

UNIVERSIDAD DE CANTABRIA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Departamento de Administración de Empresas

PROGRAMA DE DOCTORADO

“Metodologías y Líneas de Investigación en Contabilidad y Auditoría”

TESIS DOCTORAL

FACTORES INSTITUCIONALES QUE INCIDEN EN LA TRANSPARENCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO: UN ESTUDIO EN EMPRESAS COTIZADAS LATINOAMERICANAS

MENCIÓN DE DOCTORADO INTERNACIONAL

Tesis presentada para la obtención del grado de doctor por:
Guadalupe del Carmen Briano Turrent

Dirigida por:
Profesor Dr. Lázaro Rodríguez Ariza
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la
Universidad de Granada

Santander, julio de 2012

UNIVERSITY OF CANTABRIA

FACULTY OF ECONOMICS AND BUSINESS STUDIES

Department of Business Administration

Ph.D. PROGRAM

“Methodologies and Lines of Research in Accounting and Audit”

DOCTORAL THESIS

INSTITUTIONAL FACTORS THAT INFLUENCE ON THE CORPORATE GOVERNANCE TRANSPARENCY: A STUDY OF LATIN AMERICAN LISTED COMPANIES

MENTION OF INTERNACIONAL DOCTOR

Doctoral thesis presented by:
Guadalupe del Carmen Briano Turrent

Supervised by:
Professor Dr. Lázaro Rodríguez Ariza
Professor of Financial Economy and Accounting at University of
Granada

Santander, July 2012



Lázaro Rodríguez Ariza
Universidad de Granada
Dpto. Economía Financiera y Contabilidad
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Campus de Cartuja, s/n
18071 GRANADA

Departamento de Administración de Empresas
Universidad de Cantabria

Por la presente, autorizo la lectura y defensa de la tesis doctoral titulada:
“Factores institucionales que inciden en la transparencia del gobierno corporativo: Un estudio en empresas cotizadas latinoamericanas”, elaborada por la doctoranda **Guadalupe del Carmen Briano Turrent**, correspondiente al Programa de Doctorado de esa Universidad, “Líneas de investigación en Contabilidad y Auditoría.”

En Granada, a treinta de mayo de dos mil doce.

Dr. Lázaro Rodríguez Ariza.
Universidad de Granada.

A mi familia

AGRADECIMIENTOS

No puedo comenzar la redacción del presente trabajo, sin antes agradecer infinitamente a aquellas personas que me motivaron y apoyaron en la realización de este proyecto de gran trascendencia personal y profesional en mi vida.

En primer lugar estos agradecimientos van dirigidos a mi director de tesis Lázaro Rodríguez Ariza, quien durante casi tres años, además de brindarme todos sus conocimientos y sabios consejos, hizo de mi estancia en España, una experiencia inolvidable que me ha permitido crecer académica y personalmente. Admiro sobre todo la visión positiva que tienes hacia la vida, la cual me ayudó a superar todos los obstáculos para llevar a cabo con éxito este trabajo. Espero contar siempre con tu amistad y seguir trabajando de forma conjunta desde México.

Un agradecimiento muy especial a la Dra. Jannine Poletti Hughes, por dedicarme parte de su tiempo y el apoyo recibido durante mi estancia de investigación en la Universidad de Liverpool. Fue muy grato conocerte y haber trabajado juntas por unos meses. La experiencia fue extraordinaria y me permitió conocer a excelentes personas. Agradezco también la participación de los distinguidos miembros del tribunal en la lectura de la presente tesis doctoral.

Deseo agradecer a la Universidad Autónoma de San Luis Potosí por brindarme la oportunidad de estudiar este doctorado, especialmente al Maestro Juan Manuel Buenrostro Morán, director de nuestra facultad. Igualmente quiero agradecer el apoyo financiero recibido por el señor Rector de la Universidad Autónoma de San Luis Potosí, Lic. Mario García Valdez, a través del programa PROMEP, sin el cual no habría sido posible la realización de este trabajo. Finalmente quiero expresar mi agradecimiento y admiración a la Maestra Asunción López, a quien aprecio y quiero mucho, y al Maestro Élfego Ramírez, quien me compartió sus conocimientos y experiencia en la parte estadística.

Quiero manifestar un agradecimiento especial a CUMEX y a la Universidad de Cantabria por haber hecho posible este proyecto. Especialmente al Dr. Francisco Javier Martínez, coordinador del programa, y el apoyo incondicional de Hugo Alfredo Vázquez. He tenido la oportunidad de conocer a mis compañeros del doctorado de la 3ª generación. Especialmente a mis amigos Thelma, Carlos Iván, Lía, Rosalba y José Manuel. También agradezco el apoyo y facilidades proporcionadas por la Universidad de Granada, particularmente al director del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, el Dr. D. José Manuel Aguayo.

Ahora corresponde expresar mi gratitud a las personas que han formado parte de esta etapa de mi vida. Quiero agradecer a mi amiga Paty Alonso. En este tiempo que hemos convivido juntas fuera de nuestra ciudad, compartimos gratas experiencias y sus consejos y apoyo han sido muy valiosos. El desarrollo de mi tesis doctoral no habría sido posible sin aquellas personas que tuve la oportunidad de conocer en la linda ciudad de Granada y que siempre recordaré con mucho cariño. Especialmente a mis amigas Amparo Soler y Eva Argente, con quienes he compartido una linda amistad y lindas experiencias. Eva, espero seguir trabajando contigo en la misma línea de investigación y espero que algún día me visites en México. A mis amigos Ste, Lilia, Celia, Dainelis, Jenny, Paula, Emi, Iona y Erian, gracias por su amistad y palabras de aliento durante mi estancia en Granada y Liverpool. Quiero agradecer asimismo, a mis compañeros del despacho D06, quienes han sido parte importante en este logro: Eduardo Maqui, Luis Pedauga, José Mancilla, Ming y José Antonio. Gracias por compartirme sus conocimientos y por todo su apoyo.

Finalmente quiero expresar mi más profundo agradecimiento y amor a mi familia, que desde México me motivaron y escucharon en los momentos que más los necesité. A mis padres Carmen y José, mis hermanos Brianda y Pepe y mi sobrina Marijo, quienes siempre estuvieron presentes a pesar de la distancia. A ellos les dedico esta tesis, que es un gran logro personal y que me ha hecho crecer y ser más fuerte en todos los sentidos.

RESUMEN

RESUMEN

La presente tesis estudia la relación entre los factores institucionales (formales e informales) y la transparencia sobre gobierno corporativo en las empresas de mayor cotización bursátil en los países emergentes latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile y México). Adoptando los enfoques de la teoría institucional y la teoría de la agencia, el objetivo ha sido identificar aquellas variables institucionales a nivel macro y a nivel empresa que tienen una influencia significativa sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo, medido a través de la construcción de un índice de divulgación que cubre el período 2004-2010.

Se comienza con el análisis de los conceptos teóricos y el marco regulatorio sobre gobierno corporativo en estos países, poniendo una especial atención en los códigos de buen gobierno, las leyes imperantes y los principios y recomendaciones de buen gobierno emitidos por organismos internacionales, base para desarrollar nuestro índice de transparencia y efectuar un estudio comparativo. Posteriormente, se intenta identificar, en base a la literatura previa, aquellos factores institucionales que inciden sobre el nivel de transparencia en las empresas, proponiendo tres modelos teóricos. La información relacionada con el índice de transparencia y las variables explicativas son obtenidas de las memorias anuales de las empresas, mientras que la metodología estadística utilizada es el análisis de datos de panel. Así, nuestra muestra de estudio se integra de 826 observaciones que pertenecen a los índices de mayor cotización bursátil de las bolsas de valores en Argentina (MERVAL), Brasil (IBOVESPA), Chile (IPSA) y México (IPyC).

La aportación principal de la investigación es la propuesta de un modelo empírico que refleja la relación de un conjunto de factores institucionales y el nivel de transparencia en gobierno corporativo en el contexto de los países emergentes latinoamericanos, donde la investigación previa es escasa. Se ofrece una visión del estado actual de la cuestión en la región y también se incluyen nuevas variables que no han sido previamente analizadas, como es la cultura organizacional, siendo éste el primer estudio que se centra en la región de América Latina. Los resultados sugieren que los factores institucionales, formales e informales, y algunas de las variables de control tienen un poder explicativo en el nivel de transparencia en gobierno corporativo de las empresas cotizadas en estos países.

Nuestros resultados identifican aquellas dimensiones más relevantes en materia de transparencia y el estado actual de la convergencia regional en las prácticas de gobernanza empresarial en los países emergentes latinoamericanos, pudiendo ser un punto de referencia para los responsables de emitir las políticas y directrices sobre gobierno corporativo.

ABSTRACT

ABSTRACT

This thesis examines explores the influence of the institutional factors (formal and informal) on corporate governance disclosure among the largest stock market capitalization companies in the emerging markets of Latin America (Argentina, Brazil, Chile and Mexico). Based on the institutional and agency theories, this study extends previous research by identifying those institutional dimensions at both the macro and firm levels that may affect the transparency of corporate governance, through the construction of a transparency index for the years 2004 through 2010.

The thesis begins by examining the theoretical concepts and the regulatory framework on corporate governance in these countries. Particular importance is focused on corporate governance codes, laws in the region and the principles and guidelines issued by international organizations in order to develop our corporate governance transparency index and to obtain the comparative study. The thesis then turns to identify in the previous research those institutional factors that influence on the corporate disclosure level and then to propose our theoretical models. The information related with the transparency index and explanatory variables are collected from annual reports of the companies. This thesis provides a longitudinal analysis using a two-way panel data that consists of 826 observations obtained from the annual reports of the companies that belong to the most liquid stocks indices traded on Argentina (MERVAL), Brazil (IBOVESPA), Chile (IPSA) and Mexico (IPyC).

Our main contribution of this research is to develop an empirical model that shows the relationship between the institutional factors and the level of transparency on corporate governance in the context of Latin-American emerging countries. To the best of our knowledge, this is the first study focusing on the Latin American region that includes organizational culture variables. This thesis provides an insight into the current state in the region and proposes an integral theoretical model. It also includes new variables that have not been previously studied. The results suggest that institutional factors both formal and informal, and some of the control variables have explanatory power on the transparency level of corporate governance in these countries.

Our results identify the most relevant dimensions on corporate transparency and the current situation of the regional convergence on corporate governance practices on Latin American emerging countries. In addition, this study contributes to be a benchmark for those responsible issuing guidelines and corporate governance policies.

ÍNDICE

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN.....	xiii
ABSTRACT.....	xvii
ÍNDICE GENERAL.....	xxi
ÍNDICE DE TABLAS.....	xxviii
ÍNDICE DE FIGURAS.....	xxx
ABREVIATURAS.....	xxxiii

INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN

I. INTRODUCCIÓN AL TEMA OBJETO DE ESTUDIO.....	xxxvii
II. INTERÉS Y JUSTIFICACIÓN Y DE LA INVESTIGACIÓN.....	xl
III. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.....	xl ii
IV. METODOLOGÍA.....	xl iv
V. ESTRUCTURA DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN.....	xl vi

CAPÍTULO 1

RELEVANCIA ACTUAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO: EL CONTEXTO INTERNACIONAL

1.1. CONCEPTO Y RELEVANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....	6
1.1.1. Definición de gobierno corporativo.....	8
1.1.2. Dimensiones de gobierno corporativo.....	14
1.2. ANTECEDENTES TEÓRICOS.....	24
1.2.1. La separación entre la propiedad y el control: Teoría de la agencia	26
1.2.2. Teoría del stewardship.....	29
1.2.3. Teoría de la dependencia de recursos.....	31
1.2.4. Teoría de los stakeholders.....	32
1.2.5. Teoría institucional.....	34
1.3. SISTEMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	40
1.3.1. Sistema anglosajón.....	42
1.3.2. Sistema continental.....	44
1.3.3. Sistema institucional o emergente.....	47
1.3.4. Convergencia en los sistemas de gobierno corporativo.....	48
1.4. MARCO NORMATIVO.....	50
1.4.1. El sistema legal.....	51
1.4.1.1. Entorno internacional.....	53
1.4.1.2. Latinoamérica.....	55
1.4.2. Códigos de buen gobierno.....	59
1.4.2.1. Entorno internacional.....	61
1.4.2.2. Latinoamérica.....	66
1.4.2.2.1. Argentina.....	69
1.4.2.2.2. Brasil.....	71
1.4.2.2.3. Chile.....	75
1.4.2.2.4. México.....	78
1.5. ANÁLISIS COMPARATIVO EN PAÍSES EMERGENTES LATINOAMERICANOS...	80

CAPÍTULO 2

LA TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

2.1. DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN CORPORATIVA.....	93
2.1.1. Concepto y relevancia de la transparencia corporativa	93
2.1.2. Divulgación de información voluntaria versus información obligatoria.....	96
2.1.2.1. Divulgación de información voluntaria.....	97
2.1.2.2. Divulgación de información obligatoria.....	106
2.1.3. Beneficios y costes de la divulgación de información corporativa.....	112
2.1.4. Medios utilizados en la divulgación de información corporativa.....	113
2.1.4.1. La memoria anual.....	113
2.1.4.2. El sitio web.....	115
2.1.4.3. La transparencia en gobierno corporativo.....	117
2.2. MEDICIÓN DE LA TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO.....	122
2.2.1. Los índices de transparencia como herramienta de medición	122
2.2.1.1. Índices de transparencia corporativa propuestos por organismos internacionales.....	124
2.2.1.2. Índices de transparencia corporativa propuestos en estudios previos.....	126
2.2.2. Índice de transparencia en gobierno corporativo propuesto (ITGC).....	131
2.3. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA OBJETO DE ESTUDIO.....	136
2.3.1. Selección de la muestra de estudio y periodo de análisis.....	136
2.3.2. Distribución sectorial de la muestra de estudio	139
2.3.3. Técnica adoptada en la recolección y tratamiento de los datos.....	140
2.4. ANÁLISIS COMPARATIVO DEL NIVEL DE TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE PAÍSES EMERGENTES LATINOAMERICANOS.	141
2.4.1. Evolución del nivel de divulgación de información en gobierno corporativo en Latinoamérica por país.....	141
2.4.2. Evolución del nivel de divulgación de información en gobierno corporativo en Latinoamérica por sector industrial.....	147

2.4.3. Evolución del nivel de divulgación de información en gobierno corporativo en Latinoamérica por dimensión de gobierno corporativo.....	149

