

Q DE TOBIN Y GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS LISTADAS EN BOLSA¹

Andrés Langebaek R.

Jaime Eduardo Ortiz E².

Resumen

El trabajo evalúa el estado de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas que negocian acciones ordinarias en la Bolsa de Colombia. Esta tarea se lleva a cabo mediante la construcción de un Índice de Gobierno Corporativo construido con información pública. Por otra parte se mide el impacto que las buenas prácticas de gobierno corporativo tienen sobre la relación del valor de mercado al valor en libros de las empresas (“q” de Tobin).

Abstract

This paper presents a quality index of the corporate governance practices of group of firms that trade ordinary shares at the Colombian Stock Exchange. This index is constructed with public available information. It also describes, for the same group of firms, the results of a Tobit model that explains the influence of these practices on the relation of their market to book value (Tobin's q).

Clasificación JEL: G-30, G-38, L-20

Palabras Claves: “q” de Tobin, Gobierno Corporativo, Bolsa de Valores, Regulación Financiera.

¹ “La serie *Borradores de Economía* es una publicación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Los trabajos son de carácter provisional, las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva”.

² nlangeru@banrep.gov.co; jaimееortiz@gmail.com Los autores quieren agradecer de manera muy especial la asesoría econométrica de Diego M. Vásquez. También expresan su gratitud con la Superintendencia Financiera, la Bolsa de Valores de Colombia e IBOPE Colombia S.A por la colaboración prestada en la consecución de la información. Se agradecen los comentarios de Alberto José Uribe y Carlos Pombo.

1. Introducción.

A partir de los años 90 se ha acopiado evidencia empírica que permite confirmar la relación entre el crecimiento económico y el tamaño, la estabilidad y la cobertura de los sistemas financieros y del mercado accionario. Por ejemplo, Demirgüç-Kunt y Levine (1996) verifican la relación entre el número de empresas listadas y la capitalización bursátil con el crecimiento. Algo similar encuentran Beck y Levine en un trabajo posterior (2001).

La literatura también sugiere al menos tres argumentos que justifican la importancia de los mercados de capital. En primer lugar, Levine (1991) desarrolla un modelo en el cual el mercado de capitales contribuye al crecimiento a través de la mayor inversión en capital físico y humano que se produce a consecuencia de la reducción en el riesgo de liquidez y en la vulnerabilidad de las empresas que cotizan en bolsa ante los *shocks* de productividad³. Por otra parte, la literatura reconoce la importancia de los mercados accionarios al permitir combinar recursos para financiar proyectos de gran envergadura (Greenwood y Smith, 1997) con la consecuente mejora en la asignación del ahorro. Finalmente, los mercados de acciones contribuyen a difundir información de aquellos agentes que poseen información a aquellos que no la tienen. (Grossman y Stiglitz, 1980).

Las bondades de los mercados de acciones que hemos mencionado pueden limitarse, sin embargo, por la aparición de problemas de agencia. Barle y Means (1932) presentan la hipótesis de que en los Estados Unidos, el verdadero control de las empresas reposaba más en los administradores que en los accionistas señalando además que los intereses de unos y otros no tenían porqué coincidir. Jensen y Meckling (1976) formalizan este argumento, proponiendo la posibilidad de conductas oportunistas por parte de los administradores en presencia de asimetrías de información. Los escándalos producidos por varias empresas de renombre internacional, a principios de este siglo, ponen de manifiesto la realidad del abuso por parte de los administradores.

Frente a los problemas de agencia registrados en los últimos años, los organismos de supervisión han reaccionado endureciendo las normas y mejorando los mecanismos de control. En los Estados Unidos se expide en 2002 la ley Sarbanes-Oxley y en el caso colombiano la Ley 964 de 2005. Las normas legales ha sido frecuente acompañadas por la adopción de estándares de carácter voluntario por parte de las empresas. Estos estándares, que suelen ser más estrictos que los contemplados por la ley son conocidos como

³ El primer efecto está relacionado con la menor disposición a invertir por parte de los agentes cuando la falta de liquidez de una acción obliga a su propietario a venderla con un descuento desproporcionado. El segundo efecto, tiene que ver con la facilidad que tiene la separación de la propiedad y la gestión de una empresa para que un propietario venda su participación en el capital sin que haya interrupciones en los procesos productivos.

*códigos de gobierno corporativo*⁴. Tanto las normas establecidas en la ley como las voluntarias buscan mejorar la confianza de los inversionistas y aumentar los niveles de inversión en las empresas.

Este trabajo tiene un doble propósito: por una parte evalúa el estado de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas que negocian acciones ordinarias en la Bolsa de Colombia⁵. Esta tarea se lleva a cabo mediante la construcción de un Índice de Gobierno Corporativo (IGC). Por otra parte se mide el impacto que las buenas prácticas de gobierno corporativo tienen sobre los costos de financiación del capital de las empresas. Esta parte del trabajo se desarrolla mediante la construcción de un modelo econométrico que explica los determinantes de la relación del valor de mercado al valor en libros de las empresas (“q” de Tobin).

El documento se organiza de la siguiente forma; en la sección dos se revisan algunos trabajos empíricos que relacionan la calidad del gobierno corporativo de las empresas con su valor de mercado. En la sección tres se presentan en los resultados del IGC construido para 57 sociedades que cotizan en bolsa. En la sección cuatro se presenta el modelo heurístico para explicar el comportamiento de la “q” de Tobin y se presentan las fuentes de información utilizadas. En la sección cinco se exponen los resultados y su interpretación. Por último, presentamos algunas conclusiones y recomendaciones.

2. Antecedentes⁶.

En los últimos años se han realizado numerosos intentos tanto por medir las prácticas de gobierno corporativo como para verificar estadísticamente los beneficios de las buenas prácticas. A continuación se resumen los trabajos más importantes.

Con respecto a la construcción de índices de gobierno, se destacan los trabajos de Black (2001) para Rusia y de Klapper y Lowe (2004) para 14 países. Los trabajos de Leal y Carvalhal-Da-Silva (2005) y Garay et al (2005) para Brasil y Venezuela respectivamente, utilizan información de carácter público para la construcción de los índices de gobernabilidad lo cual, como se verá posteriormente, resulta muy conveniente frente a la alternativa de obtener información a través de encuestas.

En cuanto a la medición del impacto de la adopción de mejores prácticas, el trabajo de Bhagat y Romano (2001) aplica la técnica de estudio de eventos⁷

⁴ Siguiendo a Oman et. al (2003) se puede definir el Gobierno Corporativo de una empresa como el conjunto de prácticas formales e informales que regulan la relación entre administradores e inversionistas y entre los diferentes tipos de socios o accionistas.

⁵ Se toman exclusivamente las empresas con acciones ordinarias puesto que el tomar otros títulos (como las acciones preferenciales) puede generar valoraciones no comparables por parte de los inversionistas.

⁶ El contenido de esta sección se basa en Langebaek (2006).

⁷ Este método se sustenta en la idea de que un evento afecta los precios de las acciones. Estos impactos se analizan investigando los cambios de precios que se registran en días previos y posteriores a la realización del evento.

para analizar el efecto sobre los precios de las acciones cuando implementan diferentes medidas de Gobierno Corporativo. Black (2001) encuentra una alta correlación entre un índice de gobernabilidad y la capitalización bursátil de 21 empresas en Rusia. Por otra parte, Klapper L. y Love I.(2002), con base en información de 14 países encuentran una relación positiva entre un indicador de la calidad del Gobierno Corporativo y su desempeño económico. La misma relación encuentran Black y Kim (2005) para 515 empresas listadas en la Bolsa de Corea y los trabajos señalados de Leal y Carvalhal-Da-Silva (2005) y Garay et al (2005).

En el caso colombiano, Pombo y Gutiérrez (2006) construyen un índice de la calidad de gobierno corporativo para un grupo de 43 empresas mediante la aplicación de una encuesta.⁸ Al relacionar este indicador con el desempeño de la firma encuentran que aunque su signo es el esperado no resulta ser estadísticamente significativo. La aplicación de un cuestionario a las empresas tiene sin embargo algunos inconvenientes: por un lado, las respuestas dadas por los administradores de las empresas pueden ser muy diferentes a las que otros grupos (accionistas y accionistas minoritarios en particular) podrían dar. De otro lado, es posible que las empresas que no responden a un cuestionario sean precisamente aquellas que tienen malas prácticas de gobierno corporativo lo cual podría generar un sesgo de selección.

Este trabajo parte de la construcción de un nuevo Índice de Gobierno Corporativo (IGC) que contempla recomendaciones que sobre el tema han realizado organismos internacionales⁹. El índice permite medir el grado de cumplimiento de 20 criterios o mejores prácticas. La información se obtiene de la lectura de documentos societarios de carácter público (*estatutos, códigos de gobierno, actas de asamblea e informes anuales* disponibles en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)). Esta forma de construir el índice además de evitar los problemas de sesgo de selección y la subjetividad de quien responde un cuestionario tiene las siguientes ventajas adicionales: i) el índice refleja lo que el mercado conoce sobre las sociedades. Esto es importante porque el segundo objetivo de este trabajo es medir qué tanto impacto tienen las mejores prácticas sobre la valoración que de las empresas hacen los inversionistas, y ii) el trabajar con información pública permitió aumentar el número de empresas consideradas. Para esta investigación se logró acopiar información para 57 empresas.

Otro valor agregado de este trabajo es el uso de técnicas econométricas idóneas (modelo Tobit) para estimar los efectos de las prácticas de gobierno corporativo sobre el valor de las empresas. En la sección cuatro volveremos sobre este punto.

En la próxima sección se presenta la metodología de construcción del IGC y se describen sus resultados.

⁸ Vale la pena destacar que este trabajo controla por propiedad directa, control corporativo y afiliación a grupo económico; hecho que representa un avance importante frente al modelo planteado por La Porta (2000).

⁹ Libro Blanco de Gobierno Corporativo para América Latina de la OECD (2004) y los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo, CAF (2005).

3. Indicador de Gobierno Corporativo (IGC)

En esta sección se presentan los resultados de un indicador de Gobierno Corporativo construido mediante consulta de información pública (documentos societarios, estados financieros y otros indicadores) tal como ha sido aplicado por los trabajos de Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) y de Garay et al (2005).

El indicador se construye para el año 2005 en atención a los siguientes factores: i) se dispone de información para un número mayor de empresas¹⁰ y ii) la Ley 964 que entró en vigencia en 2006 introdujo reformas en cuanto a tamaño y composición de las juntas directivas con lo cual se puede evaluar el impacto de esta Ley.

Como es tradicional el indicador analiza el cumplimiento de las siguientes cuatro áreas críticas del gobierno corporativo de las sociedades: i) trato equitativo entre los accionistas, ii) organización y funcionamiento de las asambleas, iii) la administración y la junta directiva, y iv) revelación de información financiera y no financiera. Los criterios que fueron tenidos en cuenta en cada área se aprecian en el cuadro 1.

¹⁰ Después del año analizado se efectuó la consolidación de varias empresas y el retiro de otras de la Bolsa.

Cuadro 1 **Índice de Gobierno Corporativo**

1. Asamblea General de Accionistas

1.1 - ¿Existe dentro de los Estatutos un reglamento de Régimen Interno de Organización y Funcionamiento de la Asamblea general de accionistas, de carácter Vinculante, y cuya trasgresión acarree responsabilidad?

