.

25. Los directores deberán elegirse por un procedimiento formal y transparente, definido por el Reglamento de Régimen Interno de Organización y Funcionamiento del Directorio, correspondiendo a la Comisión de Nombramientos y Retribuciones la propuesta inicial de los candidatos, que deberá verificar los requisitos de elegibilidad de los mismos, de tal forma que los accionistas tengan pleno conocimiento del perfil de los candidatos.

26. La sociedad únicamente podrá designar como directores independientes a aquellas personas que cumplan con los requisitos de trayectoria profesional, honorabilidad, y absoluta desvinculación con la compañía o su personal, y promoverá su carácter independiente mediante declaración pública suscrita tanto por el propio director designado como por el Directorio en relación a su independencia.

27. Los Estatutos fijarán las causales por las que se pueda cesar a los directores así como su obligación de dimitir inmediatamente cuando dejen de cumplir las condiciones para su designación o puedan causar un daño al prestigio o buen nombre de la compañía.

28. El alcance de los deberes de diligencia, lealtad, no competencia y secreto, así como los derechos de uso de los activos sociales, información y auxilio de expertos, internos o externos, quedarán recogidos en los Estatutos Sociales.

29. Los directores tendrán que declarar todas las relaciones, directas o indirectas, que mantengan entre ellos, con la sociedad, con proveedores, clientes o cualquier otro grupo de interés de las que pudieran derivarse situaciones de conflicto de interés o influir en la dirección de su opinión o voto.

30. Los Estatutos de la sociedad deberán prever el manejo de las situaciones de conflicto de interés incluyendo la obligación de los directores afectados de ausentarse o inhibirse en las deliberaciones y en las votaciones sobre este tipo de situaciones u operaciones asociadas a estas.

31. Se reconocerá expresamente el derecho de información del Director, tanto en cualquier momento para el correcto ejercicio de sus funciones, como el de recibir con antelación suficiente la información concreta de los asuntos a tratar en las reuniones del Directorio.

32. Los Estatutos recogerán las reglas para la fijación y transparencia de la retribución de los directores. La Asamblea General de Accionistas fijará la política de retribución, siempre previa propuesta razonada del Directorio, que, como norma general, deberá contemplar mecanismos mixtos, vinculando una parte de la retribución a componentes variables en función del desempeño empresarial. La Comisión de Nombramientos y Retribuciones fijará la retribución concreta de cada director.

33. La retribución de los directores será transparente. El informe anual de gobierno corporativo incluirá la información de la remuneración por todos los conceptos percibida por el conjunto de los directores.

34. No podrá existir ningún otro tipo de retribución distinta de la publicada en el informe anual de gobierno corporativo, sin que pueda darse ninguna otra retribución adicional o encubierta, ni asunción de gastos, ni prestaciones en especie no contemplada en el mismo.

35. El Presidente del Directorio y, en su caso, el Vicepresidente deberán ser elegidos de entre los miembros externos del Directorio y sus funciones y responsabilidades estarán fijadas con detalle en los Estatutos Sociales y el Reglamento de Régimen Interno de Organización y Funcionamiento del Directorio.

36. El Presidente del Directorio, que no deberá coincidir con la figura del Ejecutivo Principal, no podrá tener voto dirimente, salvo que excepcionalmente fuera imprescindible para formar la mayoría en caso de vacante en el Directorio, siempre y cuando no existan directores suplentes.

37. El Directorio deberá nombrar un secretario que velará por la legalidad formal, material y estatutaria de las actuaciones del Directorio y la observancia de los principios de buen gobierno.

38. Los Estatutos fijarán las funciones y competencias del ejecutivo principal, que podrá ser director, y en todo caso, estará sujeto a su mismo régimen de responsabilidad.

39. El Directorio deberá ser convocado periódicamente y siempre que lo requieran los intereses de la sociedad a instancia del presidente, del vicepresidente, o de más de un director.

40. El Directorio conformará en su seno comisiones para ejercer ciertas funciones y en particular, la de auditoria y la de nombramientos y retribuciones, constituidas exclusivamente por directores externos. No obstante lo anterior, el Directorio asignará competencias por áreas a cada uno de los Directores, que serán responsables de su seguimiento y control.

41. Las operaciones con partes vinculadas deberán ser autorizadas por el Directorio, con informe y propuesta de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, o en su defecto del Director Externo Independiente, con una mayoría cualificada de, al menos, las tres cuartas partes de los miembros del Directorio y deberán ser publicitadas.

42. El Directorio deberá evaluar con una periodicidad al menos anual el cumplimiento por su presidente, vicepresidente, secretario y las comisiones

delegadas que se hayan constituido, de sus funciones y las medidas reconocidas en este Código así como otras recomendaciones que puedan adoptarse de gobierno corporativo.

IV. INFORMACIÓN FINANCIERA Y NO FINANCIERA

43. El Directorio deberá formular los estados financieros mediante la adecuada utilización de los principios contables contenidos en las normas internacionales de contabilidad, de manera tal que no haya lugar a salvedades por parte del auditor y que los riesgos asumidos por la compañía queden totalmente identificados sobre la base de criterios de prudencia.

44. La Asamblea General de Accionistas nombrará al auditor externo independiente a propuesta del Directorio previa recomendación del Comité de Auditoría, que no podrá proponer auditores que hayan sido objeto de inhabilitación o cualquier otro tipo de sanción.

45. La sociedad no podrá contratar con su auditor, o personas o entidades a él vinculadas, servicios distintos al de auditoría.

46. En el caso de grupos consolidables, el auditor externo deberá ser el mismo para todo el grupo incluidas las filiales *off shore*.

47. Los Estatutos Sociales deberán contener las normas, plazos y prórrogas para la contratación del auditor externo y contemplar la opción de rotar al socio responsable y a los equipos de trabajo de la firma auditora o por rotar a la Misma.

48. El Directorio informará a la Asamblea de la remuneración del auditor externo por todos los conceptos y del porcentaje que dicha remuneración supone respecto a la facturación total de éste.

49. Los pactos entre accionistas de sociedades cotizadas, que afecten a la libre transmisibilidad de las acciones o al derecho de voto en las asambleas, habrán de ser comunicados con carácter inmediato a la propia sociedad y al mercado.

50. Anualmente, el Directorio deberá aprobar y publicar un informe de gobierno corporativo que deberá incluir el grado de cumplimiento de estas medidas, así como, entre otros, el detalle de la información corporativa y la información sobre las partes vinculadas y conflictos de interés.

V. RESOLUCIÓN DE CONTROVERSIAS

51. Los Estatutos incluirán una cláusula compromisoria que establezca que cualquier disputa, salvo aquellas reservadas legalmente a la justicia ordinaria, entre accionistas relativa a la sociedad, entre accionistas y el Directorio, la impugnación de acuerdos de la Asamblea y el Directorio, y la exigencia de responsabilidad a los directores deberán someterse a un arbitraje ante una institución local independiente.

ANEXO N°2: “Diagnostico de Gobierno Corporativo en la Comunidad Andina”