CAPÍTULO 3

LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES FORMALES SOBRE EL NIVEL DE TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

3.1. MARCO TEÓRICO.....	159
3.1.1. Revisión de estudios previos.....	161
3.2. HIPÓTESIS DE ESTUDIO.....	163
3.2.1. Sistema legal.....	163
3.2.2. Desarrollo económico (PIB).....	167
3.2.3. Nivel de inflación.....	169
3.2.4. Dimensiones de gobierno corporativo.....	169
3.2.4.1. Consejo de Administración.....	170
a) Tamaño.....	171
b) Composición.....	173
3.2.4.2. Dualidad COB-CEO.....	175
3.2.4.3. Participación femenina en el Consejo.....	177
3.2.4.4. Estructura de la propiedad.....	179
3.2.4.5. Comité de auditoría.....	181
3.2.5. Variables de control.....	182
3.3. MODELO TEÓRICO PROPUESTO.....	191
3.4. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN.....	193
3.4.1. Herramienta estadística adoptada en el estudio.....	193
3.4.2. Identificación de variables endógenas en el modelo.....	197
3.4.3. Procedimiento estadístico aplicado en el estudio.....	199
3.4.4. Tratamiento de outliers (valores extremos).....	208
3.5. RESULTADOS EMPÍRICOS.....	209

3.5.1. Análisis descriptivo de los datos.....	209
3.5.2. Análisis bivariado de las variables (Matriz de correlaciones).....	225
3.5.3. Modelo empírico propuesto.....	229
3.5.4. Resumen y medición de las variables de estudio.....	231
3.5.5. Discusión de resultados: Análisis de regresión y datos de panel.....	234

CAPÍTULO 4

LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES INFORMALES SOBRE EL NIVEL DE TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

4.1. MARCO TEÓRICO.....	246
4.1.1. Revisión de estudios previos.....	249
4.2. HIPÓTESIS DE ESTUDIO.....	250
4.2.1. Orientación accionista vs stakeholder.....	254
4.2.2. Valores éticos.....	256
4.2.3. Estrategia corporativa	258
4.2.4. Variables de control	260
4.3. MODELO TEÓRICO PROPUESTO.....	261
4.4. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN.....	263
4.5. RESULTADOS EMPÍRICOS.....	263
4.5.1. Análisis descriptivo de los datos.....	263
4.5.2. Análisis bivariado de las variables (matriz de correlaciones).....	267
4.5.3. Modelo empírico propuesto.....	271
4.5.4. Resumen y medición de las variables de estudio.....	272
4.5.5. Discusión de resultados: Análisis de regresión y datos de panel.....	274

CAPÍTULO 5

LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES FORMALES E INFORMALES SOBRE LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

5.1. MARCO TEÓRICO.....	283
5.1.1.Revisión de estudios previos.....	285
5.2. HIPÓTESIS DE ESTUDIO.....	286
5.2.1.Factores formales e informales.....	286
5.3. MODELO TEÓRICO PROPUESTO.....	287
5.4. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN.....	290
5.5. RESULTADOS EMPÍRICOS.....	290
5.5.1.Análisis descriptivo de los datos.....	290
5.5.2.Análisis bivariado de las variables (Matriz de correlaciones).....	290
5.5.3.Modelo empírico propuesto.....	296
5.5.4.Resumen y medición de las variables de estudio.....	297
5.5.5.Discusión de resultados: Análisis de regresión y datos de panel.....	300

CAPÍTULO 6

CONCLUSIONES, LIMITACIONES DEL ESTUDIO Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

6.1. Conclusiones y contribución del estudio.....	310
6.2. Implicaciones del estudio.....	315
6.3. Limitaciones del trabajo.....	317
6.4. Futuras líneas de investigación.....	318

CHAPTER 7

CONCLUSIONS, LIMITATIONS AND FUTURE RESEARCH OF THE STUDY

7.1. Conclusions of the study.....	324
7.2. Implications of the study.....	328
7.3. Limitations of the study.....	330
7.4. Future research	331

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	335

ANEXOS.....	403

Anexo 1. Resultados obtenidos en Stata 11 para el análisis de datos panel en el primer estudio.....	403
Anexo 2. Resultados obtenidos en Stata 11 para el análisis de datos panel en el segundo estudio.....	416
Anexo 3. Resultados obtenidos en Stata 11 para el análisis de datos panel en el tercer estudio.....	428

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1. Conceptos de GC adoptados en estudios previos	10
Tabla 1.2. Códigos de buen gobierno	63
Tabla 1.3. Concepto y principios de GC en Latinoamérica.....	82
Tabla 1.4. Comparativo de las prácticas de GC en países emergentes latinoamericanos.....	84
Tabla 2.1. Estudios previos relacionados con la divulgación de información voluntaria.....	99
Tabla 2.2. Estudios previos relacionados con la divulgación de información obligatoria.....	110
Tabla 2.3. Análisis comparativo de las prácticas relacionadas con la transparencia en GC: El contexto internacional.....	119
Tabla 2.4. Trabajos previos sobre la construcción de índices de GC.....	127
Tabla 2.5. Índice de transparencia en GC propuesto (ITGC).....	131
Tabla 2.6. Número de empresas que integran la muestra de estudio.....	138
Tabla 2.7. Muestra de estudio durante el periodo 2004-2010.....	139
Tabla 2.8. Distribución sectorial de las empresas que integran la muestra de estudio...	140
Tabla 2.9. Índice de transparencia en GC a nivel país.....	144
Tabla 2.10. Índice de transparencia en GC por sector industrial.....	148
Tabla 2.11. Análisis comparativo del ITGC a nivel sector industrial-año.....	149
Tabla 2.12. Evolución del ITGC (Dimensión del CA).....	150
Tabla 2.13. Evolución del ITGC (Derechos de los accionistas).....	151
Tabla 3.1. Hipótesis planteadas en el primer modelo (factores formales).....	190
Tabla 3.2. Estudios de GC basados en la metodología de datos de panel.....	204
Tabla 3.3. Estadísticos descriptivos ITGC.....	211
Tabla 3.4. Estadísticos descriptivos de variables a nivel país.....	212
Tabla 3.5. Estadísticos descriptivos del tamaño del CA.....	213
Tabla 3.6. Estadísticos descriptivos de la composición del CA.....	215
Tabla 3.7. Estadísticos descriptivos de la dualidad COB-CEO.....	216
Tabla 3.8. Estadísticos descriptivos de la existencia del comité de auditoría.....	216
Tabla 3.9. Estadísticos descriptivos de género en el CA.....	218

Tabla 3.10. Estadísticos descriptivos de la concentración de la propiedad.....	219
Tabla 3.11. Estadísticos descriptivos del nivel de endeudamiento.....	221
Tabla 3.12. Estadísticos descriptivos de la edad de la empresa.....	222
Tabla 3.13. Estadísticos descriptivos del tamaño de la empresa.....	223
Tabla 3.14. Estadísticos descriptivos de la rentabilidad de la empresa.....	224
Tabla 3.15. Matriz de correlaciones bivariadas.....	228
Tabla 3.16. Definición y medición de las variables de estudio.....	231
Tabla 3.17. La incidencia de los factores institucionales formales sobre el ITGC (Estimación con datos de panel).....	241
Tabla 4.1. Hipótesis planteadas en el segundo modelo (factores informales).....	260
Tabla 4.2. Estadísticos descriptivos de la orientación hacia el stakeholder vs accionista.....	264
Tabla 4.3. Valores culturales adoptados en las empresas.....	265
Tabla 4.4. Estadísticos descriptivos de la estrategia corporativa.....	266
Tabla 4.5. Matriz de correlaciones bivariadas.....	270
Tabla 4.6. Definición y medición de las variables de estudio.....	272
Tabla 4.7. La incidencia de los factores institucionales informales sobre el ITGC (Estimación con datos de panel).....	278
Tabla 5.1. Hipótesis planteadas en el tercer estudio (factores formales e informales)...	286
Tabla 5.2. Matriz de correlaciones bivariadas.....	294
Tabla 5.3. Definición y medición de las variables de estudio.....	297
Tabla 5.4. La incidencia de los factores institucionales formales e informales sobre el ITGC (Estimación con datos de panel).....	304

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1. Empresas cotizadas en el mercado doméstico (1995-2010).....	58
Figura 1.2. Nuevas empresas cotizadas en el mercado doméstico (1995-2010).....	58
Figura 1.3. Empresas que dejaron de cotizar en el mercado doméstico (1995-2010).....	59
Figura 1.4. Matriz de dimensiones de GC por país (en número y porcentaje).....	87
Figura 2.1. Índice de transparencia en GC a nivel país (2004).....	146
Figura 2.2. Índice de transparencia en GC a nivel país (2010).....	147
Figura 3.1. Modelo teórico: La incidencia de los factores institucionales formales sobre el nivel de transparencia en GC.....	192
Figura 4.1. Modelo teórico propuesto: La incidencia de los factores institucionales informales sobre el nivel de transparencia en GC.....	262
Figura 5.1. Modelo teórico propuesto: La incidencia de los factores institucionales informales e informales sobre el nivel de transparencia en GC.....	289

ABREVIATURAS

ABREVIATURAS

ADRs	American Depositary Receipt
AFEP-MEDEF	Association Française des Entreprises Privés-Mouvement des Entreprises de France
AIMR	Association for Investment Management and Research
BD	Board of Directors
BVQ	Bolsa de Valores de Quito de Ecuador
CA	Consejo de administración
CBG	Códigos de buen gobierno
CEGC	Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo
CEO	Chief Executive Office (Posición ejecutiva más alta)
CGC&DM	Centro de Gobierno Corporativo y Desarrollo de Mercados de Chile
CG	Corporate Governance
CGG	Codes of Good Governance
CGTI	Corporate Governance Transparency Index
CIFAR	Centro de Análisis e Investigación Financiera Internacional
CLSA	Credit Lyonnais Securities Asia
CMPC	Código de Mejores Prácticas Corporativas
Confecámaras	Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio
CVMB	Comissão Nacional de Valores de Brasil
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
CNV	Comisión Nacional de Valores (Argentina)
COB	Chairman of the Board (Presidente del CA)
CUE	Circular Única de Emisoras
GC	Gobierno Corporativo
GDP	Gross Domestic Product
GICS	Global Industry Classifications Standards
GMI	Governance Metrics International

GMM	Método Generalizado de Momentos
GRI	Global Reporting Initiative
IAGO	Instituto Argentino para el Gobierno Corporativo
IBCG	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFAC	Federación Internacional de Contadores Públicos
IFC	Corporación Internacional de Finanzas
IGCLA	Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina
IGC-CR	Instituto de Gobierno Corporativo de Costa Rica
IGC-P	Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
IRRC	Centro de Investigación de Responsabilidad del Inversor
ITGC	Índice de Transparencia en Gobierno Corporativo
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NIIFs	Normas Internacionales de Información Financiera
NYSE	Bolsa de Valores de Nueva York
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
OLS	Mínimos Cuadrados Ordinarios
PIB	Producto Interno Bruto
Procapitales	Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales de Perú
ROSC	Reports on the Observance of Standards and Codes
SOX	Ley de Sabarney Oxley
TDR	Teoría de la Dependencia de Recursos
UNCTAD	Confederación de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo
WGI	Worldwide Governance Indicator (Índice Mundial de Gobierno)

INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN

I. INTRODUCCIÓN AL TEMA OBJETO DE ESTUDIO

La globalización, la internacionalización de los mercados y la desregulación en los países, hacen que el gobierno corporativo (GC) sea un tema de gran relevancia en la última década, despertando un creciente interés en la literatura académica internacional. Las empresas de distintos países se han visto en la necesidad de mejorar su gestión y eficiencia operacional, adoptando al GC como una estrategia para hacer frente a sus competidores. Por otro lado, en respuesta a los escándalos financieros acontecidos principalmente en EE.UU. (Enron, Anderson y WorldCom) y Europa (Nick Leeson, Ahold y Parmalat), los organismos internacionales han incrementado su participación en lo que respecta a la emisión de normativa y códigos de buen gobierno (CBG), dirigidos a recuperar la confianza en el mercado. Del mismo modo, la necesidad de una mayor transparencia corporativa se hace imperante en un entorno cada vez más global, extendiéndose no solamente hacia los accionistas sino hacia un grupo mayor de stakeholders.

La literatura previa coincide en dividir a los sistemas de GC en dos grandes grupos. Por un lado, el sistema anglosajón, caracterizado por la financiación a corto plazo, propiedad dispersa, fuerte protección a los inversores, control del mercado de capital muy activo y mercado laboral flexible. Por otro lado, el sistema continental, cuyas características son la financiación a largo plazo, concentración de la propiedad, débil protección a los inversores, control inactivo en los mercados de capital y un mercado laboral rígido (Aguilera y Jackson, 2010; Becht y Roell, 1999; Hall y Soskice, 2001; La Porta et al., 1998; Shleifer y Vishny, 1997). Más recientemente, para el caso de países emergentes, se habla también del “*sistema emergente o institucional*”, en tanto que las presiones de la globalización y los arreglos institucionales son los principales factores que determinan la estructura del GC en estos países (Siddiqui, 2010). Las instituciones inciden en la selección de las prácticas de GC adoptadas por las empresas, a fin de legitimar su sistema económico e incrementar la atracción de inversión extranjera y los fondos en los mercados de capital.

Por otra parte, la integración de las tecnologías de información, particularmente Internet, agrega una nueva dimensión al proceso de comunicación corporativa entre las empresas y sus stakeholders, de tal forma que se ha incrementado notablemente el volumen de información difundido por las mismas, siendo el sitio web corporativo el medio a través del cual se disemina la mayor parte de ésta. En este contexto, Mercer (2004) y Hodge, Hopkins y Pratt (2006) afirman que la credibilidad de la información es un elemento esencial en el buen gobierno de una sociedad. Se pone de manifiesto que el GC y la transparencia corporativa repercuten de forma positiva en la evaluación que hace el mercado sobre las empresas. Su objetivo es proteger al inversor minoritario y reducir la extracción de beneficios privados por parte de los grandes accionistas (Bushman, Piotroski y Smith, 2004; Ostberg, 2006). La transparencia corporativa ha sido adoptada como uno de los principios rectores del buen gobierno por organismos internacionales como la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), la Federación Internacional de Contadores Públicos (IFAC) o la Corporación Internacional de Finanzas (IFC) (Choi, Hilton y Millar, 2004). Una mayor transparencia ayuda a los inversores a un mejor entendimiento de la gestión, reduce la asimetría de la información, incrementa la confianza en el mercado de capitales y alienta a una mayor inversión extranjera directa (Bushman y Smith, 2001).