1.2 - ¿Con que tiempo de anticipación se citó a la última asamblea de accionistas?

1.3 – ¿Contempla los estatutos quórum reforzados a o mayoría Calificada para ciertas operaciones?

2. Junta Directiva

2.1 - ¿Se contempla dentro de los Estatutos o el Código de Gobierno Corporativo un reglamento de organización y función de la Junta Directiva?

2.2 - ¿Cuántos son los miembros de la Junta Directiva?

2.3 - ¿Es el número de miembros de la Junta Directiva Impar?

2.4 - ¿Existen Directores o miembros de Junta independientes?

2.5 - ¿Está dentro de los estatutos la fijación de reglas para la retribución de los miembros de la Junta Directiva?

2.6 - ¿Son el presidente de la Junta Directiva y el Presidente Ejecutivo la misma persona?

2.7- ¿Posee la empresa un Comité de auditoria?

3. Revelación de Información

3.1- ¿Se encuentran Publicadas en el informe anual las remuneraciones de los miembros de Junta?

3.2- ¿Existe una página en Internet que publique información sobre el gobierno corporativo?

3.3- ¿Existe un informe anual de Gobierno corporativo o en el informe anual se encuentra publicado un capítulo sobre Gobierno corporativo?

3.4- Incluyen los documentos societarios la revelación y gestión de conflictos de interés ó incluye el reporte anual de la compañía divulgado públicamente, información sustancial y de hecho de potenciales conflictos de intereses, tales como transacciones con empresas relacionadas'?

3.5- ¿Ha impuesto la Superintendencia Financiera alguna sanción a la empresa por malas prácticas de Gobierno Corporativo?

3.6- ¿Usa la compañía alguna de las firmas líderes en auditoria?

4. Trato Equitativo

4.1 - ¿Otorga la empresa derechos de coventa?

4.2 - Presenta la compañía obstáculos a la libre transmisión de acciones?

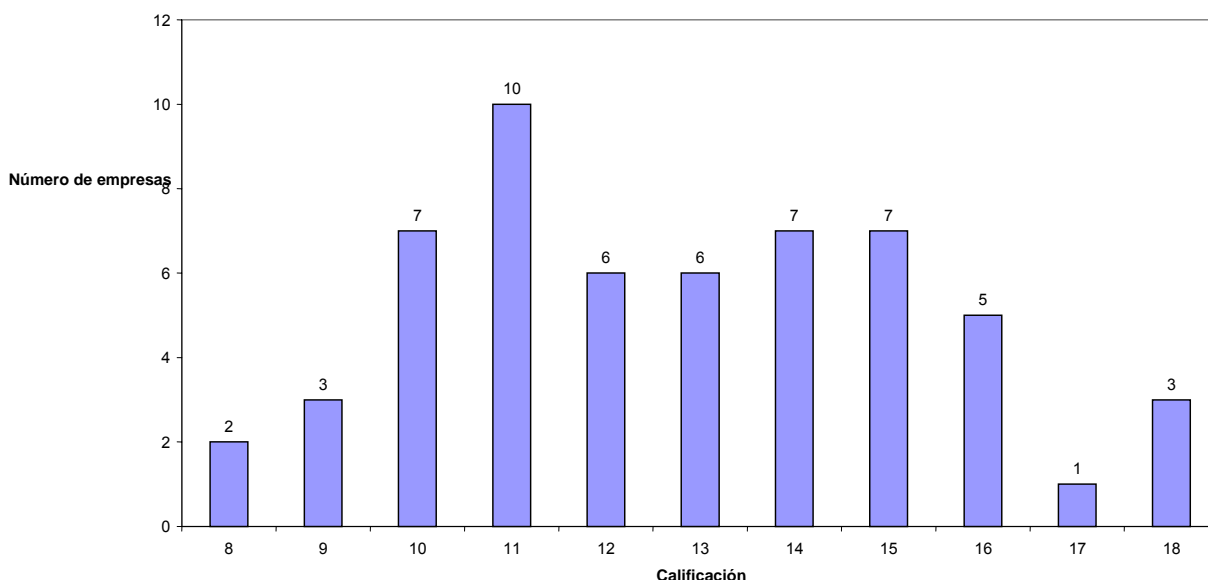
4.3 - ¿Es la estructura de propiedad de la empresa piramidal?

5. Otros

5.1- ¿Existe en las Estatutos la cláusula compromisoria? (Cláusula por la cual; los conflictos de interés no se llevan a la Justicia ordinaria, sino que son solucionados por reconciliación o arbitraje)

Como se observa, la mayor parte de los criterios constituyen variables dicótomas (se cumple o no el criterio) que son codificadas como cero si no se cumple o uno si se cumple. En los casos en que la respuesta no es dicótoma, como el tamaño de las juntas directivas o el tiempo de antelación para citar a una asamblea, las respuestas se codifican como unos si entran en el rango recomendado y ceros en caso contrario.¹¹ El IGC se obtiene de la suma simple de los puntajes obtenidos en los diferentes criterios. En consecuencia, un número mayor del índice sugiere que la empresa tiene mejores prácticas de gobierno. En el anexo 1 se presenta en detalle los resultados para cada uno de los criterios. En las gráficas 1 y 2 se presentan los datos agregados.

Gráfico 1
Número de empresas según valor del IGC

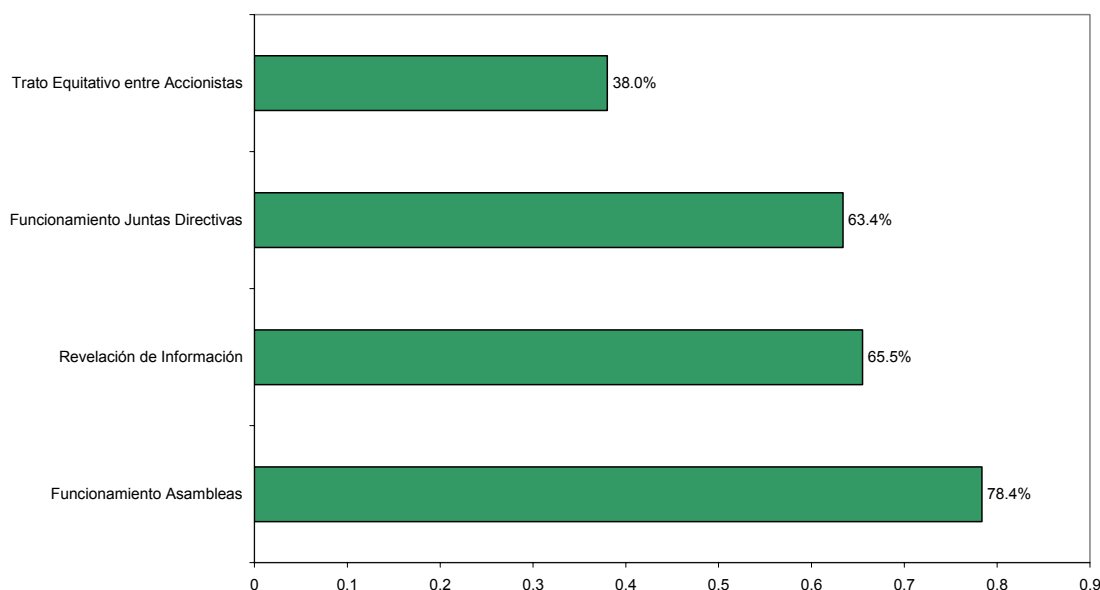


En el gráfico 1 se aprecia un histograma del número de empresas según valor del IGC. El máximo puntaje fue de 18, obtenido por 3 empresas y, el puntaje mínimo fue de 8 puntos, alcanzado por dos sociedades. El valor más frecuente en la muestra es de 10. En promedio las empresas cumplen con 12.7 criterios del máximo de 20.

De esta información se desprenden dos conclusiones importantes: i). se observa que el nivel promedio del índice no es alto, lo que sugiere que en promedio las empresas tienen un gran camino por recorrer para mejorar su gobierno corporativo, y ii) se destaca la presencia de una importante dispersión del IGC lo que nos indica que existe una considerable heterogeneidad en las prácticas de gobierno de las sociedades que cotizan en bolsa.

¹¹ En el caso del tamaño de las juntas directivas el rango recomendado es entre 5 y 9 miembros. En el caso de la citación a juntas directivas la recomendación es que se cite con mínimo 15 días hábiles.

Gráfico 2
Cubrimiento por tema



Resulta de gran interés analizar los resultados obtenidos para cada una de las cuatro áreas consideradas. Con este propósito se construyó un índice de cubrimiento calculado como la relación entre el número criterios de cada área cumplidos por las 57 empresas sobre el puntaje máximo obtenible.¹², (Ver gráfico 2). De esta información se puede concluir lo siguiente:

1. E área más crítica es la de trato equitativo entre los accionistas. El índice de cubrimiento alcanza un 38%. Como se observa en el anexo 1, esto se debe a la ausencia generalizada de derechos de coventa¹³ y a la presencia en los estatutos de cláusulas que establecen el derecho de preferencia de los socios actuales para la adquisición de nuevas emisiones¹⁴. La ausencia de derechos de coventa facilita la expropiación de los accionistas minoritarios cuando hay cambio en el control de la empresa. La presencia de derechos de preferencia se convierte en un obstáculo a la libre transmisión de acciones, lo que puede desvalorizar el precio de una compañía.
2. La segunda área crítica es el funcionamiento de las juntas directivas con un índice de cubrimiento del 63.4%. A la fecha de corte de este trabajo existían pocas empresas con miembros de junta independientes y muy

¹² El número de puntos obtenibles es el total de criterios (cumplidos y no cumplidos) por área.

¹³ Recordamos que este derecho es entendido como la obligación que tiene el adquirente de acciones de una compañía de ofrecer la compra a los minoritarios de sus títulos en proporción a la estructura de propiedad existente y en las mismas condiciones económicas que se ofrecen a los accionistas mayoritarios.

¹⁴ El derecho de preferencia establece la prioridad que tienen los accionistas de una compañía para adquirir nuevas emisiones de acciones. Esto se produce a pesar de que el Código de Comercio en su artículo 407, establece que se entenderá por no escrita la cláusula que consagre cualquier restricción a la libre negociación de acciones en empresas que cotizan en bolsa.

pocas manifiestan tener reglamentos de convocatoria y funcionamiento de la junta directiva. Una de las circunstancias que contribuye a que el índice de cubrimiento en esta área no sea tan bajo es la baja frecuencia con la que coincide, en la misma persona, el cargo de presidente de la junta y de presidente ejecutivo. Esta circunstancia –que fue posteriormente consagrada en la Ley 964- es sin duda positiva y marca una diferencia frente a otros países del continente.

3. En lo que a revelación de información se refiere, el índice de cobertura alcanzado, un 65.6%, se explica fundamentalmente por la falta de informes anuales de Gobierno Corporativo o de algún capítulo sobre la materia en el informe anual. Adicionalmente, analizando los documentos societarios se encontró que apenas 31 empresas suministra información referente a la gestión que las juntas deben dar a los conflictos de interés de sus miembros¹⁵.
4. El área menos crítica corresponde a la convocatoria y funcionamiento de las asambleas con un índice de cobertura del 78.4%. Este resultado se debe, en buena medida, a que el Código de Comercio contempla quórum especiales para la distribución de utilidades y para la reforma de estatutos. Esto significa que para cualquiera de estas actividades se requiere algo más que la mayoría simple para aprobar una decisión. Asimismo se encontró que las asambleas se citan con suficiente antelación: en prácticamente todos los casos el número de días de antelación para citar a una asamblea supera con holgura lo establecido por la ley.