Son diversos los autores que sostienen que la transparencia corporativa protege al accionista minoritario, reduciendo la expropiación de éstos por parte de los accionistas controladores, lo que lleva a incrementar la confianza del inversor, disminuir el coste de capital y aumentar el valor de las acciones (Berglöf y Pajuste, 2005; Ostberg, 2006). De acuerdo con Bushman, Piotroski y Smith (2004), la transparencia corporativa se puede visualizar desde dos dimensiones. Por un lado, la transparencia financiera se refiere a la intensidad, tiempo, análisis y divulgación de información financiera. Por otro, la transparencia del gobierno, la cual captura la información necesaria para evaluar y responsabilizar a los gerentes. Con la proliferación de los CBG en la mayoría de los países y la normativa relacionada a las mejores prácticas de gobernanza empresarial, la

transparencia en GC es un tema de gran relevancia, particularmente para el caso de economías emergentes¹ latinoamericanas, en donde la literatura es escasa.

Por ello, es importante identificar los factores que inciden en el nivel de transparencia corporativa. De acuerdo con la teoría institucional, los factores institucionales formales, como el entorno legal, las variables macroeconómicas y las prácticas de gobernanza empresarial (Miller, 2004; Bushman, Piotroski y Smith, 2004; Ghazali, 2010), así como los factores informales, que se refieren básicamente a la cultura nacional y corporativa (Orij, 2010; Qu y Leung, 2006; Hope, 2003; Archambault y Archambault, 2003; Jaggi y Low, 2000; Matoussi y Jardak, 2012), son los que influyen sobre un mayor o menor nivel de transparencia. Además, las propias características de la empresa, como su tamaño, edad, nivel de deuda o rentabilidad, también inciden en el nivel de divulgación de información corporativa (Kent y Steward, 2008; Gandía, 2008; Barako, Hancock e Izan, 2006; Berglöf y Pajuste, 2005; Collet y Hrasky, 2005; Marston y Polei, 2004).

Por su parte, la medición de la transparencia en GC es generalmente realizada a través del desarrollo de índices de transparencia, una de las técnicas básicas para describir la información suministrada por las empresas (Ortiz y Clavel, 2006; García-Meca y Sánchez, 2006; Bonsón y Escobar, 2004).

Bajo este contexto, nuestro estudio pretende identificar los factores institucionales, formales e informales, que han dado forma a la evolución de la transparencia en GC en los países emergentes latinoamericanos, siendo nuestro estudio uno de los primeros en incluir aspectos culturales a nivel empresa en el análisis.

¹ Son países con bajos ingresos y de rápido crecimiento y que hacen uso de la liberalización económica como su principal motor de crecimiento (Hoskisson, Lau y Wright, 2000).

II. INTERÉS Y JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

Pese a que la investigación en GC goza ya de una consolidada trayectoria, principalmente en países anglosajones y desarrollados, todavía existen importantes oportunidades de investigación en las economías emergentes. Hemos decidido concretar el análisis en los países emergentes de Latinoamérica, por ser una región poco estudiada y que ha despertado gran interés tanto de organizaciones a nivel internacional, como la OCDE y el Banco Mundial, como de las instituciones regulatorias locales y el mundo académico. Además, a partir de los escándalos financieros que tuvieron lugar en las principales economías, se ha creado la necesidad de recuperar la confianza en el mercado a través de un mejor gobierno y el incremento de la transparencia corporativa; lo cual se ha visto reflejado en una proliferación de CBG y lineamientos generales que aplican en un entorno global y competitivo.

Por otro lado, hemos identificado a la teoría institucional como la más adecuada para sustentar nuestro estudio empírico, sin dejar de lado la teoría de la agencia, la cual ha sido la más aplicada en la mayor parte de la literatura previa. En este contexto y de acuerdo con North (1990) y Lins (2003), las instituciones formales e informales juegan un papel primordial en la consecución de determinadas prácticas corporativas, incidiendo en su desarrollo y evolución y dando origen a las diferencias existentes entre países. Por todo ello, este trabajo pretende evaluar y comparar el nivel de divulgación de información en GC a través de la construcción de un índice de transparencia que nos permita obtener un estudio comparativo de la región. Nuestra muestra de estudio se integra de aquellas empresas incluidas en los índices de mayor cotización bursátil en los países emergentes² de Latinoamérica durante el periodo 2004-2010. Hemos seleccionado para nuestro estudio a Argentina, Brasil, Chile y México, los cuales capturan el 70% de la capitalización del mercado en la región (S&P, 2010). Por otro lado, desarrollamos un modelo conceptual bajo el enfoque de la teoría institucional-teoría de la agencia, que describe las posibles

²Los mercados emergentes se refieren a un amplio conjunto de países que se están incorporando rápidamente al sistema mundial de negocios. En el caso de Latinoamérica encontramos a Argentina, Brasil, Chile y México. Estas economías se distinguen de los países en desarrollo debido a su crecimiento fenomenal, convirtiéndose en un destino atractivo para inversores institucionales y corporaciones internacionales (Eldomiaty, Choi y Cheng, 2006).

relaciones entre los factores institucionales formales e informales y el nivel de divulgación en GC de las empresas bajo estudio.

La aportación principal, y planteamiento novedoso de nuestro trabajo, es integrar elementos que no han sido estudiados en la literatura actual, al menos para el caso de Latinoamérica. Si bien es cierto que la divulgación de información corporativa ha sido ampliamente estudiada, principalmente en países de origen anglosajón y economías desarrolladas, la transparencia en GC es un campo poco explorado. Así, nuestro estudio propone un índice de transparencia en GC (ITGC) que toma en cuenta el entorno institucional de estos países y algunos estudios previos realizados para la región, obteniendo un comparativo del nivel de transparencia en GC en las economías analizadas. Por otro lado, la mayor parte de la literatura en GC ha adoptado el enfoque de la teoría de la agencia para analizar el impacto que tiene determinadas características corporativas sobre la adopción de prácticas de GC o desempeño empresarial, siendo menos común como marco de referencia la teoría institucional.

Comenzamos estudiando el estado actual del marco normativo y regulatorio en materia de GC, tanto en el entorno internacional como en la región latinoamericana. Ello nos permitirá desarrollar nuestro ITGC y visualizar qué países han optado por divulgar más información relacionada con la gobernanza empresarial. Nuestro estudio propone un modelo teórico que hace referencia al entorno institucional formal e informal sobre la decisión de divulgar o no información sobre GC. Es así que dimensiones culturales como la orientación hacia el stakeholder, los valores éticos y la estrategia corporativa son relacionadas con el nivel de transparencia en GC, siendo nuestro estudio pionero en el área, dado que no hemos identificado estudios previos similares.

La oportunidad de este estudio se justifica por la relevancia actual que ha adquirido la transparencia corporativa y el GC en las empresas, los cuales se han fortalecido con la emisión de normativa y recomendaciones por parte de organismos reguladores nacionales e internacionales, siendo adoptados como los principios rectores para abatir la crisis financiera actual (IFAC, 2010). Por otra parte, la inclusión de las tecnologías de información en la divulgación de información corporativa y de variables institucionales, como el entorno legal, dimensiones macroeconómicas y la cultura

organizacional, nos permiten obtener resultados interesantes y novedosos para el caso de estos países en donde la investigación es casi inexistente. Es así que nuestro estudio se enfoca en un contexto caracterizado por una alta concentración de la propiedad y consejos de administración (CA) dominados por representantes de los accionistas de control, siendo difícil extrapolar a partir de los estudios realizados en EE.UU. y países anglosajones (Méndez y García, 2007).

Asimismo, incorporamos al análisis el efecto temporal (periodo 2004-2010) a través de la metodología de datos de panel, lo cual nos permitirá identificar la evolución que ha experimentado la transparencia en GC en los países bajo estudio, así como los factores que han motivado a divulgar una mayor información. Esta metodología toma en cuenta los posibles problemas de endogeneidad o causalidad inversa entre las variables de estudio, permitiendo obtener resultados más confiables y robustos.

Las implicaciones prácticas de nuestro estudio se enfocan hacia los responsables de emitir las políticas y normativa sobre la materia, así como para las propias empresas bajo estudio.

III. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

De acuerdo al interés de nuestra investigación y la justificación antes expuesta, nos hemos planteado un objetivo general que nos permita dar respuesta a las interrogantes de nuestro estudio. El objetivo general del estudio es:

- Estudiar la relación existente entre los factores institucionales formales (sistema legal, desarrollo económico, tasa de inflación y las dimensiones de GC) e informales (estrategia corporativa, orientación hacia el stakeholder y los valores éticos) y el nivel de transparencia en GC de las empresas cotizadas en Latinoamérica.

En concreto nuestro estudio se plantea las siguientes preguntas de investigación:

- ¿Cuál ha sido la evolución del marco normativo y el nivel de transparencia en GC en los países emergentes latinoamericanos?
- ¿Cómo influyen los factores institucionales formales a nivel país sobre el nivel de transparencia en GC en empresas cotizadas de Latinoamérica?
- ¿Cómo inciden los factores institucionales formales a nivel empresa sobre el nivel de transparencia en GC en empresas cotizadas de Latinoamérica?
- ¿Cómo influyen los factores institucionales informales a nivel empresa sobre el nivel de transparencia en GC en empresas cotizadas latinoamericanas?
- ¿Cuál es la relación entre los factores institucionales formales e informales y el nivel de transparencia en GC en empresas cotizadas latinoamericanas?

Para dar cumplimiento al objetivo general e interrogantes planteadas, nos marcamos los siguientes objetivos específicos:

1. El primer capítulo tiene como objetivo presentar el marco conceptual sobre el cual se desarrolla nuestro estudio, así como obtener un comparativo del entorno institucional formal referido principalmente al marco normativo y regulatorio sobre GC en estos países.
2. El objetivo del capítulo dos es proponer un ITGC, basado en estudios previos realizados en Latinoamérica y que recoge los pilares básicos de cada uno de los CBG y normativa en estos países. Simultáneamente aplicamos este índice a las memorias anuales de la muestra seleccionada de empresas para obtener un estudio comparativo del nivel de transparencia en GC en esta región.
3. En el tercer capítulo pretendemos identificar aquellos factores institucionales formales que tienen una influencia significativa en el nivel de transparencia de GC en estos países a través del uso de datos de panel.
4. El capítulo cuatro persigue analizar aquellos factores institucionales informales que se asocian a la divulgación de información sobre GC en países emergentes latinoamericanos a través del uso de datos de panel.
5. El capítulo cinco integra tanto los factores formales como los informales para estudiar su relación con el ITGC, utilizando la metodología de datos de panel.

6. Obtener conclusiones y aportaciones relevantes en esta línea de investigación, así como identificar las limitaciones y líneas futuras de investigación del estudio.

IV. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

En primer lugar, se llevó a cabo una revisión profunda de la literatura, utilizando potentes bases de datos como Web of Knowledge, ProQuest, EBSCOhost, Scopus, etc. Se detectó que la línea de investigación de GC ha cobrado gran relevancia en las dos últimas décadas, pudiéndose extender a los países emergentes, dado que la mayor parte de la literatura se ha centrado en los de origen anglosajón y desarrollados. También se identificaron revistas arbitradas que se han especializado en publicar temas relacionados con el buen gobierno. En este sentido, los capítulos 1 y 2 recogen el marco teórico y conceptual general de estudio y proporcionan una aproximación a las hipótesis de análisis y modelos teóricos que darán forma a los tres estudios empíricos propuestos en los capítulos 3, 4 y 5.

En segundo lugar, se desarrolla un ITGC no ponderado, el cual ha sido construido a partir de la normativa y CBG que están vigentes en los países emergentes latinoamericanos y los principios generales emitidos por organismos internacionales, como la OCDE, así como la literatura previa existente para la región. Para validar nuestro índice nos preocupamos de evaluar la fiabilidad en su construcción, calculando las medidas de confiabilidad y consistencia interna a través del coeficiente alpha de Cronbach (Cronbach, 1951). Los resultados del análisis muestran que los cuatro subíndices que integran el índice global de GC no presentan problemas de confiabilidad y consistencia, pudiéndose utilizar en nuestro estudio empírico.

La información relacionada con los ítems de nuestro índice y las variables explicativas de nuestro modelo, fueron obtenidas de la base de datos construida a partir de la información recogida de las memorias anuales de las empresas de mayor cotización bursátil en los mercados emergentes latinoamericanos durante el periodo 2004-2010. A su vez, los informes anuales fueron descargados de los sitios web de las empresas y

Bolsas de Valores de cada país. La técnica utilizada para la recolección de la información fue el análisis de contenido, la cual se centra en el análisis e identificación de la información recogida en estos informes, ya sea a través de la búsqueda de palabras clave o por la lectura cuidadosa de la información. Una vez terminada la base de datos, se llevó a cabo el tratamiento de outliers o valores extremos, dado que éstos pueden afectar la confiabilidad de los resultados. Estos valores se sustituyeron por el valor del percentil 99, particularmente para aquellas variables de carácter financiero (Shumway, 2001; Braga-Alves y Shastri, 2011 y Ammann, 2011). Una vez tratados los valores extremos, se llevó a cabo un estudio descriptivo profundo del ITGC y de sus variables explicativas, para posteriormente pasar al análisis de correlación bivariada, el cual nos indica que no tenemos fuertes problemas de correlación entre las variables explicativas y la dependiente.

Finalmente, para el desarrollo y comprobación de nuestros modelos empíricos, la herramienta estadística que más se ajusta a éstos es la de datos de panel, ya que recoge tanto las características individuales de la muestra objeto de estudio como el efecto temporal del periodo bajo análisis. Una serie temporal es una secuencia de valores que toma una variable durante un periodo de tiempo para una unidad de análisis. Por otro lado, una sección cruzada hace referencia al estudio de un conjunto de unidades sociales en un momento del tiempo. Cuando se dispone de un conjunto de unidades sociales o secciones cuyos valores se observan durante un periodo de tiempo, nos encontramos ante datos longitudinales de sección cruzada (pooled time series) o también denominados datos de panel (Baltagi, 2006). Si bien es cierto que la mayor parte de la literatura en esta línea ha utilizado el análisis de regresión múltiple o mínimos cuadrados ordinarios (OLS), la tendencia actual es la adopción de los datos de panel como una herramienta más potente para el análisis. Por tanto, nuestro estudio proporciona un comparativo de una serie de análisis de regresiones que nos permitirá fortalecer nuestros resultados, así como identificar aquellas variables que permanecen significativas en el análisis.

V. ESTRUCTURA DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

A fin de alcanzar los objetivos propuestos en nuestro estudio, la presente tesis doctoral ha quedado estructurada en seis capítulos, los cuales se describen brevemente a continuación.

La primera parte de nuestra tesis está dedicada a la introducción, el interés y justificación de la investigación, los objetivos del estudio y la metodología de investigación adoptada.

El primer capítulo se dedica a enfatizar la relevancia actual del GC, introduciendo su concepto y la evolución en las organizaciones. Por otro lado, se describen cuáles son las dimensiones de GC, observando que éstas son dinámicas y varían entre países y empresas. Para entender mejor el concepto de GC, se dedica un apartado a la descripción de los enfoques teóricos que han sustentado las diferencias en las prácticas de GC a través de los países. Entre las teorías más utilizadas encontramos la teoría de la agencia, la teoría del stakeholder y la teoría institucional. También se analizan las diferencias entre los tres sistemas de GC en el mundo: anglosajón, continental y emergente, que se caracterizan por características muy particulares, aunque a su vez se busca la convergencia hacia un modelo global. Finalmente, exploramos el marco normativo de GC a nivel internacional, particularmente los CBG en países emergentes latinoamericanos. La aportación principal de este capítulo es el desarrollo de una matriz comparativa de las prácticas de GC adoptadas en los países bajo estudio.

El capítulo dos se centra en un pilar esencial del buen gobierno: la transparencia corporativa. La divulgación de información corporativa incrementa la confianza en el mercado de capitales, alienta a una mayor inversión extranjera directa, incrementa la liquidez y reduce el coste de capital. Se pone de manifiesto el concepto y relevancia de la transparencia corporativa, distinguiendo entre la divulgación de información voluntaria y la obligatoria. Se habla de los beneficios y costes que trae consigo la divulgación de información corporativa y los medios más utilizados para la diseminación de la misma. Posteriormente nos enfocamos en la transparencia en GC, realizando un estudio

comparativo a nivel internacional de cuáles son aquellos elementos que los CBG están recomendando divulgar en sus memorias anuales y sitios web de las empresas. Por otro lado, se realiza una extensa revisión de la literatura sobre los índices de transparencia corporativa propuestos tanto por organismos internacionales como en estudios previos. En este sentido, la principal aportación de este capítulo es la propuesta de un ITGC que toma en cuenta el marco institucional de los países bajo estudio (normativa y CBG). Por último, el índice propuesto es aplicado a la muestra de estudio que es también descrita en este capítulo. Para terminar, presentamos una tabla comparativa de la evolución que presenta el nivel de transparencia en GC en Argentina, Brasil, Chile y México durante el periodo 2004-2010. Este análisis es realizado a nivel país, año, sector industrial y por dimensión de GC.

El tercer capítulo se dedica al desarrollo y sustento de nuestro primer estudio empírico, cuyo objetivo es identificar las posibles relaciones entre los factores institucionales formales y el nivel de transparencia en GC en países emergentes latinoamericanos. Se presenta la introducción y justificación de nuestro trabajo. Posteriormente, se muestran los estudios previos que hacen referencia a estas posibles relaciones, para dar lugar al desarrollo de las hipótesis de investigación. De la revisión bibliográfica y las hipótesis de estudio surge el desarrollo del modelo teórico. Un apartado de este capítulo está dedicado a explicar la metodología de investigación adoptada en nuestro trabajo empírico, así como el tratamiento estadístico de los valores extremos de las variables financieras recogidas en nuestra base de datos. Asimismo, se encuentra la descripción del procedimiento estadístico a seguir en el estudio empírico y la metodología utilizada para recoger la información en las memorias anuales. Posteriormente, se muestran los resultados descriptivos de los datos y el análisis de correlación entre las variables de estudio. En el siguiente epígrafe se desarrolla el modelo y se describe la medición de nuestras variables de estudio. Finalmente, encontramos la sección de discusión de resultados, en donde se recoge la principal aportación de nuestro trabajo.

El capítulo cuatro muestra los resultados obtenidos para nuestro segundo estudio empírico, relacionado con la identificación de aquellos factores institucionales informales que influyen en el nivel de divulgación de información sobre GC en Latinoamérica. Al igual que en el capítulo tres, nuestro trabajo está integrado por la introducción y relevancia

actual del estudio, la revisión de la literatura previa realizada en esta línea de investigación, el desarrollo de las hipótesis de estudio, la propuesta del modelo teórico, la metodología de investigación aplicada y la medición de las variables de estudio. Por otro lado, se obtiene el estudio descriptivo de los datos y el análisis de correlación entre las variables de estudio. En el siguiente epígrafe se desarrolla nuestro modelo empírico y se describe la medición de las variables. Finalmente encontramos la sección de discusión de resultados.

En el quinto capítulo se estudia la posible relación entre los factores institucionales formales e informales y el nivel de transparencia en GC. Los dos modelos propuestos en los capítulos tres y cuatro se agregan en un solo modelo, lo cual nos permitirá sustentar y fortalecer los resultados encontrados con anterioridad. Este capítulo comienza con la introducción y justificación del estudio. Se realiza una revisión de la literatura previa existente en el tema y se muestra a modo de resumen la metodología de investigación, las hipótesis de estudio y las variables utilizadas en el modelo empírico; dado que éstos han sido detallados en los capítulos anteriores. Para terminar el capítulo, encontramos la sección de discusión de resultados.

Por último, se concluye con los capítulos seis y siete, los cuales recogen las conclusiones, limitaciones, futuras líneas de investigación e implicaciones prácticas de nuestro trabajo de investigación. El capítulo seis se presenta en castellano en tanto que el capítulo siete se expone en inglés.

CAPÍTULO 1

RELEVANCIA ACTUAL DEL GOBIERNO

CORPORATIVO: EL CONTEXTO

INTERNACIONAL

RELEVANCIA ACTUAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO: EL CONTEXTO INTERNACIONAL

La actual crisis mundial y los grandes escándalos financieros hacen que el tema de GC haya alcanzado especial relevancia para diversos colectivos. Factores como la globalización, la integración de los mercados financieros, el proceso de privatización e institucionalización que se ha propiciado en distintos países y una participación más activa de los inversores institucionales y stakeholders, crean la necesidad de una mejor gestión y gobernanza en las empresas. Por ello, los países han apostado por el fortalecimiento de sus instituciones y mecanismos de buen gobierno como una herramienta estratégica que apoya en la consecución de las metas organizacionales. El objetivo es incrementar la protección del inversor y la transparencia informativa en el mercado a través de nuevos mecanismos de control y procedimientos normativos.

Aunque en sus inicios la investigación sobre GC se limitó a EE.UU., tomando como referencia la teoría de la agencia entre principal-agente y la búsqueda del contrato óptimo que minimizara los costes de agencia (Jensen y Meckling, 1976), a partir de los años 90 suscitó un gran interés en países como Reino Unido, Japón y Alemania. Recientemente, ha surgido un amplio cuerpo de investigación sobre el tema en países de Europa Continental, Asia y economías emergentes. En este contexto, es a partir de los trabajos realizados por La Porta et al. (1997, 1998), cuando la investigación comparativa en GC se extiende a distintos países. Éstos enfatizan la importancia que tiene el sistema legal sobre el GC de las empresas, el desarrollo de los mercados y el crecimiento económico. Sin embargo, trabajos previos como los desarrollados por Coase (1937,1960), Alchian (1965), Demsetz (1964), Cheung (1970, 1983) y North (1981,1990) ya habían identificado la interacción entre los derechos de propiedad y los mecanismos institucionales formales que dan forma al comportamiento económico. Así, encontramos que son diversas las teorías que han contribuido a la evolución del GC. Por un lado, teorías clásicas como la de los derechos de propiedad, de los costes de transacción, la teoría de la agencia y los primeros institucionalistas, dieron lugar a un grupo de estudios realizados sobre GC. En las últimas décadas han

surgido nuevas teorías, como la de los stakeholders y la nueva teoría institucional, que permiten analizarlo desde un marco conceptual distinto. Tal es el caso del reconocimiento de las presiones institucionales y de la participación de un amplio conjunto de partes (stakeholders) sobre la gestión empresarial, que ha obligado a los países a encaminarse hacia una convergencia global normativa en el buen gobierno de sus empresas.

De esta forma, el concepto de GC ha evolucionado a través del tiempo. Las primeras definiciones se centraron en la teoría de la agencia, especialmente hacia la protección de los derechos de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Claessens, Djankov y Lang, 2000; Claessens y Fan, 2002). Las definiciones más recientes hacen referencia a la firma como una relación de contratos, implícitos y explícitos, que requieren de una teoría de los derechos de propiedad para el stakeholder y del reconocimiento de la importancia de cada uno de los partícipes en la creación y distribución del valor económico (Freeman, 1983; Hill y Jones, 1992; Asher, Mahoney y Mahoney, 2005; Atanassov y Han Kim, 2009). Por otro lado, se identifica la existencia de un nivel macro, como el propio mercado, las instituciones y las presiones globales en la gobernanza empresarial (North, 1994; Hoskisson, Lau y Wright, 2000; Wright et al., 2005). Partiendo de estos enfoques, el GC se puede definir como el conjunto de estrategias adoptadas por las empresas con el objetivo de garantizar la continuidad, el valor de la firma y el de sus stakeholders. Estas estrategias deberán estar basadas en la transparencia institucional del mercado. Bajo este concepto, el GC debe generar los instrumentos apropiados para reducir los costes de agencia y la discrecionalidad directiva.

La literatura generalmente clasifica a las dimensiones de GC en internas y externas. Las primeras se centran en mecanismos de control y su objetivo es dar cumplimiento a la normativa vigente, mejorar la transparencia y confianza en el mercado y proteger los derechos de los accionistas minoritarios. Entre estas dimensiones encontramos al consejo de administración (CA), la compensación ejecutiva, la estructura de la propiedad, los comités de apoyo al CA y la propia transparencia corporativa (Jensen y Meckling, 1976; Demsetz y Lehn, 1985; Weisbach, 1988; Hermlin y Weisbach, 1991; Yermarck, 1996). Por su parte, las dimensiones

externas están fuera del control directo de las empresas y se refieren al mercado de control corporativo, al mercado laboral y al sistema legislativo de cada país (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Shivdasani, 1993).

Por otro lado, los mercados emergentes han cobrado gran relevancia en los últimos años. Así, encontramos que en Latinoamérica la protección legal del inversor es débil, existiendo severos problemas de expropiación y sus mercados financieros están poco desarrollados (Chong y López de Silanes, 2007). Sus características institucionales y la baja protección del inversor dan lugar a un conflicto de intereses entre principal-principal, es decir, entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios (Young et al., 2008). Con respecto a los mecanismos de buen gobierno son en muchos casos ineficientes o inexistentes. Para hacer frente a ello, los países latinoamericanos han apostado por el fortalecimiento de sus instituciones y la adopción de códigos de GC para mejorar su gobernanza e integrarse de forma competitiva a los mercados globales. Aunque en Latinoamérica el sistema legal es de origen civil, se visualizan ciertas diferencias en la adopción de prácticas corporativas.

En el presente capítulo se realiza una revisión profunda de la literatura relacionada con la evolución del concepto y sistemas de GC a nivel internacional y de Latinoamérica, así como los fundamentos teóricos que dan forma al entorno actual que impera en los países bajo estudio. Por otro lado, pretendemos realizar una aportación a la literatura comparativa internacional, a través del análisis de la normativa y CBG en los países emergentes latinoamericanos: Argentina, Brasil, Chile y México, obteniendo una comparación de las prácticas recogidas en estos países. De acuerdo con Santiago-Castro y Brown (2007), Latinoamérica proporciona un escenario único para extender la investigación en GC. Estos países muestran una divergencia de intereses entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios, los mecanismos de buen gobierno son ineficientes o en muchos casos inexistentes, y el débil entorno institucional que protege a los inversores incrementa la expropiación de los accionistas minoritarios.

1.1. CONCEPTO Y RELEVANCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO

El concepto y estudio de GC ha despertado un gran interés en el entorno internacional, y surge como respuesta a la demanda de una mayor transparencia corporativa en el mercado. Así, encontramos que el concepto de GC aparece en Reino Unido en 1979, en donde el Instituto de secretarios y administradores colegiados publica una serie de trabajos que analizan las responsabilidades del CA (Calder, 2008). El concepto de GC empezó a cobrar relevancia cuando fue utilizado por Robert Tricker (1978) en su obra *“La independencia del director”*, en la cual describe al GC como *“el interés por la forma en que las empresas son gobernadas, a diferencia de la forma en que estos negocios son administrados. El GC señala los problemas a ser enfrentados por el CA, tales como la interacción con la alta gerencia, y sus relaciones con los accionistas y otros interesados en los asuntos de la empresa”*. Más tarde la OCDE emite por primera vez en 1999 unos *“Principios de GC”*, que se han convertido en referencia internacional para inversores, políticos, empresas y otras partes interesadas de todo el mundo. Estos principios actualmente han sido revisados con el objeto de adaptarlos a los nuevos tiempos, en la medida en que cada uno de los agentes que mencionábamos anteriormente va a ser más consciente de las grandes ventajas que reporta el tener un buen GC y, por consiguiente, el desarrollo de buenas prácticas corporativas. Es en estos principios donde se encuentran los pilares básicos del concepto de GC que es empleado tanto por los países miembros de la OCDE como por los no miembros (OCDE, 2004).

El GC nace con el proceso de apertura de la información corporativa entre aquellos que ostentan el control (accionistas mayoritarios) y los que se encargan de dirigirla (gerentes), como respuesta a la necesidad que tenían los accionistas minoritarios de conocer cómo se encontraba su inversión y cuáles eran las expectativas futuras de la misma (Shleifer y Vishny, 1997). Todo lo anterior nos podría llevar a sugerir la posibilidad de que el concepto de GC esté adquiriendo prácticamente la misma importancia que tiene el rendimiento o desempeño de la empresa, convirtiéndose no sólo en un objetivo de cumplimiento, sino en uno de los mayores imperativos en el mundo de los negocios. En este sentido, las empresas están

descubriendo que un buen sistema de GC aumenta los ingresos, proporciona una mejor gestión de riesgo, mejora la satisfacción y reputación de los inversores y permite un mejor acceso a los mercados de capital (Ramaswamy, Ueng y Carl, 2008).