En esta sección se presentó la metodología del indicador de gobierno corporativo y los resultados de su cálculo para un conjunto de empresas que cotizan en bolsa. En la próxima se abordará el segundo objetivo de este trabajo: la construcción de un modelo heurístico que permite determinar la influencia de IGC sobre la “q” de Tobin.

4. Gobierno Corporativo y desempeño de las empresas.

Siguiendo la literatura tradicional en este tema, se puede especificar el valor de la “q” de Tobin de la siguiente manera:

$$q_i = \beta_1 + \beta_2 ROA_i + \beta_3 AP_i + \beta_4 SP_i + \beta_5 BD_i + \beta_6 IGC_i + \beta_7 CP_i + \beta_8 C \& T_i \quad (1)$$

$i = 1, 2, \dots, n$

¹⁵ Es interesante mencionar que a este respecto la Ley 222 de 1995 establece que los “administradores deberán abstenerse de participar por sí o por interpuesta persona en interés personal o de terceros, en actos respecto de los cuales exista conflicto de intereses, salvo autorización expresa de la junta de socios o asamblea general de accionistas”. (Art. 23).

Donde, *ROA* indica la utilidad sobre los activos, *AP* es el porcentaje de apalancamiento de la sociedad, *SP* el acervo de publicidad, *BD* corresponde a un indicador de bursatilidad de la acción, *IGC* al índice de gobierno corporativo que se analizó en el capítulo anterior, *C & T* el gasto en ciencia y tecnología y finalmente *CP* es un indicador relacionado con la estructura de concentración de la propiedad de las empresas. El subíndice *i* corresponde a la empresa *i* y *n* al total de sociedades.

En este trabajo se asume que la causalidad va del *IGC* a la “*q*” de Tobin y que la relación es positiva: a mayor calidad de gobierno corporativo, mayor disposición a pagar por parte de los inversionistas. Sin embargo esta no es ni la causalidad ni el signo que se asume siempre. En cuanto a la causalidad inversa, Klapper y Love (2002) argumentan que una empresa con buenas perspectivas de crecimiento es más propensa a adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo con el fin de reducir su costo de capital y adelantar proyectos de inversión. En este caso la causalidad va de la “*q*” de Tobin al *IGC*. De otra parte, Jensen (1986) plantea la posibilidad de que la causalidad sea inversa y de signo contrario al que hemos supuesto. En efecto, señala que en empresas con buenas perspectivas de crecimiento, los administradores tendrán más incentivos a abusar de los activos de la sociedad o invertir en activos suntuarios (oficinas lujosas, clubes privados etc.).

La posibilidad de que la causalidad no vaya en el sentido que esperamos genera problemas de endogeneidad que afectan las propiedades del estimador de los parámetros del modelo. El tratamiento de este problema se deja para la próxima sección.

A continuación se describen los argumentos que justifican la inclusión de las diferentes variables en la ecuación y se comentan las fuentes de información utilizadas. (1):

4.1 Variable dependiente: “*q*” de Tobin.

La literatura suele incluir como variable dependiente en este tipo de modelos el retorno de los activos (*ROA*) o la “*q*” de Tobin. Se prefiere este último indicador por cuanto el valor de mercado de una empresa, tal como lo señalan Griliches (1981) y Lindenberg y Ross (1981), depende del valor presente de los beneficios esperados derivados de la inversión en capital físico y de todos los activos intangibles que generan renta. Las prácticas de gobierno corporativo son precisamente parte de estos activos intangibles (competencias organizacionales) cuyos beneficios se espera permanezcan en el tiempo independientemente del vaivén de la rentabilidad en el corto plazo.¹⁶

Si bien este trabajo muestra una preferencia por la “*q*” de Tobin como variable dependiente, como corolario del párrafo anterior, consideramos importante incluir el *ROA* como variable de control con la esperanza de

¹⁶ Dentro de los activos intangibles se encuentran aquellos factores especiales que la firma posee y que generan barreras de entrada a la competencia. Incluye las patentes y las competencias organizacionales.

capturar determinantes coyunturales y el efecto de otros activos intangibles no incluidos en el modelo.

Aunque existen metodologías sofisticadas para el cálculo de la “q” de Tobin¹⁷, utilizamos la información que produce y publica diariamente la Bolsa de Valores de Colombia, que corresponde al valor de mercado del patrimonio sobre su valor en libros¹⁸.

4.2. Apalancamiento (AP).

Es bien conocido en la literatura financiera el teorema de Modigliani y Miller (1958) por el cual el valor de una empresa es independiente de la estructura de su capital (proporción entre deuda y patrimonio). Sin embargo, en numerosas circunstancias este teorema no se cumple. Concentrémonos en una de estas: el mayor endeudamiento de una firma crea riesgos y vulnerabilidades que pueden afectar sus perspectivas de crecimiento. Opler y Titman, por ejemplo (1994) señalan cómo empresas altamente endeudadas pueden tener dificultades para enfrentar una guerra de precios con sus competidores o las expone a considerables pérdidas en coyunturas de altas tasas de interés.¹⁹ Estos dos elementos permiten pensar que aquellas empresas con mayor apalancamiento tienen una menor “q” de Tobin.

Contrario a lo expresado en el párrafo anterior, existen trabajos que asumen una relación positiva entre el endeudamiento y nuestra variable dependiente. Como se mencionó anteriormente, Jensen (1986) propone que los elevados niveles de endeudamiento pueden “disciplinar” a los administradores, en la medida que reducen el flujo de caja disponible para invertir en proyectos riesgosos o gastos suntuarios.

La ambigüedad teórica sobre el signo de esta variable, se torna aún más compleja puesto que algunos trabajos sugieren que la causalidad va de la “q” de Tobin a la razón de endeudamiento. Para Rajan y Zingales (1998) por ejemplo, aquellas empresas con pocas oportunidades de inversión pero elevados niveles de flujo de caja (elevados niveles de “q”) tienden a generar bajos niveles de endeudamiento.

Como se desprende de la comprensiva revisión bibliográfica que realizan Tenjo et al. (2006), la causalidad que asume la mayor parte de trabajos que buscan explicar la estructura de endeudamiento de las empresas va de las oportunidades de crecimiento a la razón de endeudamiento. Las implicaciones

¹⁷ La “q” de Tobin suele ser calculada con la metodología propuesta por Lang y Stulz (1994) como la razón del valor de mercado de las empresas –valor de mercado de las acciones ordinarias en circulación más el valor del pasivo en libros– sobre el valor en libros de los activos.

¹⁸ Las cifras diarias fueron ponderadas por la razón entre el volumen diario y el volumen anual de transacción para cada firma con el objeto de alcanzar la cifra anual.

¹⁹ Estos costos se conocen en la literatura como costos producidos por un mayor estrés financiero.

para la estimación que plantea esta endogeneidad se dejan para la próxima sección.

4.3. Acervo de Publicidad (SP).

El potencial de una empresa para generar mayores ventas está relacionado con factores como la calidad de sus productos, el grado de conocimiento de los mismos (cuantificable a través de los efectos de la publicidad) y la confianza del consumidor en quien produce un bien.

Se pueden diferenciar dos tipos de indicadores para medir el efecto de la publicidad: indicadores de insumo (inversión en publicidad) e indicadores de impacto. Las metodologías de medición de estos indicadores son muy diferentes. Por disponibilidad de información recurrimos a un indicador de insumo: la inversión en publicidad.

Existen diferentes tipos de inversión en publicidad: muestras gratuitas, patrocinios, propagandas en diferentes medios, entre otras. Debido a que algunos de estos gastos no se encuentran usualmente discriminados dentro de los informes financieros de las empresas, recurrimos al gasto en publicidad en medios de comunicación masiva, (radio, televisión, periódicos y revistas) que recopila y suministra una firma especializada en el tema.²⁰

Como cualquier acervo de capital, el acervo de publicidad se puede aproximar con la siguiente fórmula:

$$SP_t = SP_{t-1}(1 - \lambda) + IP_t$$

Donde SP_t es el acervo de publicidad en el período t, IP_t la inversión publicitaria en el mismo período. λ corresponde a la tasa de depreciación del acervo de publicidad. Como es apenas natural, esta tasa es significativamente más alta que la del acervo de capital físico. Para el análisis se tomó un factor de descuento del 45% anual obtenido por Hirschey y Weygand (1985) para los Estados Unidos²¹.

4.4 Bursatilidad (BD).

Independientemente de cuál sea el nivel de rendimiento de una acción, los inversionistas tienen preferencia por aquellas acciones que tienen mayor

²⁰ IBOPE Colombia S.A. produce información para orientar los procesos de decisión de los anunciantes con base en la medición del *rating* y de la inversión en publicidad en los medios masivos de comunicación. Se agradece especialmente a su presidente Ricardo Mariño por el suministro de estas series.

²¹ Dados los mecanismos de cotización de precios de los canales de comunicación masiva, la información original sobre inversión fue descontada de acuerdo con la metodología sugerida por la mencionada empresa.

nivel de bursatilidad. Esto es así en la medida que un inversionista está dispuesto a pagar más por aquellas inversiones que puede liquidar fácilmente en el mercado.

La información correspondiente a esta variable proviene de la página de internet de la Superintendencia Financiera, entidad que construye y publica periódicamente un indicador desarrollado por Ferro (1998). Para cada empresa, el indicador se determina a partir del análisis del comportamiento de dos variables: frecuencia y volumen promedio de transacción. La primera corresponde a la relación entre el número de días en que se transó la acción y en número total de días de transacción. La segunda corresponde a la relación existente entre el volumen promedio de transacción y el total transado. Una vez calculado el indicador de bursatilidad para cada una de las empresas, se realiza un proceso de normalización en una escala entre 0 y 10. Un índice de bursatilidad igual a 0 representa a las acciones sin bursatilidad y 10 al título de mayor bursatilidad.

4.5 Gasto en ciencia y tecnología (C&T).

Los trabajos de Griliches (1981) y Griliches y Cockburn (1988) desarrollan un modelo para explicar el efecto de la innovación –medida por el gasto en ciencia y tecnología (C&T) y el acervo de patentes de las empresas- y la “q” de Tobin. Encuentran que en los Estados Unidos, el mercado valora más la inversión en C&T que el acervo de patentes. Además, reportan que los cambios en los gastos de esta naturaleza son más apreciados en aquellas industrias en las que la protección otorgada por las patentes es más efectiva.

Un resultado similar es obtenido por Chan et al (1990) quienes utilizando la técnica de “estudios de eventos” mencionada anteriormente evalúan los impactos sobre la rentabilidad de aquellas firmas que anunciaron variaciones en sus gastos de C&T. La evidencia de estos autores encuentra una relación positiva entre las dos variables en estudio.²²

Infortunadamente, la información de la Segunda Encuesta de Desarrollo e Innovación tecnológica, que registra información de gasto en C&T para Colombia no pudo ser utilizada en este trabajo por razones de cobertura y confidencialidad estadística²³.