En la literatura, el concepto de GC se ha analizado desde una perspectiva legal, encontrándose diferencias significativas en la normativa y marco institucional entre los países, lo cual incide a su vez, en el grado de protección de los inversores y en el desarrollo y transparencia de los mercados financieros. De esta forma, el GC se ha convertido en un tema prioritario en la agenda de organismos internacionales como la OCDE, el Instituto Europeo de GC, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y las Bolsas de Valores de los países. Por su parte, otros organismos se han constituido con la finalidad de trabajar hacia la mejora y cumplimiento de las prácticas de buen gobierno. Se ha identificado que el GC aumenta la confianza de los inversores, reduce el coste de capital, asegura el buen funcionamiento de los mercados financieros y atrae fuentes de financiación más estables (OCDE, 2004).

La investigación en GC puede ser dividida en tres etapas. La primera surge en EE.UU., Reino Unido, Alemania y Japón. Su objetivo fue responder a dos cuestiones fundamentales: 1) el impacto que tiene el GC sobre el desempeño de la firma medido a través de indicadores de rentabilidad y de valor de mercado y; 2) el impacto que tienen las dimensiones de GC sobre las decisiones empresariales (Denis y McConnell, 2003). En esta etapa, las dimensiones de GC se analizan de forma individual y se mide el impacto que tiene cada una de éstas sobre el desempeño corporativo. El marco teórico de referencia es la teoría de la agencia. La segunda generación de investigación surge cuando Jensen (1993) reconoce al sistema legal como una dimensión externa de GC. El sistema legal se considera un factor determinante en el nivel de protección del inversor y en el desarrollo de los mercados financieros. Por otra parte, el sistema legal incide en el tipo de sistema y dimensiones de GC adoptados en los países. En esta etapa se desarrollan índices que miden el nivel de protección del inversor y el impacto que tiene éste sobre el valor y desempeño de la empresa en distintos países (La Porta et al., 1997, 1998, 2002 y 2006). La generación más reciente de investigación en GC se ha centrado en economías emergentes de Asia, el Este de Europa y Latinoamérica. Se adoptan nuevas teorías, como la institucional y la de los stakeholders como marco

conceptual, así como nuevas variables de estudio como el ciclo de madurez de la firma, su intensidad de innovación y restricciones regulatorias e institucionales en su actividad. Por otro lado, se demuestra que el GC facilita el acceso a la financiación externa y mejora el desempeño operacional y financiero (Claessens, 2003).

1.1.1. Definición de gobierno corporativo

Desde dos siglos atrás, y sin utilizar el término de GC, Adam Smith (1776) expresó su preocupación sobre el nivel y calidad de la supervisión mostrada por la gerencia, la cual sería mucho menor a la mostrada por los accionistas de la empresa. Sin embargo, Berle y Means (1932) proponen la separación de poderes entre la gestión de la empresa y sus accionistas, siendo considerados los pioneros en el pensamiento contemporáneo sobre GC. El concepto de GC ha pasado de ser un concepto meramente financiero, en donde lo importante era cómo se gestionaba el capital del inversor y cuáles eran sus expectativas futuras, a otro donde la prioridad es la maximización del valor de la empresa a través de políticas transparentes, justas, eficaces y eficientes dentro de la organización (Sharma y Singh, 2009). Las primeras definiciones se desarrollaron dentro del marco de la teoría de la agencia, refiriéndose principalmente a la protección de los derechos de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Claessens, Djankov y Lang, 2000 y Claessens y Fan, 2002). Posteriormente, la firma es entendida como una relación de contratos, implícitos y explícitos, que requiere de una teoría de los derechos de propiedad para el stakeholder y la importancia de cada uno de ellos en la creación y distribución del valor económico (Freeman, 1983; Hill y Jones, 1992; Asher, Mahoney y Mahoney, 2005 y Atanassov y Han Kim, 2009). Recientemente, se reconoce la existencia de un nivel macro, como el propio mercado, las instituciones y presiones globales en el gobierno de las empresas (North, 1994; Hoskisson, Lau y Wright, 2000 y Wright et al., 2005).

Siguiendo esta línea, Aguilera y Jackson (2010) sugieren que el GC puede ser definido de forma amplia como el estudio del poder y su influencia sobre la toma de decisiones en la empresa. El GC se visualiza desde un punto de vista disciplinar que integra la economía, administración, el aspecto legal, la ciencia política, la cultura y la

sociología; lo que ha dado por resultado que diversas instituciones y culturas alrededor del mundo sean partícipes en la evolución y concepto del GC. La OCDE (2004) define al GC como el sistema a través del cual las empresas son dirigidas y controladas. Para el Banco Mundial, el GC se promueve a través de la imparcialidad corporativa, la transparencia y la rendición de cuentas a los interesados. En este sentido, el GC protege los derechos y garantiza el tratamiento equitativo de todos los accionistas. Asimismo, el término de GC es definido por los CBG de los diferentes países. El concepto de GC puede entenderse desde dos acepciones: una restringida y una amplia. La primera surge con el sistema de GC anglosajón, y su objetivo es el de proteger los intereses de los accionistas a través de mecanismos internos de control, como el CA, la remuneración de los ejecutivos y el nivel de deuda; y mecanismos externos, como el mercado de control corporativo y el monitoreo por parte de instituciones financieras. Por otro lado, la definición amplia reconoce al sistema legislativo y a las instituciones como importantes protectores de los intereses de los stakeholders, de tal forma que los recursos de la sociedad sean asignados eficientemente (Ramaswamy, Ueng y Carl, 2008).

Recientemente, la tecnología de información y el uso de Internet han sido incorporados en la gestión empresarial. En este sentido, Gandía y Andrés (2005) proponen la siguiente definición para el GC: *“la integración de la tecnología, en especial el Internet, en el proceso decisorio propio de los órganos de gobierno de la sociedad. Y todo ello con el fin de facilitar la aplicación de prácticas de buen gobierno que contribuyan a incrementar la transparencia informativa de la sociedad, generando valor añadido para la compañía y mejorando la comunicación con los terceros interesados.”* En la tabla 1.1 se muestran diferentes definiciones atribuidas al GC (Allen, 2005). Teniendo en cuenta la diversidad de enfoques teóricos que han sido utilizados en la investigación sobre GC y las diferentes prácticas corporativas alrededor del mundo, es complejo definir de forma clara y universal al GC, razón por la cual se revisan en esta sección una serie de conceptos disponibles en la literatura previa. Algunas definiciones se centran en aspectos de GC a nivel empresa, mientras que otros integran factores contextuales e institucionales.

Tabla 1.1 Conceptos de GC adoptados en estudios previos

Año	Autor/es	Definición
1983	Freman	Es la democracia corporativa que responde a las necesidades de los accionistas y stakeholders, fomentando la participación de éstos en el proceso de gobierno
1990	Baysinger y Hoskisson	El GC se refiere al conjunto de controles internos y externos que armonizan los conflictos de agencia entre directivos y accionistas, resultantes de la separación entre la propiedad y el control
1992	Comité Cadbury	El sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas
1993	Keasey y Wright	Estructura y procesos asociados con la producción, toma de decisiones y control dentro de una organización para asegurar que el agente actúe en beneficio de los accionistas y stakeholders
1995	Blair	Es el conjunto de arreglos legales, culturales e institucionales que determinan las actividades de las empresas que cotizan en bolsa, el ejercicio del control y la asignación de los riesgos y los retornos de la firma
1995	Monks y Minnow	El GC busca implementar los mecanismos de poder y control sobre la dirección y comportamiento de la empresa
1997	Turnbull	El GC es el conjunto de todas las influencias que afectan el proceso institucional de la empresa
1997	Shleifer y Vishny	Conjunto de mecanismos que protegen los derechos de los inversores, los cuales aseguran un retorno de su inversión y minimizan los costes de agencia
1997	Keasey et al.	Estructuras, procesos, culturas y sistemas que dan origen al desempeño exitoso de la organización
1997	Deakin y Hughes	Se refiere a la relación entre los mecanismos internos de gobierno de la empresa y la concepción que tiene la sociedad sobre el alcance de la responsabilidad corporativa

1998	Rajan y Zingales	Conjunto de restricciones que dan forma a la negociación posterior sobre las cuasi-rentas generadas en el curso de una relación contractual
1999	OCDE	Conjunto de relaciones entre el CA de la compañía, sus accionistas y otras partes interesadas que proveen la estructura a través de la cual los objetivos de la empresa son alcanzados
1999	Fernández y Gómez	Sistema de acuerdos institucionales y relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas
1999	Maati	Es el conjunto de medidas adoptadas dentro de las empresas a favor de los agentes económicos que participan en el proceso productivo, para generar beneficios y hacer una distribución justa entre los socios, considerando lo que han aportado a la organización
2000	La Porta et al.	Es un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen de la expropiación de los accionistas mayoritarios
2003	Narayana Murthy Committee Report (India)	El GC es la aceptación de los derechos inalienables de los accionistas por parte de la administración. Los accionistas son considerados los verdaderos propietarios de la firma. Se trata de un compromiso con los valores, la conducta ética en los negocios y de hacer una distinción entre los recursos personales y corporativos en la gestión de una empresa
2003	Denis y McConnell	Conjunto de mecanismos institucionales y de mercado que inducen a los gestores de las compañías a tomar decisiones que maximicen el valor de la compañía y de sus accionistas
2003	Oman	Las instituciones públicas y privadas -tanto formales como informales- que en conjunto gobiernan las relaciones entre los gestores de las empresas y los inversores
2004	OCDE	El GC comprende una serie de relaciones entre la dirección

		de la empresa, su CA, sus accionistas y otros grupos de interés, citando a inversores institucionales, accionistas individuales, entidades de crédito, empleados, gobiernos y otras partes interesadas
2005	López Herrera y Ríos Szalay	Son las reglas y prácticas que gobiernan la relación entre los administradores y los accionistas de las corporaciones y con los grupos de interés como los empleados y los acreedores
2005	Davis	El GC describe las estructuras, procesos e instituciones matriz institucional que canaliza los flujos de efectivo
2005	Luo	El GC distribuye los derechos y responsabilidades entre los diversos partícipes corporativos y establece las normas y procedimientos para la toma de decisiones sobre asuntos corporativos. El GC asegura que todos los stakeholders reciban información fiable acerca del valor de la firma y motiva a los ejecutivos a maximizar el valor de la firma en lugar de perseguir objetivos personales
2006	Filatotchev, Toms y Wright	Son los medios para asegurar que la gerencia reduzca al mínimo el riesgo para el accionista, incluyendo el espíritu emprendedor directivo, de tal forma que los accionistas se beneficien del máximo potencial de la firma
2006	Corporación Andina de Fomento (CAF)	Conjunto de prácticas, formales e informales, que gobiernan las relaciones entre los administradores y todos aquellos que invierten recursos en la empresa, principalmente accionistas y acreedores
2007	Sánchez-Ballesta y García-Meca	Es el medio para reducir los costes de agencia producidos por la alineación de los intereses entre gerentes y accionistas, lo cual podría conducir a una mayor valuación de la firma
2007	Monks	El sistema de GC es el medio a través del cual una nación concede el poder corporativo para el bien de una sociedad, por tanto la riqueza es creada y distribuida de forma

		eficiente dentro de una economía
2008	Chung y Luo	El GC sigue una lógica institucional
2008	Donnelly y Mulcahy	Es un conjunto de mecanismos de control diseñados especialmente para monitorear y ratificar las decisiones gerenciales, y asegurar la operación eficiente de una empresa en beneficio de sus stakeholders
2009	Strange et al.	Es la forma en que las compañías son gobernadas para operar de forma óptima. Su objetivo es asegurar que los recursos sean asignados eficientemente y mantener a todos los stakeholders satisfechos
2010	Australian Securities Exchange (ASX)	Es el conjunto de reglas, relaciones, sistemas y procesos dentro y bajo el control de las corporaciones. El GC influye en el logro de los objetivos, en la evaluación y monitoreo del riesgo y en la optimización del desempeño. Eficientes estructuras de GC inducen a las compañías a crear valor y controlar los riesgos involucrados
2011	Pratoom	Mecanismo que monitorea y administra el proceso de toma de decisiones de una empresa con el objetivo de mantener una relación a largo plazo con sus stakeholders logrando los mejores resultados para de todos ellos
2012	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)	Sistema por medio del cual las organizaciones se conducen, supervisan y estimulan. Este proceso involucra las relaciones entre propietarios, CA, directorio y organismos de control. Las buenas prácticas de GC convierten principios en recomendaciones objetivas, de esa forma alinean intereses con objeto de preservar y optimizar el valor de la organización, facilitar su acceso al capital y contribuir a su perdurabilidad

Fuente: Elaboración propia a partir de la recopilación de literatura previa.

1.1.2. Dimensiones de gobierno corporativo

La separación de la propiedad y el control ha creado la necesidad de la adopción de mecanismos de GC que aseguren la alineación de los intereses de los accionistas y gerentes, con el objetivo de garantizar un proceso de toma de decisiones eficiente y la maximización de valor de la empresa (Cuervo, 2002). Siguiendo a Ahlring y Deakin (2007), los mecanismos de GC persiguen minimizar los costes de agencia, los cuales se ven incrementados por la separación entre la propiedad y el control en las grandes empresas. Otros factores como la expansión de los mercados de capital y la globalización de los inversores requieren de la presencia de estas dimensiones de GC (Cuervo, 2002). De acuerdo Li y Samsell (2009), la selección de distintos mecanismos de buen gobierno dependerá del énfasis que otorga cada país a las reglas formales versus sus relaciones informales. Por ejemplo en las economías anglosajonas la principal dimensión de GC es el mercado de capitales a través de mecanismos como la toma de control o el uso de litigios por parte de los accionistas. En este sistema el entorno regulatorio referido a la ley del mercado de valores protege los intereses de los accionistas minoritarios (Saberwal y Smith, 2008; Coffee, 1999). Luo (2005) sostiene que el sistema de GC trabaja a través: 1) mecanismos basados en el mercado como la composición y tamaño del CA, disciplina del mercado, presidencia del CA, compensación ejecutiva, participación de los consejeros en otros CA; 2) mecanismos basados en la cultura como es la cultura de gobierno y la integridad corporativa; y 3) mecanismos basados en el mercado como son las sanciones a los ejecutivos, la auditoría interna, los códigos de conducta y programas éticos.

En países de Europa occidental y algunas economías asiáticas el mecanismo más utilizado es la concentración de la propiedad, la cual toma distintas formas dependiendo del contexto institucional. Esta puede variar en el grado de concentración o en la identidad de quien sustenta el control: participaciones cruzadas, instituciones bancarias, control familiar o control del Estado (Levy, 2009; Hopt y Wymeersch, 1997). Otro mecanismo que ha sido desarrollado en el sistema continental es la institucionalización de la voz de los empleados (Ahlring y Deakin, 2007). Por su parte los países escandinavos han adoptado normas sociales, mientras que China se basa en los lineamientos dictados por el Estado y las redes informales (Stafsudd, 2009;

Shen y Chen, 2009). En contraste, en la India predominan los grupos empresariales, mientras que en los países islámicos es la ley la que orienta las decisiones de los negocios (Zattoni, Pedersen y Kumar, 2009; Safieddine, 2009). En esta línea, Holm y Schøler (2010) sostienen que la transparencia es un mecanismo importante de GC para compañías con una mayor proyección hacia los mercados internacionales de capital; mientras que la independencia del CA es trascendente para aquellas compañías con propiedad difusa. En el contexto latinoamericano, la protección legal del inversor es menor, por lo cual existe una necesidad de cubrir esta deficiencia mejorando las prácticas de GC a través de la transparencia corporativa y limitando el potencial conflicto de interés entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios (Chong y López-de-Silanes, 2007).

De acuerdo a los sistemas de GC anglosajón y continental, se han definido dos tipos de mecanismos o dimensiones en GC: internas y externas. Las dimensiones internas se refieren al CA, en aspectos relacionados a su composición, tamaño y dualidad del presidente del CA (COB) y la posición ejecutiva más alta (CEO), la estructura de la propiedad (participación y concentración accionarial, identidad del accionista) y la presencia de comités de apoyo al CA. Otros mecanismos internos se relacionan con la compensación ejecutiva y la estructura de capital. Por su parte, las dimensiones externas se centran en el sistema legal, el mercado de control corporativo, el mercado de bienes y servicios, el mercado laboral gerencial, el entorno competitivo y las instituciones formales e informales (Demsetz y Lehn, 1985; Fama y Jensen, 1983; Cuervo, 2002; Walsh y Seward, 1990). De acuerdo con Davis y Useem (2002) y Rediker y Seth (1995), la combinación óptima de los mecanismos adoptados dependerá de la efectividad de otros; es decir, que éstos pueden ser complementarios (Suhomlinova, 2006).

Por otro lado, se reconoce que la eficiencia de un conjunto de mecanismos de buen gobierno varía sistemáticamente con la estructura institucional a nivel país (Guillén, 2000, 2001; La Porta et al., 1997, 1998, 2002). En este contexto, son diversos los autores que reconocen que las prácticas de GC dependerá en gran medida de las diferencias institucionales, como son la cultura, opciones tradicionales de financiación, patrones de estructuras de propiedad y el origen legal (Crouch y Streek, 1997; Weimer

y Pape, 1999; Hall y Soskice, 2001; Cuervo, 2002; Aguilera y Jackson, 2003; Gordon y Roe, 2004; Lubatkin et al., 2007; Berglöf y Pajuste, 2005). Otro factor que incide en la selección de los mecanismos de GC es la orientación a la que está enfocado el sistema. Si el sistema se centra en el mercado, se confiará más en las dimensiones como la compensación ejecutiva y el mercado para el control corporativo. Por otra parte, en sistemas enfocados a los accionistas mayoritarios son más útiles los mecanismos para alinear los intereses entre accionistas y ejecutivos. Asimismo, determinadas características de la empresa como su tamaño, antigüedad, estrategia e industria, inciden en el tipo de herramientas de GC implementados por las mismas (Weir, Laing y McKnight, 2002). Otros factores como la exposición internacional de la compañía en los mercados de capital, la globalización y la experiencia internacional también contribuyen a la selección de los mecanismos de buen gobierno (Luo, 2005). En síntesis, las dimensiones de GC son dinámicas y varían entre países, empresas y sectores (Dedman y Filatotchev, 2008). A continuación se describen brevemente las dimensiones de GC más analizadas en la literatura previa.

a) Consejo de Administración

El CA constituye el último órgano de control interno y autoridad legal en la empresa, convirtiéndose en un mecanismo supervisor y consultor de la alta gerencia (Jensen, 1993). El CA tiene la facultad y el poder para limitar la discrecionalidad directiva y proporciona seguridad corporativa a la relación entre los accionistas y la gerencia (Baysinger y Hoskisson, 1990). Fama y Jensen (1983) afirman que el CA es un elemento importante en la estructura de GC en las grandes corporaciones, y los accionistas delegan en éste la toma de decisiones relacionadas a la contratación, remuneración y despido de altos ejecutivos. Por su parte, Johnson, Daily y Ellstrand (1996) sugieren que el CA tiene tres importantes responsabilidades: 1) monitorear las acciones del equipo directivo, 2) órgano consultor del CEO, y 3) gestor de recursos externos. La calidad de la actuación supervisora del CA se ha centrado en la influencia de tres características: su composición entendida como la proporción de consejeros independientes, el tamaño y la participación accionarial de sus miembros (Fernández y

Gómez, 1999). Otro aspecto relacionado con el CA es la separación de las funciones del COB y el CEO. Estudios adicionales se han centrado en factores como la rotación de los consejeros y la influencia que tienen las características individuales de los mismos sobre el desempeño de la firma.

La composición del CA se refiere a la proporción de consejeros internos y externos que lo integran. Los consejeros externos controlan a la gerencia y guían al CEO en la estrategia de negocio, mientras que los consejeros internos formulan la estrategia y transfieren información a los externos (Mace, 1971; Lipton y Lorsch, 1992; Jensen, 1993). Los consejeros internos poseen mayores conocimientos específicos de la empresa, mientras que a los externos se les atribuye una mayor independencia para adoptar decisiones. La literatura coincide en afirmar que el nivel de independencia del CA tiene una influencia en la adopción de prácticas empresariales y desempeño de la empresa (Coles, Naveen y Naveen, 2008). En esta línea, desde una perspectiva de la teoría de la agencia, la presencia de consejeros externos es un factor que reduce los conflictos de interés entre los accionistas y gestores de la empresa (Brennan, 2006; Ingley y Van der Walt, 2004; Rhoades, Rechner y Sundaramurthy, 2001). La OCDE pone de manifiesto la relevancia de la independencia en el CA, al hacer referencia a que *“el marco de GC debe garantizar la orientación estratégica de la empresa, la supervisión efectiva del CA hacia la gestión de la empresa y la responsabilidad del CA hacia la empresa y los accionistas”* (OCDE, 2004). Sin embargo, la evidencia empírica muestra que los CA no independientes pueden ser óptimos en su papel de consultor al CEO (Adams y Ferreira, 2007).

El tamaño del CA es otro factor que incide en la efectividad de sus funciones y el desempeño de la firma. Varios estudios coinciden en que los CA grandes son menos efectivos que los de menor tamaño debido a problemas de coordinación (Lipton y Lorsch, 1992 y Jensen, 1993; Yermack, 1996; Eisenberg, Sundgren y Wells, 1998). Por otra parte, se ha demostrado que las empresas más grandes y altamente apalancadas requieren de CA más grandes por su necesidad mayor de asesoría externa (Klein, 1998). La dualidad del COB-CEO se refiere a la práctica adoptada por las empresas en la que una sola persona sostiene las posiciones de COB y CEO en la empresa, representando una aproximación de la estructura de liderazgo del CA. La dualidad

COB-CEO pone en peligro la capacidad del CA en su rol de gobierno (Lorsch y MacIver, 1989; Fazel y Louie, 1990), limita significativamente la independencia del CA (Baliga, Moyer y Rao, 1996; Dalton et al., 1998) y promueve el atrincheramiento del CEO, el cual puede presentar comportamientos oportunistas y generar un conflicto de interés (Finkelstein y D'Aveni, 1994; Prevost, Rao y Hossain, 2002). En este sentido, están a favor de una estructura independiente en donde diferentes personas sostengan las posiciones de COB-CEO (Brancato, 1997; Byrne, 2000). En contraste, diversos autores están a favor de la dualidad COB-CEO, dado que proporciona una visión clara sobre los objetivos y metas organizacionales, creando una unidad de mando que reduce la incertidumbre y define las líneas de autoridad y responsabilidad (Anderson y Anthony, 1986; Miller y Friesen, 1977). Por otro lado, un tópico de creciente interés en los países desarrollados es el estudio de los procedimientos de monitoreo y reemplazo del CEO, consejeros y presidente del CA. Entre los factores que inciden en una mayor o menor rotación de los consejeros y altos ejecutivos se encuentran la edad, las recomendaciones realizadas por los códigos de GC o por la separación de las funciones COB-CEO (Firth, 2006).

b) Compensación ejecutiva

Existe una tendencia mundial por parte de las empresas hacia la adopción de un sistema de remuneración relacionado con el desempeño, convirtiéndose en un tema ampliamente estudiado en el tema de GC (Filatotchev y Allcock, 2010). Bajo el enfoque de la teoría de la agencia, el atraer y retener a un equipo directivo de alta calidad, con esquemas de incentivos bien diseñados, podría incrementar la productividad y el valor de la empresa, lo cual conduce a una alineación de intereses entre los accionistas y directivos (Hall, 2003; Fernández y Gómez, 1999). Sin embargo, algunos estudios identifican que los altos directivos gozan de posiciones de poder que les permite la extracción de beneficios propios a través de la manipulación de los CA (Bertrand y Mullainathan, 2001). Bajo este escenario, los problemas de agencia y el abuso de poder por parte de la gestión se minimiza con la asociación de los salarios y el desempeño de la empresa (Buck y Shahrin, 2005). Estudios recientes, como los realizados por Aguilera et al. (2008) y Filatotchev y Allcock (2010), proponen que la

investigación en compensación ejecutiva debería adoptar un enfoque de “sistema abierto” que analice las prácticas de compensación ejecutiva dentro de un contexto integral y no como factores aislados.

La compensación ejecutiva es un tema de gran interés actual, dado que la debilidad en los sistemas de GC ha inducido al pago de excesivas recompensas a los gestores a pesar del pobre desempeño de la empresa (Mangel y Singh, 1993). Los incentivos ligados a la remuneración incluyen, entre otros, bonos o revisiones salariales en función al desempeño, participación accionarial u opciones sobre acciones, o bien participación en los planes de pensiones. Sin embargo, cabe destacar que la puesta en práctica de los sistemas de incentivos puede presentar problemas de aversión al riesgo por parte de los directivos para mantener su paquete de compensaciones. La mayor parte de la literatura empírica sobre la compensación ejecutiva se ha enfocado principalmente a EE.UU. y Reino Unido, en aspectos relacionados a los componentes de los salarios ejecutivos como son los sueldos y bonos, los incentivos a largo plazo (opciones sobre acciones) y las gratificaciones como son los planes de pensiones (Filatotchev y Allcock, 2010; Core, Guay y Verrecchia, 2003).

c) Estructura de la propiedad

El trabajo seminal de Berle y Means (1932) proporciona la base de investigación sobre la estructura de la propiedad. La premisa central de este trabajo es el reconocimiento de los problemas asociados con la separación entre la propiedad y el control. Jensen y Meckling (1976) extendieron este supuesto a través de la teoría de la agencia, la cual sugiere la adopción de una serie de mecanismos de control interno para lograr la alineación de intereses. De acuerdo con Dalton et al. (2003), la estructura de la propiedad juega un rol central en la determinación del grado en el cual los intereses de los accionistas son alineados con los de la gestión. Visto desde esta perspectiva, la estructura de la propiedad puede ser definida como la identidad de los sostenedores del capital y el grado de su participación en la misma (concentración de la propiedad). Se asume que la alineación entre la propiedad y el control conduce a una reducción de los conflictos de interés y, por tanto, incrementa el valor de la firma.

Sin embargo, cuando la concentración de la propiedad es alta puede generar que los accionistas controladores persigan sus propios objetivos sin temor a represalias. La estructura de la propiedad representa un mecanismo para reducir los costes de agencia asociados con la separación de la propiedad y la gestión, y es utilizada para proteger los derechos de propiedad, constituyendo un elemento importante para el diseño de mecanismos de buen gobierno (Chen, Chen y Chung, 2006).

De acuerdo con Connelly et al. (2010), la estructura de la propiedad, como forma de GC, puede ser sostenida de forma interna o externa. Los citados autores sugieren que la propiedad interna (o propiedad de los insiders) motiva a éstos a tomar decisiones que sean consistentes a los intereses de los accionistas. Entre los partícipes en la estructura de la propiedad interna encontramos al equipo gerencial, los miembros del CA y los empleados no ejecutivos. Por su parte, la estructura de propiedad externa fortalece la alineación de intereses a través de un control cuidadoso por parte de los accionistas hacia las acciones de los gerentes.

Elementos importantes para determinar la estructura de la propiedad son la identidad de los accionistas y el grado de concentración o dispersión de la propiedad. La estructura de propiedad que se ha analizado en la literatura previa se divide en dos: la concentrada y la difusa. En la primera, la propiedad y/o el control están en manos de un pequeño número de individuos, familias, consejeros, ejecutivos, bancos o instituciones financieras (insiders). La mayoría de los países, especialmente los gobernados por ley civil presentan este tipo de estructura. Por otro lado, en la estructura de propiedad dispersa, un número amplio de partícipes sostienen un pequeño número de acciones de la empresa, razón por la cual tienen poco interés en controlar de cerca las actividades de la compañía y no tienden a involucrarse en las decisiones y políticas de la compañía.

La participación accionarial del equipo gestor y los consejeros puede generar sobre el valor de la firma un doble efecto. Por un lado, encontramos la hipótesis de la convergencia de intereses, que predice que a mayor participación accionarial de los internos, incrementa el valor de mercado de la empresa, dado que éstos tienen el poder y el incentivo para monitorear a la gerencia, evitando los malos manejos de los

recursos y el fraude, y enfocarse al desempeño corporativo a largo plazo (Center for International Private Enterprise, 2002). Por otro lado, encontramos la hipótesis de atrincheramiento, que se refiere a la situación en que el equipo gestor podría seleccionar políticas que no maximizan el valor de la empresa, prestándose a situaciones como el soborno o expropiación de los activos, lo cual va en detrimento de los accionistas minoritarios (Fernández y Gómez, 1999). En esta línea, Schleifer y Vishny (1997) muestran que la presencia de accionistas controladores puede generar malas prácticas como: 1) salarios excesivos para los accionistas controladores; 2) nepotismo ocupando posiciones privilegiadas para ellos mismos o sus familiares; 3) pagar o recibir altos precios de transferencia por sus propias compañías; 4) transferencia de acciones con descuento o actos de comercio dentro de la compañía; 5) el uso de los activos de la compañía para beneficio personal u obtención de fondos de la empresa con ventajas comerciales; 6) propensión a prácticas de subinversión; y 7) asignación de recursos en proyectos de inversión que reducen los riesgos y no maximizan la riqueza de la firma (Rogers et al., 2008).