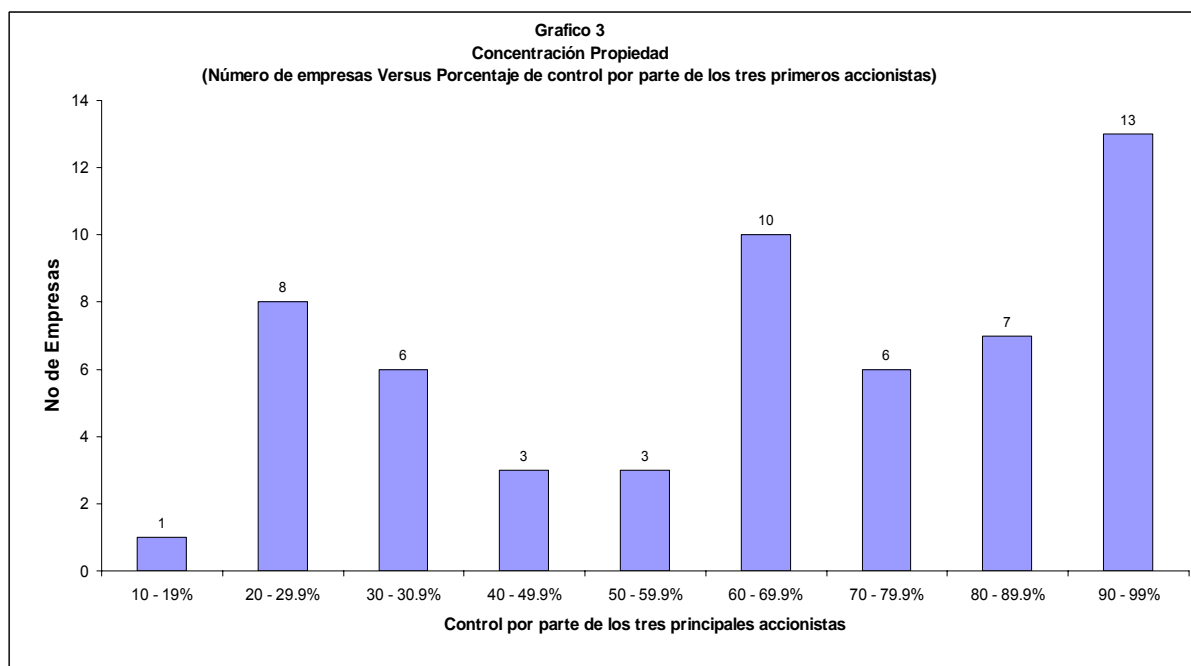
²² El trabajo de Chan et al es interesante puesto que contradice la tesis de alguna literatura citada por los autores que sugiere que las inversiones con resultados de largo plazo, como C&T, no son valoradas positivamente por los mercados debido a que los inversionistas sólo se fijan en las utilidades de corto plazo a la hora de valorar sus inversiones.

²³ De las 57 empresas consideradas en el análisis, 18 pertenecen a sectores que no cuentan con información de la encuesta (como por ejemplo el sector de la minería, transporte, recreación, holdings financieros etc. Además para otras 16 empresas se cuenta con información pero por ser tan pocas empresas las que conforman el sector no se puede suministrar la información. En todo caso la información disponible no hubiese podido ser a nivel de firma sino del sector o de un grupo de empresas de las mismas.

4.6. Concentración de la propiedad de las empresas (CP).

La literatura internacional también reconoce una relación entre la estructura de la propiedad y el valor de las sociedades. Por ejemplo, McLaughlin et al, (1996) sugiere que cuando la alta gerencia (gerentes y subgerentes) tiene un porcentaje de las acciones de la compañía, los intereses de los propietarios se alinean mejor con los intereses de los administradores.²⁴ Este caso no es muy relevante para Colombia puesto que por disposiciones legales existen fuertes limitaciones para que los administradores compren o enajenen sus acciones.²⁵

Sin embargo, y tal como lo señalan La Porta et al (1998) y Berglof y Claessens (2004) la concentración de la propiedad en los países en desarrollo se puede constituir en un mecanismo de respuesta para asegurar una buena actuación por parte de los administradores: cuando los accionistas obtienen una participación significativa tienen acceso a las juntas directivas y otros órganos de control y pueden ejercer un mayor control sobre las actividades de los administradores.



Con el fin de comprobar esta hipótesis se construyó la variable C3, definida como el porcentaje del capital en manos de los tres principales

²⁴ Sin embargo, cuando los administradores poseen un porcentaje alto del capital puede existir un efecto de “atrincheramiento” que reduzca la disciplina de mercado.

²⁵ El artículo 404 del Código de Comercio en su artículo 404 establece que “Los administradores de la sociedad no podrán ni por sí ni por interpuesta persona, enajenar o adquirir acciones de la misma sociedad mientras estén en ejercicio de sus cargos, sino cuando se trate de operaciones ajenas a motivos de especulación y con autorización de la junta directiva otorgada con el voto favorable de las 2/3 de sus miembros excluido el del solicitante, o de la asamblea general con el voto favorable de la mayoría ordinaria”.

accionistas. La información proviene de la página de internet de la Superintendencia Financiera. Los resultados de esta variable se pueden observar en el gráfico 3. El promedio de concentración en manos de los tres principales accionistas es elevado: 64.2%. Se encuentra que en 39 de las 57 empresas el 50% o más del capital está controlado por los tres principales accionistas.

En la próxima sección se presentan los resultados de la estimación del modelo presentado en la ecuación (1).

5. Estimación y resultados

Debido a que la variable dependiente, la “q” de Tobin, no puede asumir valores inferiores a cero, (en la bolsa no se cotizan acciones con valores negativos) y a que sólo se tuvieron en cuenta variables con algún nivel de transacción, el modelo relevante es uno de variable dependiente truncada y censurada. Por lo tanto el modelo adopta una especificación Tobit estándar. Teniendo en cuenta esta circunstancia y los comentarios de la sección pasada en relación con la disponibilidad de información, el modelo representado en la ecuación (1) adopta la siguiente forma:

$$q^*_i = \beta_1 + \beta_2 ROA_i + \beta_3 AP_i + \beta_4 SP_i + \beta_5 BD_i + \beta_6 IGC_i + \beta_7 C3_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

$i = 1, 2, \dots, 57$

Donde ε es un término de error aleatorio distribuido $Niid(0, \sigma^2)$, i corresponde a la empresa i , $q = q^*_i$ si $q^*_i > 0$ y $q = 0$ si $q^*_i \leq 0$. Las variables incluidas en (2) son básicamente las mismas que en (1) en donde la concentración de la propiedad es aproximada por la variable C3.

Los parámetros del modelo (2) se estiman por el método Tobit por máxima verosimilitud (Tobit MLE). Una descripción de este proceso en encuentra en Maddala (1991)..Con el fin de evitar los problemas de sesgo e inconsistencia de los estimadores que implicaría una distribución no normal del término de error, se llevó a cabo el contraste de normalidad desarrollado por Skeels y Vella (1999) Como se observa en el cuadro 2, al 90% de confianza se obtiene el resultado de no rechazo de la hipótesis nula de normalidad en los errores estimados.

Cuadro 2

Valores críticos			
Estadística MC	10%	5%	1%
19.218	19.92	23.90	32.94

De otra parte, teniendo en cuenta los posibles problemas de endogeneidad entre la “q” de Tobin, el IGC y la variable AP que fueron discutidos en la sección anterior, se realizó la prueba de endogeneidad de Hausman (1978). Para esta prueba se toma como instrumento del IGC, al igual que Pombo y Gutiérrez, el indicador de bursatilidad. Por su parte, la variable de apalancamiento (AP) se instrumentó con un indicador semejante al utilizado por Tenjo et al (2006) quienes encuentran que el endeudamiento de las empresas está relacionado con la relación de activos fijos a activo total en la medida que los activos fijos sirven de colateral para tener acceso a un crédito. Denominamos la variable instrumental de AP como “activos susceptibles de ser colateral” o simplemente “colateral”. Las dos variables que sirven como instrumento tienen alta correlación con las variables instrumentadas.²⁶ El resultado final sugiere que al 99% de confianza no se rechaza de la hipótesis nula de no endogeneidad.

Cuadro 3

Valores críticos			
Estadística MC	Prob > chi2	5%	1%
0.05	1	5.99	9.21

En el anexo 2 (cuadros 7, 8, 9 y 10) se presentan los resultados de la prueba de endogeneidad de Durbin-Wu-Hausman (Durbin (1954), Wu (1973) y Hausman (1978)) que reporta la misma conclusión²⁷.

²⁶ En lugar de utilizar la variable activos fijos se utilizó la suma de los activos representados por la planta y equipo (neto de depreciación acumulada) más inversiones; se adicionaron las valorizaciones de planta y equipo neto e inversiones. El indicador final se divide por el activo total. Pensamos que esta variable refleja mejor la magnitud de los activos susceptibles de ser usados como colateral.

²⁷ Es importante destacar que de acuerdo con Baum et. al. (2003) la prueba idónea para evaluar la bondad del conjunto de instrumentos es la prueba de Sargan (1958). Aquí hemos evaluado uno de los dos criterios para medir la idoneidad de un instrumento: la alta correlación de la variable instrumentada con los instrumentos.

Por lo anterior, se procede a estimar un Tobit sencillo. Los resultados de esta última estimación se observan en el siguiente cuadro:

Cuadro 4

Regresión Tobit						
					Número observaciones =	57
					Iteraciones =	500
					Verosimilitud =	-68.269513
					Pseudo R =	0.1730
Variable	q	Coeficiente	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Intervalos de confianza [95% Conf. Interval]
Igc		.044958	.0725294	0.62	0.535	-.097197 .1871131
Ap		.9812893	.4585307	2.14	0.032	.0825858 1.879993
C3		1.252573	.4875442	2.57	0.010	.2970041 2.208142
Sp		1.81e-11	8.73e-12	2.07	0.038	9.67e-13 3.52e-11
Roa		5.652622	2.211662	2.56	0.011	1.317845 9.987399
Bursatilidad		.0227588	.0568681	0.40	0.689	-.0887007 .1342183
Constante		-.8304571	.7373533	-1.13	0.260	-2.275643 .6147288
/sigma		.8015341	.0656803			.6728031 .9302651

De estos resultados se puede concluir que las variables apalancamiento (AP), acervo de publicidad (SP), concentración de la propiedad (C3) y ROA son significativas al 95% de confianza. Estos resultados pueden interpretarse a favor de las hipótesis que establecen que:

- i. Las empresas con mayor apalancamiento no parecen generar elevados niveles de estrés financiero. Por el contrario, parece corroborarse la hipótesis de que mantener ciertos niveles de deuda presionan una buena gestión por parte de los administradores.
- ii. La inversión en publicidad de una empresa genera una mejor valoración por parte de los inversionistas. Esta circunstancia puede deberse a la contribución que hacen estos gastos a las ventas y a las utilidades futuras o a la mayor reputación que adquiere la empresa.
- iii. Los inversionistas valoran más aquellas empresas que han tenido buenos resultados económicos (ROA) recientemente.