Con respecto a los medios existentes para separar la propiedad y el control de la empresa, Andrade y Rosseti (2004) identifican los siguientes: 1) emisión de acciones con derechos de voto limitados, más comúnmente conocidas como acciones preferentes; 2) propiedad cruzada de acciones de dos o más compañías, lo que dificulta la pérdida de control; y 3) las estructuras piramidales a través de holdings que, a su vez, retienen la propiedad de las empresas objeto de control. La regulación de cada país puede permitir o prohibir la concentración de los derechos de voto. No en todos los países se permite que los accionistas concentren sus derechos de voto sin su propiedad correspondiente (Pučko, 2005). En esta línea, la literatura clasifica en cinco grandes grupos la identidad de los accionistas controladores: 1) el control individual o familiar, 2) inversores institucionales como los fondos de pensiones, 3) las instituciones financieras (bancos y compañías aseguradoras), 4) el Estado, y 5) grupos de inversores como son las holdings corporativas o empresas que sostienen participación en otras compañías locales o extranjeras (Rogers et al., 2008).

d) Comité de auditoría

El comité de auditoría ha cobrado gran relevancia en la normativa y códigos de gobernanza empresarial, siendo su función principal la de asegurar la integridad y calidad de la información financiera. En el mismo sentido, una de sus funciones es supervisar la calidad de los mecanismos de control adoptados por la empresa, entre los cuales se incluye la función de auditoría interna (Barua, Rama y Sharma, 2010). De acuerdo con Laux y Laux (2009), uno de los principales objetivos del comité de auditoría es detectar y prevenir la discreción gerencial, siendo particularmente responsable del monitoreo de la integridad de los estados financieros de la empresa y el desempeño de la función de auditoría interna. La eficiencia del comité de auditoría se mide por su fortaleza (calidad en su supervisión) y su reputación. La fortaleza se logra con una mayor independencia y competencia en sus auditores, mientras que la reputación se refiere a la capacidad del auditor para mejorar la credibilidad en los estados financieros, lo cual se ve reflejado en la transparencia y calidad de la información divulgada en el mercado (Watkins, Hillison y Morecroft, 2004).

Entre los aspectos del comité de auditoría más estudiados en la literatura previa encontramos la independencia del auditor externo y la afiliación de empleados de firmas auditoras a la empresa. En este contexto, el tamaño de la empresa auditora se relaciona con una mejor calidad en la información financiera y agrega mayor valor de mercado a la empresa, bajo la premisa de que éstas poseen un mayor grado de independencia, más recursos y experiencia industrial y asumen mayores costos de reputación (Lennox, 2005). La selección de una firma auditora fuerte es buena señal para el mercado con respecto a la confiabilidad de los estados financieros de la firma, lo que induce a un menor coste de capital. Por otro lado, las grandes firmas auditoras pueden ser más estrictas en la detección de comportamientos oportunistas por parte de los accionistas controladores (Lin y Liu, 2009). Por su parte, la composición del comité de auditoría es referida generalmente a la independencia de sus miembros y al nivel de experiencia y conocimientos de sus consejeros (Barua, Rama y Sharma, 2010). Recientemente se han analizado otras características del comité, como el número de reuniones anuales, la participación de directivos en el mismo y la edad de los consejeros.

e) El mercado de control corporativo

El mercado de control corporativo es una dimensión externa de GC que surge como un mecanismo alineador ante el fallo del CA y la gestión de la empresa. De acuerdo con Manne (1965), el mercado de control corporativo o de adquisiciones hostiles, se visualiza como un importante método para corregir las deficiencias de la gestión. En este sentido, Jensen y Ruback (1983) se refieren al mercado de control corporativo como al mercado de las tomas de control, en el cual los equipos gerenciales compiten por los derechos de gestionar los recursos corporativos, siendo un componente importante del mercado laboral gerencial. Dentro de sus mecanismos destacan las adquisiciones de empresas, cuyo carácter disciplinario implica que aquellas empresas con una gestión ineficiente serán objeto de una adquisición, la cual puede ser hostil¹ (Herzel y Shepro, 1990). En este contexto, los gestores tendrán que alinear sus intereses a los de los accionistas, y aunque las adquisiciones no tengan éxito, envían una señal al mercado, dando lugar a sustituciones ejecutivas posteriores (Fernández y Gómez, 1999). Así, Franks y Mayer (1996) analizan si las adquisiciones hostiles se asocian con el despido del equipo gerencial y el bajo desempeño previo de la empresa, encontrando una alta rotación del CA y significantes niveles de reestructuración. Sin embargo, Mayer (1996) encuentran poca evidencia de que las tomas hostiles de control estén motivados por los malos resultados de la empresa.

f) La transparencia en la información como dimensión de GC

Bajo el enfoque de la teoría de la agencia, la transparencia constituye un elemento esencial de un GC de las sociedades cotizadas y un requisito para el buen funcionamiento del mercado de capitales (Lefort y González, 2008; Leuz y Verrecchia, 2000). La divulgación de información integra aspectos financieros y operativos relevantes de la empresa referidos a los procesos internos y de control, protección y

¹ Se consideran adquisiciones hostiles aquéllas donde el equipo gestor se opone a la adquisición y han sido consideradas por distintos autores como típicamente disciplinarias (Fernández y Gómez, 1999)

aplicabilidad de los derechos de los accionistas, así como un equipo de consejeros capaces de aprobar la estrategia de forma independiente (Gregory, 2000).

La transparencia corporativa ha sido adoptada como uno de los principios rectores del buen gobierno por organismos internacionales como la OCDE, la IFAC y el IFC (Choi, Hilton y Millar, 2004). Para la OCDE, el GC es un instrumento clave que aumenta la eficiencia económica y el crecimiento; mientras que dentro de sus principios de buen gobierno está el de transparencia corporativa el cual se centra en “la divulgación de información precisa y oportuna de todos los aspectos relacionados a empresa, incluyendo su situación financiera, desempeño, estructura de la propiedad y gobierno de la empresa (OCDE, 2004). En este sentido Holm y Schøler (2010) sostienen que la transparencia es un mecanismo de GC relevante para aquellas empresas con una alta exposición a los mercados internacionales. Bajo este contexto, la transparencia corporativa es tradicionalmente considerada como un mecanismo externo de GC (Brennan y Solomon, 2008; Weir, Laing y McKnight, 2002).

1.2. ANTECEDENTES TEÓRICOS

Diversas teorías han sido propuestas en la literatura para explicar las diferencias en la adopción de las prácticas de GC en los países. A partir del concepto de GC desarrollado en el Informe Cadbury (1992), “*sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas*”, el GC puede encuadrarse en una amplia gama de teorías, como la teoría económica de la empresa, la teoría de la agencia o la teoría del stakeholder, las cuales se centran en los elementos de un sistema de GC (Ping y Andy, 2011). En esta línea, Abdullah y Valentine (2009) afirman que las teorías y modelos de GC han evolucionado a través del tiempo, como consecuencia del incremento en la conciencia social hacia la adopción de un sentido de gobernabilidad en las estructuras de las empresas. En este sentido, el trabajo realizado por estos autores sostiene que las teorías fundamentales en GC tuvieron su origen en la teoría de la agencia, extendiéndose a la teoría del stewardship (teoría de la administración) y la teoría de los stakeholders, posteriormente evolucionó a la teoría de la dependencia de recursos, teoría de los costes de transacción, teoría política y diversas teorías éticas. Calder

(2008) sostiene que son tres las teorías en las que se sustenta el GC: la teoría del *stewardship* (teoría de la administración), la teoría de agencia y la teoría del mercado. Nicholson y Kiel (2007) analizan, bajo el enfoque de las teorías de la agencia, del *stewardship* y de la dependencia de recursos, el impacto que tiene el CA sobre el desempeño y valor de la empresa, encontrando que cada teoría explica determinados factores, y no existiendo una teoría única que explique el patrón general de resultados.

Las primeras teorías que dan origen al GC se centraron en la búsqueda de la maximización de la riqueza de los accionistas. La teoría económica de la empresa surge con el nacimiento de la ciencia económica y la obra *“La naturaleza y causa de la riqueza de las naciones”* de Adam Smith (1776). Es a partir del crecimiento del mercado que experimentó EE.UU. y la aparición del sistema capitalista cuando la propiedad de las empresas se fragmentó y pasó a manos de una diversidad de accionistas, surgiendo el concepto que Berle y Means propusieron en 1932: *“la separación de la propiedad y el control”*. En este sentido, la propiedad de la empresa sostenida con acciones públicas emergió como la forma legal dominante en los negocios. La separación entre la propiedad y el control de grandes empresas es una eficiente forma de organización económica (Fama, 1980); y es la necesidad de proteger los derechos de los accionistas la que da origen al desarrollo de la teoría de los derechos de propiedad. En esta teoría se visualizan dos enfoques: 1) la empresa como una relación de contratos explícitos, la cual garantiza los derechos de control a los accionistas (Alchian y Demsetz, 1972; Jensen y Meckling, 1976); y 2) la empresa como una relación de contratos implícitos y explícitos, que permitan valorarla económicamente de forma integral e identificar la distribución de ese valor entre los diferentes stakeholders (Zingales, 2000).

La teoría del *stewardship* sostiene que es necesaria la creación de estructuras de gestión y autoridad que genere una dirección unificada y facilite la toma de decisiones, y que permita a la empresa actuar y reaccionar decisivamente a las oportunidades de mercado. Por su parte, la teoría de la agencia visualiza a los accionistas como el principal y a la gerencia como el agente. Este último actuará siempre en su propio interés y no en beneficio de los accionistas, por lo cual requiere del monitoreo y control para proteger los intereses del principal. En contraste, la teoría

del mercado contradice a la teoría de la agencia, afirmando que no es relevante si los gerentes se ven a ellos mismos como administradores o agentes, porque los accionistas simplemente intentarán vender sus acciones en el mercado de aquellas empresas que no estén generando un adecuado retorno a su inversión. Sin embargo, esta teoría no es congruente ante los recientes escándalos financieros acontecidos en todo el mundo, en donde los propios accionistas y empleados no fueron capaces de vender las acciones de sus empresas (Calder, 2008). Por otro lado, la teoría institucional se ha convertido en la teoría más utilizada para el análisis de la gestión en economías emergentes (Hoskisson, Lau y Wright, 2000; Wright et al., 2005), en donde las instituciones inciden en la rutina organizacional y determinan las acciones de la empresa, que a su vez impactan en los resultados y eficiencia de la empresa (Boyer y Hollingsworth, 1997; Feldman y Rafaeli, 2002; He, Tian y Chen, 2007). La teoría institucional complementa el enfoque social del GC abordando la inserción de empresas en un nexo de reglas formales e informales. Bajo este escenario, hemos de analizar las teorías más utilizadas en la literatura previa sobre GC.

1.2.1. La separación entre la propiedad y el control: Teoría de la agencia

Los problemas relacionados con la separación de la propiedad y el control fueron analizados desde los economistas institucionales clásicos. Veblen, visualizó el efecto de las finanzas corporativas sobre la propiedad y el control de la firma (Rutherford, 2001); mientras que Berle y Means (1932) y Coase (1937) sostuvieron que la propiedad de las grandes empresas estaba dispersa entre un elevado número de accionistas, lo cual implicaba que el control estuviese en manos de los directivos de las empresas. De esta forma, se identificaba una divergencia de intereses entre los directivos y los accionistas. Mientras la gestión va en busca de poder, prestigio y ganancias, los accionistas solo se interesan en maximizar sus beneficios.

La literatura previa tradicionalmente estudia al GC dentro del contexto de la teoría de la agencia, visualizando a la empresa como un nexo de contratos entre el

principal (accionistas) y el agente (equipo gestor). Es así como surge el concepto de empresa pública, cuyo enfoque se centra en el accionista y su desempeño es evaluado en el mercado de valores (Davis, 2005). En este sentido es necesario adoptar mecanismos para alinear los intereses entre el principal y el agente (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976). La teoría de la agencia surge en EE.UU. y Reino Unido, siendo el contexto legal e institucional de estos países favorable a la aplicación eficiente de los contratos de agencia (Peng, 2003). La teoría de la agencia está relacionada con la teoría de los derechos de propiedad y la teoría de los costes de transacción y define a la firma como una serie de relaciones contractuales entre los individuos, quienes poseen derechos residuales sobre los activos y flujos de efectivo de la organización. Se entiende que una relación de agencia surge cada vez que un individuo depende de la acción de otro, y da lugar a un contrato bajo el cual una o más personas (el principal) encarga a otra persona (el agente) el desempeñar algunos servicios en su nombre (Pratt y Zeckhauser, 1991; Jensen y Meckling, 1976). El contrato generalmente implica delegar autoridad al agente para que éste tome ciertas decisiones en nombre del principal. Bajo este enfoque, la teoría de la agencia persigue encontrar la forma de contrato más eficiente entre la relación principal-agente, minimizando los costes de transacción (Williamson, 1985; Williamson y Winter, 1991).

Dentro de la teoría de la agencia se identifican dos corrientes de investigación. Por un lado, la teoría positiva de la agencia, y, por otro, la teoría del principal-agente. Aunque las dos comparten la misma unidad de análisis, que es el contrato entre el principal y el agente, difieren en varios aspectos. La primera se centra en modelar los efectos que tienen diferentes factores, como la tecnología, la intensidad de capital, el grado de especialización de los activos, los costes de información, el mercado de capitales y el mercado laboral, sobre los costes de monitoreo y vinculación (Jensen, 1983). La teoría del principal-agente se enfoca en un conjunto amplio de relaciones como son: empleador-empleado, abogado-cliente, comprador-proveedor y otras relaciones de agencia (Harris y Raviv, 1978).