Las variables IGC y bursatilidad tienen los signos esperados pero no resultan significativas para explicar el valor de mercado de las empresas. Esto

es así cuando se evalúa su influencia en forma conjunta o individual²⁸. Aunque en términos generales estos resultados coinciden con los encontrados por Pombo y Gutiérrez (2006) se tiene una explicación de este fenómeno diferente a la planteada por estos autores.

6. Conclusiones

En relación con el primer objetivo trazado en este trabajo, la construcción de un IGC para evaluar la calidad del gobierno corporativo de las empresas que cotizan en bolsa, podemos concluir que es necesario continuar avanzando en la estrategia de promover buenas prácticas de gobierno por parte de las empresas. Los resultados no son buenos en el agregado y parecen ser especialmente deficientes en lo que a trato equitativo entre los accionistas se refiere. En el futuro, es conveniente que la Superintendencia Financiera continúe evaluando y suministrando al público el balance del estado de las prácticas de gobierno de las empresas emisoras en Colombia. Creemos que la metodología de construcción del IGC que hemos utilizado en este estudio es un buen punto de partida para esta evaluación.

En relación con el modelo para explicar la “q” de Tobin, se encuentra que su comportamiento se puede explicar por el retorno de los activos, el apalancamiento, el acervo de publicidad y el grado de concentración accionarial de las empresas. No se obtuvo un resultado significativo para el indicador de Gobierno Corporativo.

La no significancia de las prácticas de gobierno corporativo sobre la “q” de Tobin puede deberse a los siguientes factores (no excluyentes):

En primer lugar, se puede poner en duda la construcción misma del indicador. Por ejemplo, podría asignarse una ponderación específica a los diferentes criterios que lo conforman. Es posible además que el indicador no abarque todos los temas de gobierno corporativo que debería. Si bien este argumento es válido, la ponderación a utilizar no dejaría de ser subjetiva.

En segundo lugar, como lo plantean Pombo y Gutiérrez, se puede argumentar que los índices obtenidos demuestran el mal gobierno de la mayor parte de las empresas inscritas en Bolsa. Nuestros resultados no avalan esta hipótesis en la medida que si bien los indicadores promedio no son buenos, existe una varianza ostensible de los resultados del índice de Gobierno Corporativo. Esto permitiría a los inversionistas identificar y demostrar una preferencia por las empresas con mejores prácticas. Es precisamente esta observación la que nos permite contemplar una tercera hipótesis.

²⁸ Existe una alta correlación entre la bursatilidad y el IGC (0.58) lo cual podrían sugerir problemas de multicolinealidad entre estas dos variables. Sin embargo, el efecto de cada una de las variables resulta no significativo incluso considerando cada una de ellas en forma aislada en el modelo.

Consideramos que la explicación más plausible de la no significancia del IGC radica en que los inversionistas no han puesto el énfasis suficiente en este tipo de variables a la hora de tomar sus decisiones. A excepción de los administradores de fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales, hemos podido constatar que hace falta conocimiento técnico en temas relacionados con gobierno corporativo que permita incorporar esta variable en el abanico de indicadores que debe ser tenido en cuenta a la hora de asignar valor a una empresa. Esperamos que la difusión y entendimiento de este trabajo en la comunidad de inversionistas contribuya en este propósito pedagógico.

Referencias

Barle A. y Means G.C.. "The Modern Corporation and Private Property", New York: Macmillan, 1932

Black, B., H. Jang y Kim, W. (2003). "Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence From Korea". Stanford Law and Economics Olin Working Paper No.237; U Of Texas Law, Law And Econ Research Paper No. 026.

Beck T y Levine R. (2001) Stock markets, banks, and economic growth: correlation or causality? Policy Research Working paper 2670. Banco Mundial.

Berglof, E. y Claessens, S. (2004). Enforcement and Corporate Governance, Banco Mundial. Policy Research Working Paper Series No. 3409.

Cadbury A. (2002), Corporate Governance and Chairmanship. Oxford University Press.

Chan Han, Martin John y Kensinger John. Corporate research and development expenditures and share value. (1990) Journal of Financial Economics, Volume 26, No. 2.

Cockburn I y Griliches Zvi (1988) Industry Effects and Appropriability Measures in the Stock's Market Valuation of R&D and Patents. Annual Meeting of the American Economic Association.

Davidson R. y Mackinnon J. G. (1993) Estimation and Inference in Econometrics. Oxford.

Demirgüç-Kunt A. y Levine R. (1996) Stock Market development, corporate finance and economic growth: the World Bank Economic Review. No. 10

Durbin, J. (1954). "Errors in variables", Review of the international statistical institute, 22, pp.22-32.

Ferro Casas, Luis Jorge (1998) Nueva Metodología para calcular el índice de bursatilidad accionaría – IBA, Mimeo, Superintendencia de Valores. Bogotá.

Garay, U. y González, M. (2005). "CEO and Director Turnover in Venezuela". Interamerican Development Bank Research Paper IADB Research Network Working Paper #R-517.

Garay et al. (2005). "Índice de Buen Gobierno Corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas" Mimeo, IESA, Caracas.

Gompers, P., J. Ishii, y Metrick, A. (2003). "Corporate Governance and Equity Prices". Quarterly Journal of Economics. 118: 107-155.

Greenwood J. y Smith B. (1997) Financial markets in development, and the development of financial markets, Journal of Economic Dynamics and Control No. 21.

Griliches , Z. (1981) Market Value, R&D and Patents. Economics Letters, No. 7.

Grossman E. Stiglitz J. (1980) On the impossibility of informationally efficient markets. American Economic Review No. 70.

Hirschey M. y Weygand J (1985) Harmonization policy for advertising and research and development expenditures. Journal of Accounting research No. 23.

Hausman, J. (1978). "Specification test in econometrics", Econometrica, vol.46, pp.1251-71.

Jensen, M. C. and Meckling, W. H., (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" en Jensen M.C. A THEORY OF THE FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS, Harvard University Press, Dec. 2000

Jensen Michael C. (1986) Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. The American Economic Review Vol 76 No. 2.

Klapper, L. y Love, I. (2004). "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets". World Bank Policy Research Paper. 2818.

Langebaek Andrés (2006) Gobierno Corporativo: mejores prácticas y evidencia. Mimeo. CAF Caracas.

Langebaek, Andrés y Vasquez, Diego.(2007). Determinantes de la actividad innovadora en la industria manufacturera Colombiana. Borradores de Economía. No 433.

Laporta, R. (2000). Investor Protection and Corporate Valuation Journal of Finance No. 54.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer A. (1998). *Corporate Ownership Around the World*. Mimeo. Harvard University.

Levine R. (1991) Stock Markets, Growth and tax policy. The journal of Finance, No. 46.

Lindenberg E.B. y Ross, S.A. (1981) "Tobin's Ratio and Industrial Organization". Journal of Business. Vol 54.

Leal, P., y Carvalhal-da-Silva, A. (2004). "Corporate Governance and Value in Brazil and in Chile". IADB Project on Corporate Governance. 25.

Maddala, G. S. (1991). Limited-Dependent and Qualitative Variables. In Econometrics. New York: Cambridge University Press. Cap. 6.

Oman, Ch., Fries S. y Buitter W., (2003) Corporate Governance in Developing, Transition and Emerging-market Economies. OECD Development Centre. Policy Brief No. 23

Opler T. y Titman Sheridan (1994) Financial Distress and Corporate Performance. The journal of Finance. Vol 49 No. 3.

Pombo C., & Gutierrez L.H., (2006) "Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia:", in Chong A., and F. López de Silanes, *Investor Protection and Corporate Governance: firm level evidence across Latin America*. Forthcoming; World Bank - Stanford University Press

Rajan R.G y Zingales L. (1998). Financial Dependence and growth. The American Economic Review. Vol 88 No. 3.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1997). "A Survey of Corporate Governance". Journal of Finance. 52: 737-83.

Skeels, C.L. y Vella, F. (1999). A Monte Carlo Investigation of the Sampling Behaviour of Conditional Moment Tests in Tobit and Probit Models. Journal of Econometrics, 92, 275-294.

Tenjo Galarza Fernando, Lopez Enciso Enrique y Zamudio Nancy (2006) Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas (1996-2002). Borradores de Economía No. 380.

WU, D.M. (1973). "Alternative test of independence between stochastic regressors and disturbances", *Econometrica*, vol.41, pp.134-39.

ANEXO 1

Índice de Gobierno Corporativo, resultados y análisis.

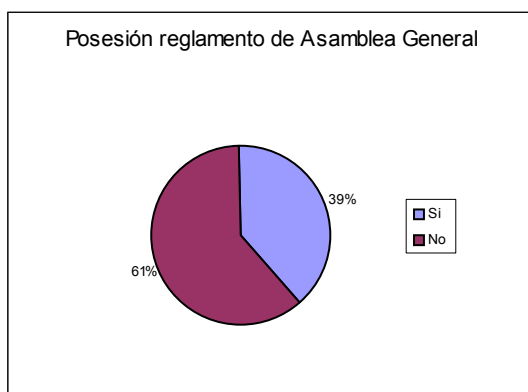
Este anexo tiene por objeto presentar los resultados del IGC obtenidos a partir del estudio de 57 empresas que cotizaron acciones ordinarias en la BVC durante el año 2005²⁹. Siguiendo la metodología comentada en el informe principal, se analizarán el funcionamiento de la asamblea, la junta directiva, la revelación de información financiera y no financiera y el trato equitativo entre los accionistas. La información proviene directamente de los documentos societarios (estatutos, códigos de gobierno, actas de asamblea e informes anuales) correspondientes al año 2005 que reposan en el *Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)*

1. Asamblea General de Accionistas

1.1 Reglamento funcionamiento de las asambleas.

Teniendo en cuenta que la asamblea corresponde al órgano supremo en una compañía, es importante analizar si existe un reglamento interno de este órgano que de a conocer a los accionistas el proceso para su convocatoria y funcionamiento.

Si bien el código de comercio, bajo el capítulo VII establece las reglas generales en relación con este tema (aspectos relacionados con las convocatorias, la representación, la toma de decisiones, el registro de actas y sus funciones) hay libertad para que las empresas elaboren y pongan en práctica reglamentos de convocatoria y funcionamiento de las asambleas. En la



práctica estos deben incorporar las normas básicas del código de comercio adicionadas con las normas específicas que se plasmen en los estatutos. En cualquier caso deben ser parte de ellos o del código de buen gobierno.

Para evaluar esta variable, se constató que las empresas dentro de sus estatutos, o códigos de gobierno

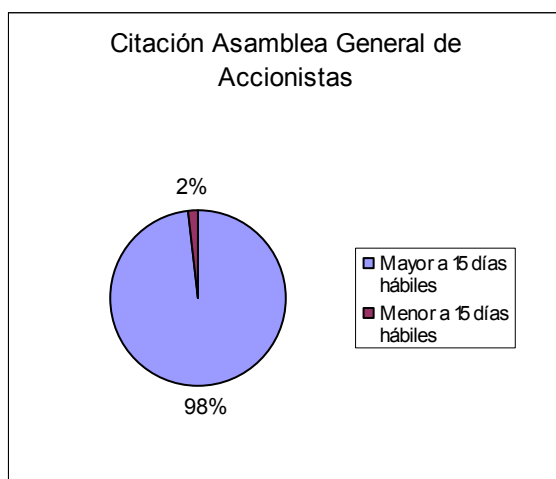
²⁹ Las 57 empresas previenen de considerar el listado de acciones publicado por la Superintendencia Financiera (Carta circular 04 de 2006). Este incluye todas las acciones activas en la BVC durante el año 2005. De este listado sólo se seleccionaron aquellas acciones ordinarias que tuvieron algún nivel de negociación. (Acciones preferenciales, privilegiadas o sin dividendo no fueron tomadas en cuenta). De acuerdo con las características anteriores, 67 empresas se consideraron aptas para la investigación. Dados los requerimientos y disponibilidad de información se trabajó con 57 empresas.

tuviesen reglamentos que comprendieran procesos de información, concurrencia, desarrollo y ejercicio de los derechos políticos (elecciones y votaciones).

Únicamente el 39% de las empresas estudiadas posee un reglamento de la asamblea. El resto de las empresas, aunque cumplen con lo establecido por la ley colombiana, no tienen establecidos procesos y reglamentos.

1.2 Citación a asambleas.

Cumpliendo con las normas legales, la mayoría de estatutos expresa que la convocatoria a las asambleas generales debe hacerse por lo menos con 15 días hábiles de anticipación. Por otra parte la citación debe realizarse por medio de aviso que será publicado en un periódico de circulación nacional o mediante una comunicación escrita a cada uno de los accionistas. Una forma de comprobar los plazos para la citación es examinar las copias de las comunicaciones que la administración hace llegar a los accionistas y que reposan en el RNVE. Se halló así que el 98% de las empresas citaron en el año 2005 a sus accionistas a la asamblea general con una anticipación mayor a 15 días hábiles.



Una citación con suficiente antelación se constituye en una buena práctica de gobierno corporativo, puesto que los inversionistas tienen el tiempo suficiente para estudiar los informes o delegar la responsabilidad y decisión de voto a un tercero. Notamos que en pocos casos las convocatorias no contaban con el orden del día, lo que puede llevar a malas prácticas de gobierno.

1.3 Quórum reforzado

Por último, la mayoría de los estatutos incluyen quórum especiales o mayorías calificadas para la toma de decisiones estratégicas de la compañía³⁰. De dicho

³⁰ El Código de Comercio estipula las siguientes mayorías:

Art. 396. La sociedad anónima no podrá adquirir sus propias acciones, sino por decisión de la asamblea con voto favorable de no menos del setenta por ciento de las acciones suscritas.

Art. 425. La asamblea extraordinaria no podrá tomar decisiones sobre temas no incluidos en el orden del día publicado. Pero por decisión del setenta por ciento de las acciones representadas podrá ocuparse de otros temas, una vez agotado el orden del día, y en todo caso podrá remover a los administradores y demás funcionarios cuya designación le corresponda

modo se estipula la inclusión de una mayor cantidad de accionistas en la toma de decisiones de la empresa, mitigando la posibilidad de que ciertas decisiones estratégicas sean tomadas por el grupo de control.

Los resultados arrojaron que 56 de las 57 empresas poseen en sus estatutos quórum o mayorías calificadas para la toma de decisiones. La mayor parte de los estatutos reproducen las normas que al respecto están contempladas en el Código de Comercio. (reformas a los estatutos y distribución de utilidades)

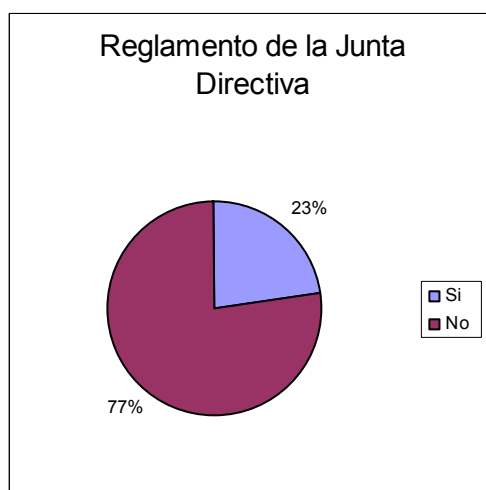
Vale la pena resaltar que aunque no haya sido un factor contemplado en la construcción del IGC, las empresas no se encuentran obligadas por ley a hacer el envío previo de los informes anuales a sus accionistas. Si bien varias de las empresas tienen oficinas con el objeto de atender a los accionistas que lo soliciten, una buena parte se acoge al derecho de inspección contemplado en las normas legales (los balances e informes se encuentran disponibles para su revisión en las oficinas principales de la compañía). Esto último corresponde a una mala práctica puesto que existe la posibilidad de que el accionista esté desinformado en el momento de asistir a la asamblea.

2. Junta Directiva

El Código de Comercio establece en el capítulo VII, sección II, las atribuciones, funciones y conformación de la Junta Directiva. Ningún artículo del código reglamenta los procesos que debe tener una Junta Directiva. La mayoría de los estatutos revisados contemplan la conformación, funciones, atributos, periodos y quórum de ese órgano de gobierno.

2.1 Reglamento de organización y funcionamiento de la junta directiva.

Como se puede observar en el gráfico únicamente el 23% de las empresas encuestadas contemplan un reglamento interno de la Junta Directiva.

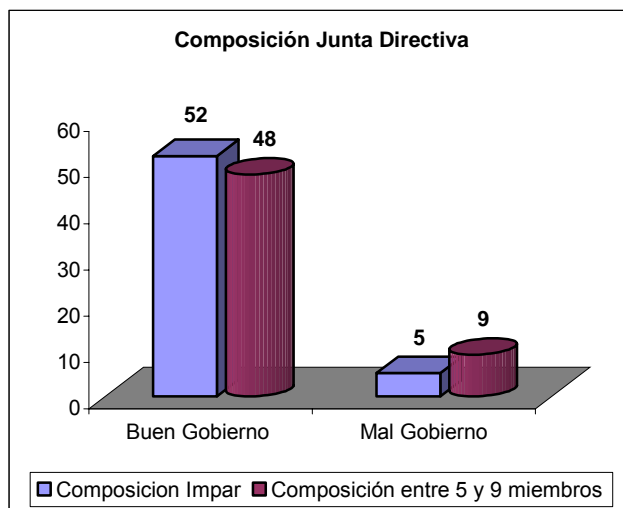


De acuerdo con las características de un buen gobierno el reglamento del órgano administrativo debe especificar además los deberes de los miembros, procesos de evaluación y desarrollo de las reuniones.

2.2 / 2.3 Tamaño de las juntas directivas.

De acuerdo con el Artículo 434 del Código de comercio las Juntas Directivas podrán ser integradas con no menos de tres miembros. Sin embargo, para empresas que cotizan en bolsa las buenas prácticas sugieren su conformación con un número entre cinco y nunca más de once miembros. Además, es aconsejable tener un número impar de miembros para evitar el empate en las votaciones.

Para el caso colombiano la mayor parte de las Juntas directivas estaban conformadas por un número impar de miembros, únicamente 5 de las 57 empresas estudiadas tenían en su directorio un número par de miembros.

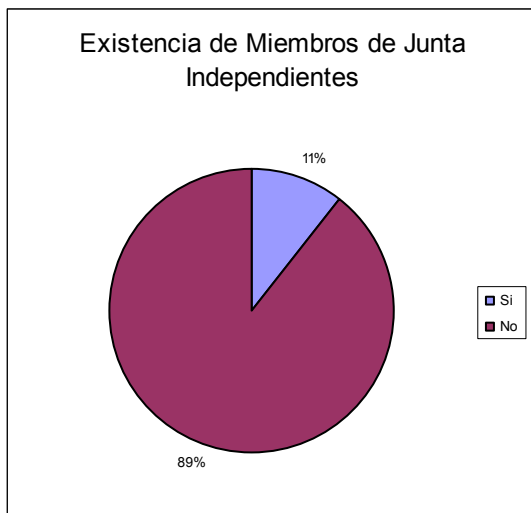


Además, la mayor parte de las juntas directivas se encuentran conformadas por un número entre cinco y nueve miembros. Aquellas juntas que no se encuentran en este rango (7 empresas) tienen 3 miembros.

Es importante señalar que la Ley 964 de 2005 reglamentó este aspecto indicando que las juntas deben estar integradas por entre cinco y diez miembros principales.

2.4 Existencia de miembros de junta independientes.

Hace parte de un buen Gobierno que en el directorio, existan miembros de Junta Independientes. Si bien a la fecha de corte de esta investigación no existía referencia a este tema en la legislación colombiana, algunas empresas habían adoptado esta figura.



Para el año 2005, únicamente 6 empresas, el 11% del total, tenían esta figura. El restante 89% de las empresas se encontraban conformadas por miembros de junta externos (en su mayoría accionistas o representantes de los accionistas). Se observa entonces que la Ley 964 al obligar la presencia de un 25% de miembros de junta independientes causó un efecto importante en el gobierno de las empresas.

2.5 Existencia de normas para la retribución de la junta directiva.

Por ley, las Asambleas no tienen como función, fijar las reglas y los montos correspondientes a la remuneración de los miembros de junta. Sin embargo es importante que los estatutos establezcan las reglas para la fijación de dichas remuneraciones. La fijación de la política en este sentido tiene por objeto evitar abusos por parte de la administración pero también asegurarse que los miembros de la junta dispongan de una remuneración acorde con su esfuerzo y responsabilidades.

De acuerdo con lo encontrado, en la mayoría de los casos (53 empresas); las remuneraciones de la Junta Directiva son fijadas por medio de votación en la asamblea general.



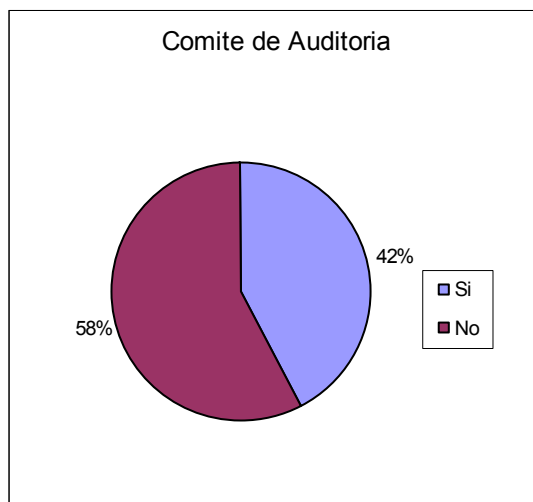
2.6 Relación entre el presidente de la Junta Directiva y el presidente de la Compañía

Una de las medidas de un buen gobierno es la no coincidencia del presidente de la junta y el gerente general. El hacerlo, puede permitir que exista un conflicto de interés y abuso de poder por parte del administrador.

Los resultados demuestran que esta coincidencia no es común en las sociedades que cotizan en bolsa. No se encontró evidencia alguna que lo anterior sucediese en ninguna de las empresas estudiadas.

2.7 Existencia de comité de auditoria.

Al igual que la presencia de miembros de junta independientes, al momento de evaluar el gobierno corporativo de las empresas registradas en el RNVE no existía disposición legal que regulara la existencia de comités de esta naturaleza. Sin embargo tampoco se impedía su existencia. Un comité de auditoria tiene por objeto el seguimiento y control del funcionamiento interno de los procedimientos contables y la independencia del auditor externo. De este modo se espera dar una mayor transparencia a la contabilidad de la compañía evitando gastos innecesarios y errores. La existencia del comité de auditoria debe hacer más ágil y eficiente el funcionamiento de la junta directiva.



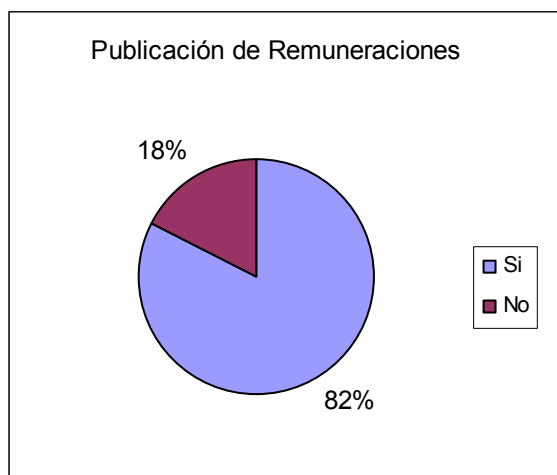
Los resultados son consistentes al indicar lo poco conocido que era el comité de auditoria para las empresas colombianas.

Con claridad se observa que un cuarenta y dos por ciento (42%) de las empresas analizadas, tienen dentro de sus estatutos una sección que especifica la conformación y funcionamiento de un comité de auditoria.

3. Revelación de Información.

A través de esta variable se mide la transparencia de la empresa ante el Estado, los accionistas y el público en general. Se puede inferir que a mayor transparencia más tranquilidad le genera al inversionista tener sus recursos en una compañía determinada. Una mayor transparencia reduce la probabilidad de expropiación de los accionistas minoritarios y disciplina la conducta de los administradores. Por otra parte el inversionista potencial al tener acceso a una mayor cantidad de información puede tomar mejores decisiones de inversión.

3.1 Inclusión en el informe anual de las remuneraciones.



De acuerdo con el 446 del Código de Comercio en el caso de sociedades anónimas los estados financieros deben venir acompañados de un informe de la junta directiva que contendrá: el “Detalle de los egresos por concepto de salarios, honorarios, viáticos, gastos de representación, bonificaciones, prestaciones en dinero y en especie, erogaciones por concepto de transporte y cualquiera otra clase de remuneraciones que hubiere percibido cada uno de los directivos de la sociedad”. Es

entonces una buena práctica y un mandato de ley el que las remuneraciones devengadas por parte de los miembros de junta directiva sean conocidas por los accionistas. Es importante que los valores que constituyen esta remuneración se encuentren discriminados por cada uno de los miembros de junta.

Se encontró que el 82% de las compañías presentan, bien en los reportes anuales o en las actas de asamblea, el pago que devengan los miembros de junta y la alta gerencia.

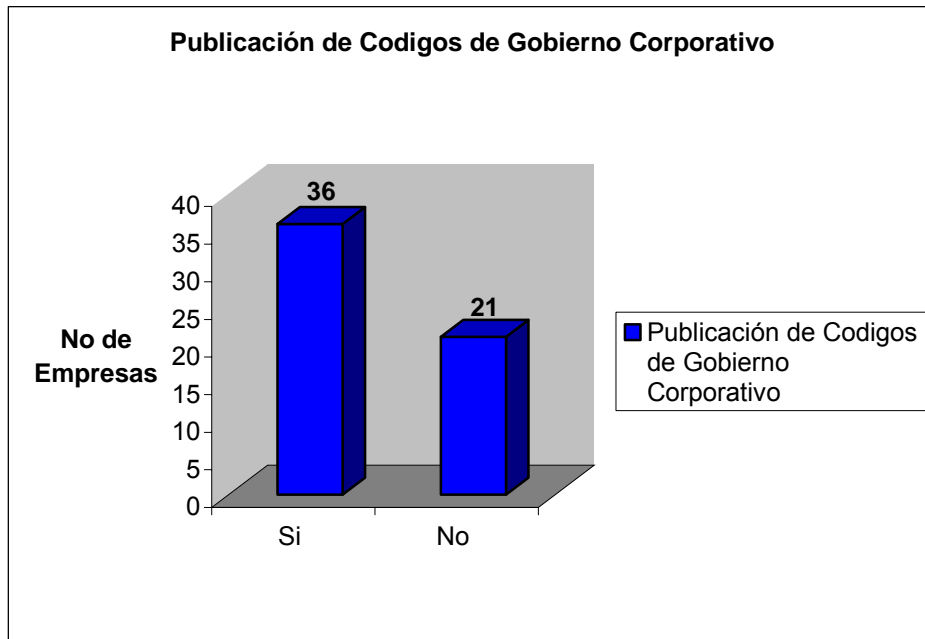
3.2 Existencia y publicación de información de Gobierno Corporativo.

A consecuencia de la Resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores, varias compañías elaboraron códigos de Gobierno Corporativo. En particular esta norma requirió que todas aquellas empresas cuyas emisiones fueran susceptibles de ser adquiridas por los Fondos de Pensiones debían contar con su código. Es interesante observar cuántas compañías han adoptado códigos de gobierno corporativo y verificar si existe un informe anual de cumplimiento del mismo que se encuentre disponible al público a través de un informe anual o un capítulo del informe anual.

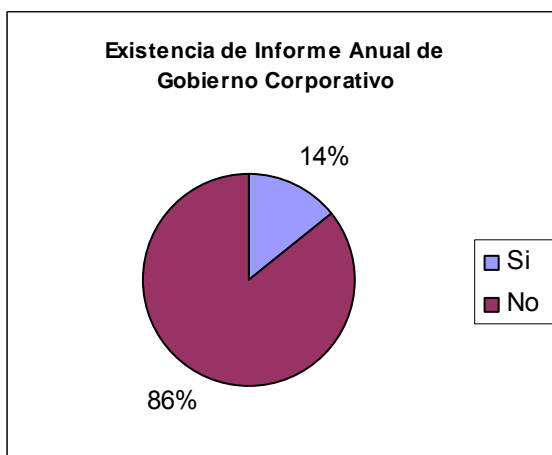
La fuente principal para buscar esta información es la página de internet de la Superintendencia Financiera. Allí se encuentran publicados todos los Códigos de Gobierno de los emisores. Si un emisor no tiene publicado un código en la página, se considera que dicho código no existe.

Es muy interesante observar que de las 57 empresas estudiadas, 21 empresas no poseen un código de gobierno corporativo. Vale la pena resaltar que en su mayoría los códigos existentes se asemejan a los estatutos de las compañías y

solo algunos difieren presentando un código de buen gobierno donde se resaltan las características propias de un documento de esta índole.



Muy pocas empresas incluyen en el informe anual un balance de cumplimiento de sus códigos. Analizando la muestra completa, se observó que únicamente el 14% de las empresas realizan informes de Gobierno Corporativo que son presentados a la asamblea cada año. Apenas 8 de las 36 empresas que poseen un Código de Gobierno Corporativo presentan informes anuales de Gobierno Corporativo.



Resaltamos que algunas empresas presentaban dentro de sus informes anuales apartes que estipulaban ser informes de Gobierno Corporativo. Sin embargo, en muchos casos en realidad eran resúmenes e información no pertinente al tema.

Los Informes deben presentar los resultados y avances de la compañía en el tema de Gobierno Corporativo. Este resultado es un indicio claro de que el tema todavía no es del todo

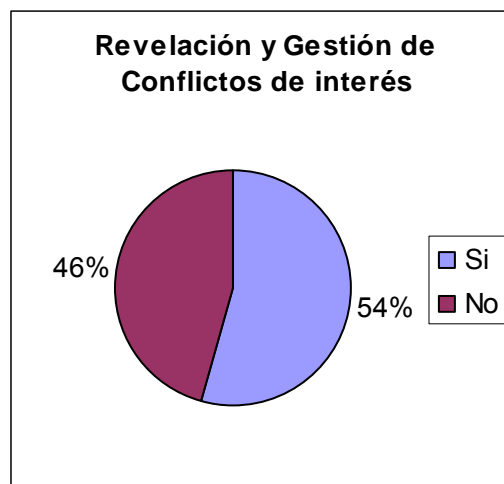
claro para los empresarios.

Aunque el tener estipulados mecanismos para la gestión y solución de conflictos de interés son comportamientos empresariales orientados a un buen gobierno, como se verá a continuación son varias las empresas que no poseen mecanismos concretos para la gestión de conflictos de interés.

3.3 Revelación y gestión de conflictos de interés.

De la muestra seleccionada, 26 empresas no presentan dentro de sus estatutos mecanismos para la revelación y Gestión de Conflictos de interés.

No hay evidencia suficiente para demostrar que, en los casos en los cuales las compañías no reportaban en los anexos las operaciones con partes vinculadas, la razón para esto fuese la inexistencia de operaciones o que dichas operaciones no fuesen incluidas en la contabilidad.



Es de la mayor importancia tener procedimientos escritos para la gestión y solución de los conflictos de interés que se presenten al interior de la compañía. Es necesario resaltar que los códigos de ética y conducta de los administradores y colaboradores hacen parte de los mecanismos de prevención de conflictos de interés más no de su gestión y solución en caso que estos ocurran.

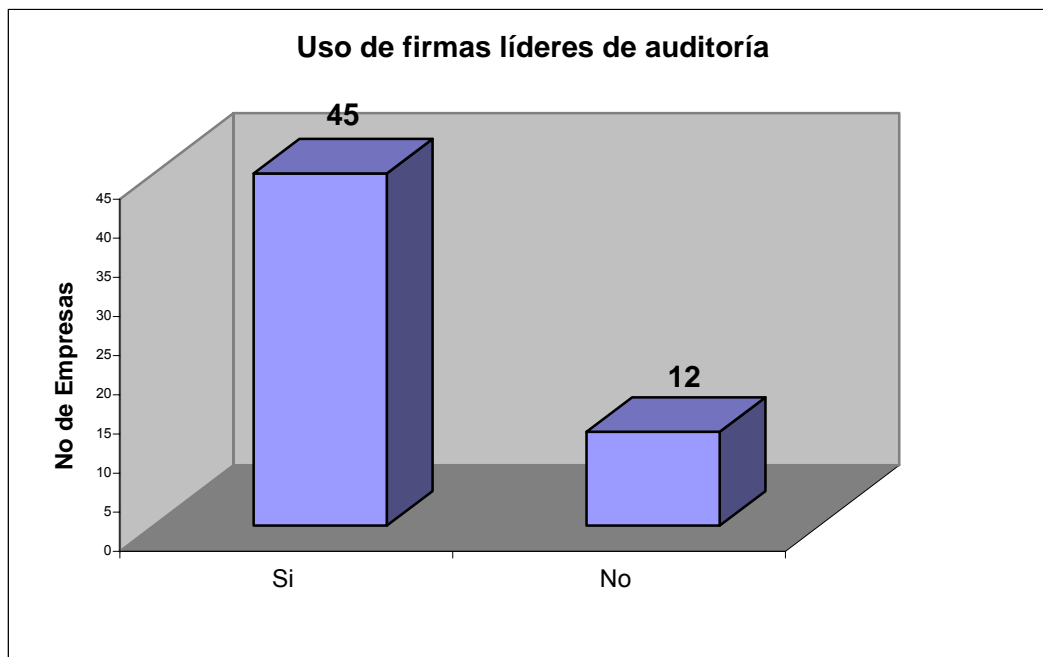
Sin duda éste es uno de los aspectos más críticos en el gobierno corporativo de las empresas colombianas.

3.4 Uso de una firma líder de auditoría.

De acuerdo con la ley colombiana, los estados financieros y procesos, deben encontrarse debidamente revisados y aprobados por un revisor fiscal³¹. La inclusión de un revisor fiscal tiene entre diferentes objetos, el informar al público de manera veraz y transparente los movimientos financieros de la compañía.

Dada la importancia que tienen los estados financieros para los accionistas, hace parte de un buen gobierno el que el revisor fiscal sea una firma líder y de un buen reconocimiento en el mercado.

³¹ Código de Comercio. Capítulo VIII. Art.203-217



Como lo muestra la gráfica anterior, la mayor parte de las empresas hacen uso de firmas líderes. Aún así es importante observar que sigue existiendo un número no despreciable de empresas que utilizan otras firmas que aunque pueden tener o no un buen trayecto en el mercado, su reconocimiento no es tal que varios de los emisores las utilicen.

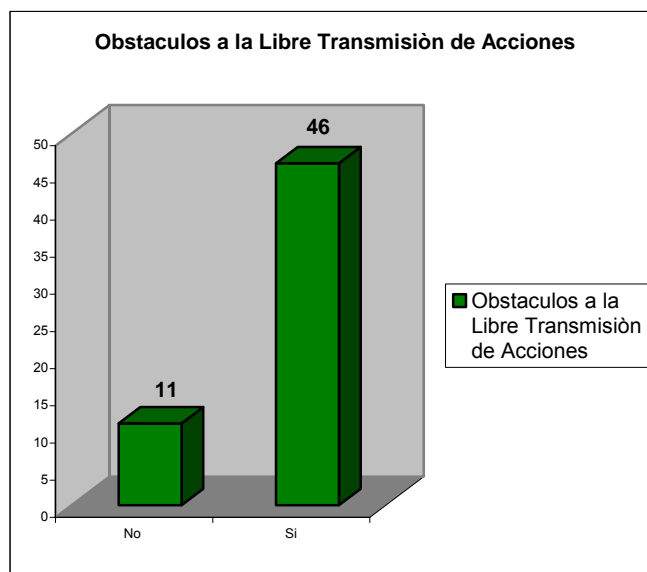
4. Trato Equitativo

4.1 Derechos de coventa.

El artículo 379, Sección I del Código de Comercio establece los derechos que una acción confiere a su propietario y en ninguno de los incisos se hace referencia al derecho de coventa. Aunque sea opcional, y su puesta en marcha haga parte de un trato equitativo al accionista, ninguna de las empresas colombianas estudiadas otorga en sus estatutos o Códigos de Gobierno Corporativo este derecho.

4.2 Obstáculos a la libre transmisión de acciones.

De manera positiva, no se encontraron mecanismos de protección, conocidos comúnmente como blindajes anti-opa. Aún así, se encontró que las compañías presentan obstáculos a la libre transmisión de acciones.



Lo anterior no hace parte de las prácticas de buen gobierno de una compañía, la imposibilidad de negociar libremente una acción representa a su vez la imposibilidad de obtención de liquidez a corto plazo por parte del accionista. A partir de la figura anterior observamos que 46 empresas contemplan en sus estatutos obstáculos a la libre transmisión de acciones.

La mayor parte de dichos obstáculos se encuentran amparados por la ley colombiana a través del derecho de preferencia para la adquisición de las nuevas emisiones de acciones (artículo 388 del Código de Comercio).

Por último, observamos que la mayor parte de las empresas registradas en el RNVE poseen una estructura piramidal en su composición accionaria (El 95% de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia se encuentran controladas por personas jurídicas), lo cual nos indica que la proporción de personas naturales accionistas es muy pequeña y dispersa. Si bien esto puede responder a consideraciones legítimas, es importante mencionar que este tipo de estructuras se puede constituir en mecanismos para evadir el principio de una acción un voto.

5. Otros.

5.1 Cláusula compromisoria.

La ley Colombiana no establece la obligación de tener cláusulas compromisorias en los estatutos. Aún así, este sigue siendo un mecanismo ágil y eficaz para la solución de conflictos internos. Como lo indica el siguiente gráfico la mayoría de las compañías presentan esta cláusula dentro de los estatutos (51 empresas de la muestra), lo que genera una buena práctica de Gobierno Corporativo.

ANEXO 2

Resultados Econométricos

Prueba de Hausman

Cuadro 4						
Regresión Tobit (dos partes) con Regresores endógenos				Número de Observaciones = 57		
Iteraciones: 500				Wald chi2(4) = .		
				Prob > chi2 = .		
q	Coef Observado	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Intervalos de Confianza [95% Conf. Interval]	
igc	.0796154	.6848822	0.12	0.907	-1.262729	1.42196
ap	-3.3099	22.19304	-0.15	0.881	-46.80745	40.18765
c3	2.957422	8.341568	0.35	0.723	-13.39175	19.3066
sp	3.53e-11	1.59e-10	0.22	0.825	-2.77e-10	3.48e-10
roa	2.889934	21.31067	0.14	0.892	-38.8782	44.65807
_cons	-.4928615	9.611468	-0.05	0.959	-19.33099	18.34527
Instrumented: igc ap						
Instruments: c3 sp roa bursatilidad colateral						
Wald test of exogeneity: chi2(2) = 0.47 Prob > chi2 = 0.7914						
Cuadro 5						
Regresión Tobit				Numero de Obs = 57		
Log Likelihood = -68.37548				Replicaciones = 500		
				Wald chi2(4) = .		
				Prob > chi2 = .		
				Pseudo R2 = 0.1718		
q	Coef Observado	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Intervalos de Confianza [95% Conf. Interval]	
igc	.0600228	.0558167	1.08	0.282	-.049376	.1694215
ap	.9552994	.4212745	2.27	0.023	.1296166	1.780982
c3	1.213833	.5007705	2.42	0.015	.2323407	2.195325
sp	1.83e-11	9.32e-12	1.96	0.050	1.68e-14	3.65e-11
roa	5.513244	2.282624	2.42	0.016	1.039383	9.987105
_cons	-.8496057	.7171621	-1.18	0.236	-2.255218	.5560063
/sigma	.8030256	.0659017			.6738606	.9321906
Obs. summary:						
0 left-censored observations						
57 uncensored observations						
0 right-censored observations						

Cuadro 6

Hausman ivtobit, eq(1:1) constant

	---- Coeficientes ----			
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	ivtobit	.	Diferencia	S.E.
igc	.0796154	.0600228	.0195927	.6826039
ap	-3.3099	.9552994	-4.2652	22.18904
c3	2.957422	1.213833	1.743589	8.326523
sp	3.53e-11	1.83e-11	1.71e-11	1.59e-10
roa	2.889934	5.513244	-2.62331	21.18806
_cons	-.4928615	-.8496057	.3567441	9.584675

b = Consistente bajo Ho y Ha ; obtenido a través de ivtobit
 B = inconsistente bajo Ha, eficiente bajo Ho; obtenido a través de tobit

Test: Ho: Diferencia en coeficientes es no sistemática

MC = 0.05
 Prob>chi2 = 1.0000
 (V_b-V_B es no definido positivo)

Resultado. Las variables no son endógenas

Prueba de Durbin, Wu & Hausman

Cuadro 7

Regresión Tobit	Número de obs	=	57
	Iteraciones	=	500
	Wald chi2(3)	=	.
	Prob > chi2	=	.
Log likelihood = -117.11484	Pseudo R2	=	0.1295

igc	Coef. Observado	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Intervalos de Confianza [95% Conf. Interval]	
bursatilidad	.4821501	.0920378	5.24	0.000	.3017593	.662541
c3	2.559767	.9489019	2.70	0.007	.699953	4.41958
sp	4.71e-11	2.11e-11	2.23	0.026	5.75e-12	8.85e-11
roa	2.329159	5.161821	0.45	0.652	-7.787823	12.44614
_cons	7.915792	.9262004	8.55	0.000	6.100472	9.731111
/sigma	1.888358	.1761017			1.543205	2.233511

Obs. summary:
 0 left-censored observations
 57 uncensored observations
 0 right-censored observations

Cuadro 8

Regresión Tobit		Número de obs	=	57
		Iteraciones	=	500
		Wald chi2(5)	=	.
		Prob > chi2	=	.
Log likelihood = -5.9645671		Pseudo R2	=	0.5692

q	Coef Observado	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Intervalos de Confianza [95% Conf. Interval]	
colateral	.11837	.1486922	0.80	0.426	-.1730614	.4098014
c3	.3878298	.1609535	2.41	0.016	.0723666	.7032929
sp	4.41e-12	3.72e-12	1.18	0.236	-2.89e-12	1.17e-11
roa	-.6833069	.6863422	-1.00	0.319	-2.028513	.661899
_cons	.0755623	.1483885	0.51	0.611	-.2152739	.3663985
/sigma	.2686631	.0223127			.224931	.3123953

Obs. summary: 0 left-censored observations
 57 uncensored observations
 0 right-censored observations

Cuadro 9

Regresión Tobit		Number of obs	=	57
		Iteraciones	=	500
		Wald chi2(4)	=	.
		Prob > chi2	=	.
Log likelihood = -67.454568		Pseudo R2	=	0.1829

q	Coef Observado	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Intervalos de Confianza [95% Conf. Interval]	
igc	.0787528	.0852717	0.92	0.356	-.0883766	.2458822
ap	-3.619792	3.391183	-1.07	0.286	-10.26639	3.026803
sp	3.68e-11	1.57e-11	2.33	0.020	5.88e-12	6.76e-11
c3	3.089169	1.451821	2.13	0.033	.243651	5.934686
roa	2.698382	3.263975	0.83	0.408	-3.698891	9.095656
igc_res	-.0438696	.1133258	-0.39	0.699	-.2659841	.1782448
ap_res	4.671828	3.434882	1.36	0.174	-2.060417	11.40407
_cons	-.4419717	1.118532	-0.40	0.693	-2.634255	1.750312
/sigma	.7901559	.072972			.6471333	.9331784

Obs. summary: 0 left-censored observations
 57 uncensored observations
 0 right-censored observations

Cuadro 10

Regresión Tobit		Number of obs	=	57
		Iteraciones	=	500
		Wald chi2(4)	=	.
		Prob > chi2	=	.
Log likelihood = -68.37548		Pseudo R2	=	0.1718

	Coef	Bootstrap			Intervalos de Confianza
q	Observado	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
igc	.0600228	.0582343	1.03	0.303	-.0541143 .1741598
ap	.9552994	.4360492	2.19	0.028	.1006587 1.80994
c3	1.213833	.5071433	2.39	0.017	.2198502 2.207815
sp	1.83e-11	8.62e-12	2.12	0.034	1.39e-12 3.52e-11
roa	5.513244	2.213307	2.49	0.013	1.175243 9.851245
_cons	-.8496057	.7224147	-1.18	0.240	-2.265513 .5663012
/sigma	.8030256	.0682937			.6691723 .9368788

Obs. summary:	0	left-censored observations
	57	uncensored observations
	0	right-censored observations