La teoría de la agencia centrada en una única relación de agencia entre principal-agente ha llegado a considerarse restrictiva. En países emergentes, el

contexto institucional hace que la aplicación de los contratos de agencia sean más costosos y problemáticos, debido a la presencia de una alta concentración de la propiedad y a la ausencia de mecanismos externos de GC (North, 1990; Wright et al., 2005; Dharwadkar, George y Brandes, 2000). Esto genera un conflicto entre accionistas controladores y los minoritarios, el cual ha sido denominado como el conflicto entre principal-principal. Por otra parte, la teoría de la agencia se ha extendido a un mayor número de grupos de interés (stakeholders), quienes tienen una relación e interés en la empresa. El conflicto de agencia da lugar a la expropiación de los accionistas por parte del agente a través de la transferencia directa de riqueza, venta y sustitución de los activos de la compañía a precios menores, subinversión o sobreinversión, asignación de posiciones gerenciales a miembros familiares no calificados (La Porta et al., 2000; De Jong y Van Dijk, 2007). Por otro lado, el conflicto entre principal-principal, muy común en países emergentes, se caracteriza por la concentración de la propiedad y una débil protección de los accionistas minoritarios (Young et al., 2008).

Otro término ampliamente utilizado en la literatura y relacionado con el conflicto de agencia es el “*tunneling*”, que se refiere a la expropiación de los accionistas minoritarios para el beneficio de los accionistas controladores, quienes típicamente también ocupan altos puestos gerenciales. El *tunneling* legal ocurre más frecuentemente en países emergentes y con ley de origen civil, aunque también se presenta en países con fuerte aplicación legal (Johnson et al., 2000). Éste no solo se refiere a conflictos de agencia, como la incompetencia de la gerencia, asignación de posiciones ejecutivas a familiares, inversión excesiva o insuficiente, o barreras hacia las adquisiciones de empresas, sino a prácticas como la transferencia de recursos y transacciones financieras en beneficio de los accionistas mayoritarios. Entre las prácticas de transferencia de recursos encontramos el hurto o fraude, la venta de activos y contratos ventajosos, los precios de transferencia a favor del accionista mayoritario, la compensación ejecutiva excesiva, garantías de préstamo y expropiación de oportunidades corporativas. Entre las transacciones financieras encontramos la emisión de acciones preferentes, exclusión de los accionistas minoritarios en la toma de decisiones de la compañía e información corporativa, adquisiciones constantes y otras transacciones financieras que discriminan a los accionistas minoritarios.

La asimetría de información entre el principal y el agente es otra forma de conflicto de agencia. Ello da lugar a una divergencia en la información entre ambos partícipes, afectando el proceso de toma de decisiones. Para reducir este gap, el principal instituye un sistema de incentivos para el agente, incurriendo en determinados costes de agencia². Gedajlovic y Shapiro (1998) identifican dos situaciones que generan costes de agencia: 1) aquellas en que los directivos se comprometen a corto plazo con actividades de elevado coste diseñadas para obtener retribuciones extra distintas de las salariales y; 2) aquellas en que los directivos buscan satisfacer sus necesidades de poder, prestigio y estatus a través de decisiones estratégicas a largo plazo que aumentan el tamaño de la empresa, pero no su rentabilidad corporativa. En este sentido, la teoría de la agencia tiene como objetivo reducir los costes de agencia mediante la imposición de controles internos o mecanismos de GC que mitiguen el comportamiento oportunista del agente. Por un lado, encontramos mecanismos referidos al mercado de capitales, el sistema legal, político y regulatorio, los factores y productos del mercado, y los sistemas de control interno (La Porta et al., 2000). Por otro, se identifican otras dimensiones de GC, como la participación accionarial de ejecutivos y consejeros, utilización de deuda, participación de miembros externos en el CA y la toma de control (Agrawal y Knoeber, 1996; Ang, Cole y Lin, 2000). De acuerdo con Davis, Schoorman y Donaldson (1997), la compensación ejecutiva y la estructura de gobierno de una empresa son los dos mecanismos que han recibido especial atención en la literatura.

1.2.2. Teoría del stewardship

En contraste con la teoría de la agencia, bajo un enfoque sociológico y psicológico, la teoría del stewardship se centra en las estructuras que facilitan y dan autonomía a los agentes. Esta teoría ha sido introducida como un medio para definir

² Gastos de monitoreo en que incurren los propietarios de capital y deuda, gastos por bonos e incentivos para el agente, costes de insolvencia y reorganización, y la pérdida de riqueza causada por el impacto de la deuda en decisiones de inversión empresarial (Jensen y Meckling, 1976).

las relaciones basadas en premisas de comportamiento (Donaldson y Davis, 1991). En este sentido, Davis, Schoorman y Donaldson (1997) extienden el entendimiento de la teoría del *stewardship* a través de las dimensiones psicológica y social. Sugieren que las necesidades de los administradores se basan en el crecimiento, el logro y la autorrealización, por lo que cuando existe una motivación intrínseca se enfocarán a los objetivos organizacionales y no a los personales. Por su parte, los gestores que se identifican con la organización están altamente comprometidos con los valores de ésta y por tanto se enfocarán al logro de las metas corporativas. Bajo este escenario, la filosofía gerencial de esta teoría se basa en la participación y confianza, mientras que la cultura está sustentada en el colectivismo (son comunes las relaciones a largo plazo entre los miembros de la organización) y el poder de distancia es bajo (una mayor consulta en la toma de decisiones).

Esta teoría se basa en la creencia que sostiene que los gestores son personas de confianza que han invertido tiempo en la organización y que, por tanto, velarán por los recursos de la empresa, existiendo una alineación de intereses entre la gestión y las partes interesadas de la empresa (Donaldson, 1990; Donaldson y Davis, 1991,1994; Davis, Schoorman y Donaldson, 1997; Vargas Sánchez, 2004). De acuerdo a esta teoría, el comportamiento del gestor de la empresa es colectivo, porque éste se propone alcanzar los objetivos de la empresa, lo cual beneficia a los accionistas (Davis, Schoorman y Donaldson, 1997). El supuesto principal de la teoría del *stewardship* sostiene que el comportamiento del agente está alineado con los intereses del principal. En esta línea, Donaldson (1990) y Donaldson y Preston (1995) sugieren que los dos supuestos más importantes en este enfoque teórico son: 1) Que los directivos son personal de confianza y, 2) que los costes de agencia se reducirán como un proceso natural en el que los directivos no querrán perder la confianza de los accionistas y su reputación en el mercado laboral (Donaldson y Davis, 1994). De acuerdo con Jones (1995), los seguidores de la teoría del *stewardship* asumen que los gestores son más efectivos cuando las estructuras de GC les confieren una mayor autoridad y discreción.

1.2.3. Teoría de la dependencia de recursos

A partir del trabajo seminal publicado por Pfeffer y Salancik en 1978, la Teoría de la Dependencia de Recursos (TDR) ha llegado a ser considerada como una de las teorías más influyentes en la teoría organizacional y administración estratégica. Esta teoría caracteriza a la empresa como un sistema abierto en función de las contingencias del entorno externo, y sostiene que el CA desempeña un papel crucial en la vinculación de la empresa con los recursos necesarios (Zald, 1969; Pfeffer, 1972, 1973). La TDR reconoce la influencia de factores externos sobre el comportamiento organizacional, y aunque en el contexto parecen existir limitaciones, los consejeros pueden actuar para reducir la incertidumbre y la dependencia hacia el entorno, siendo el concepto de poder un elemento esencial (Ulrich y Barney, 1984).

De acuerdo con Pfeffer (1972, 1973) y Pfeffer y Salancik (1978), el CA tienen importantes vínculos con los recursos relevantes que contribuyen al rendimiento significativo de la empresa. Los primeros estudios que relacionan al CA y la TDR se centran en la composición y tamaño del CA, como indicadores de la capacidad del CA para proveer los recursos críticos de la empresa. De acuerdo con Pfeffer y Salancik (1978) y Hillman, Withers y Collins (2009) los consejeros benefician a las organización en cuatro aspectos principales: 1) asesoría y consejo, 2) acceso a los canales de información entre la empresa y el entorno, 3) acceso preferencial a los recursos, y 4) legitimidad. Estudios recientes, como el realizado por Hillman, Cannella y Paetzold (2000), desarrollaron a partir de la TDR una taxonomía de los consejeros, explorando como éstos pueden ser más o menos valiosos de acuerdo a los cambios que se generan en el entorno. Así encontramos los consejeros *“expertos en el negocio”*, *“especialistas de apoyo”* y *“personas influyentes en la comunidad”*, los cuales corresponden a los distintos tipos de recursos que ellos aportan a la empresa.

1.2.4. Teoría de los stakeholders

La teoría del stakeholder³, o teoría de los grupos de interés, se sustenta en la teoría moderna de los derechos de propiedad desarrollada por Grossman y Hart (1986), la cual se centra en los derechos contractuales. Esta teoría intenta asignar eficientemente estos derechos mediante contratos escritos entre las partes, y definen a la firma como aquellos activos que se poseen o sobre los que se tiene control. Hart y Moore (1990) desarrollan la teoría de la asignación óptima de los activos. Así, ambos trabajos fortalecen la teoría del stakeholder, la cual define a la empresa como una relación de contratos implícitos y explícitos, y reconoce la importancia de cada uno de los grupos en la creación y distribución del valor económico (Asher, Mahoney y Mahoney, 2005). Entre estos grupos, encontramos al Gobierno, que apoya con políticas de regulación y competitividad que impiden la creación de prácticas monopolísticas y crea las condiciones óptimas para fomentar la sobrevivencia de empresas pequeñas; los empleados, con la aportación de sus conocimientos y habilidades; los acreedores y las redes de relaciones entre proveedores y clientes, que conducen a una generación de valor sostenible. Asimismo, existe un nivel macro, como el propio mercado, las instituciones y controles globales, que influyen en la creación de valor (Pitelis, 2004).

El término de “*stakeholders*” fue utilizado desde 1963 por el Stanford Research Institute, definiéndolo como aquellos grupos sin cuya ayuda la organización dejaría de existir. Freeman (1983), por su parte, propone dos definiciones para el stakeholder. Una definición amplia, que integra a los grupos de interés que afectan el logro de los objetivos organizacionales, como son los grupos de interés público, grupos protestantes, agencias de gobierno, asociaciones de comercio, competidores, sindicatos, así como también los empleados, segmentos de clientes, accionistas y otros stakeholders. La definición estrecha se enfoca a cualquier grupo identificable o individuo de los cuales depende la continuidad de la organización.

³ Se refiere a los empleados, clientes, proveedores, acreedores, comunidad y el público en general (Hill y Jones, 1992).

Es a partir del trabajo publicado por Freeman a mediados de los años 80 "*Strategic Management - A Stakeholder Approach*", cuando surge la teoría de los stakeholders, dando respuesta a las preocupaciones de la gerencia, que estaba siendo afectada por niveles sin precedentes de turbulencia y cambios en el entorno. La prioridad era la de desarrollar nuevas direcciones estratégicas para entender y crear oportunidades de crecimiento. Freeman visualiza la necesidad de este nuevo marco conceptual y define al stakeholder como cualquier grupo de individuos que es afectado o puede afectar el logro de los objetivos organizacionales, y además posee un derecho legítimo sobre la organización, el cual se obtiene a través de una relación de intercambio. Es un individuo o grupo de ellos que, voluntaria o involuntariamente, se exponen al riesgo de las actividades de una firma (Clarkson, 1995). De acuerdo con Hill y Jones (1992), el stakeholder es un proveedor de recursos críticos para la firma, y a cambio cada uno de ellos espera satisfacer sus intereses.

La teoría del stakeholder ha emergido como un modelo primario de pensamiento en el que la ética organizacional y las responsabilidades de la gestión incluyen servir a los intereses de empleados, clientes, proveedores y la comunidad local, además de las responsabilidades tradicionales hacia los accionistas (Boatright, 1994). La teoría se visualiza como una combinación de negocios y ética (Freeman, 1994 y 1984; Jones, 1995). Rowley (1997) analiza, desde un enfoque de redes sociales, cómo la firma responde a la influencia de sus stakeholders.

Desde un enfoque de las responsabilidades en GC, es común distinguir entre la figura del accionista y el stakeholder. Desde el punto de vista del accionista, las empresas tienen un conjunto limitado de responsabilidades que se refieren principalmente al cumplimiento de la ley y la maximización de la riqueza de los accionistas. En contraste, el enfoque del stakeholder sostiene que la gerencia tiene la responsabilidad hacia un grupo más amplio de terceros interesados y no solo los accionistas (Reed, 2002). En esta línea, la literatura se refiere a la teoría de la agencia-stakeholders, en la cual los gerentes son los agentes de los grupos de stakeholders, surgiendo una asimetría de información entre éstos. Así, las dimensiones de GC como la transparencia corporativa y el sistema legal juegan un papel relevante en la alineación de los intereses entre el agente y los stakeholders (Hill y Jones, 1992).

Organismos internacionales, como la OCDE, han incorporado dentro de sus principios el papel de los grupos de interés en el GC, reconociendo los derechos establecidos legalmente entre los diferentes grupos y promoviendo Asimismo la cooperación entre éstos y las empresas para la creación de riqueza, trabajo y sostenibilidad (OCDE, 2004).

1.2.5. Teoría institucional

Otra teoría que ha contribuido al desarrollo de GC es la vieja teoría institucional de finales del siglo XIX, cuyo principal representante es Veblen. Esta teoría se opone al enfoque racional y estático de la corriente neoclásica económica. De acuerdo con Veblen, las instituciones no existen por una función de beneficio social, sino más bien se debe a la inercia del sistema. Por otro lado, los viejos institucionalistas conciben a la economía como el estudio del aspecto material de la cultura humana, siendo el sistema económico un subproducto cultural sujeto a constante evolución y transformación; mientras que el conocimiento tecnológico trae consigo cambios en el patrón básico de vida y alteraciones en las instituciones y normas culturales (Rutherford, 2001).

Un concepto importante, que es la base en la relación de negocios y que surge dentro del marco de la teoría clásica institucional, es el de “*transacción*”, el cual constituye la unidad básica de análisis y se integra por un conjunto de derechos legales, libertades, deberes y poder económico. De ahí surge la teoría de los derechos de propiedad, el contexto legal de las transacciones, la propiedad intelectual y la regulación en materia de contratos (Commons, 1934). En este contexto, los derechos de propiedad se apoyan a su vez en instituciones sociales, las cuales delimitan el rango de privilegios con respecto a los recursos concedidos a los individuos, como es el derecho de limitar el acceso a la información confidencial de la compañía, el derecho a exigir utilidades y el derecho de vender o transferir los recursos a otros (Libecap, 1989).

En este sentido, las instituciones son definidas como las reglas del juego siendo su función minimizar los costes de transacción asociados con la actividad en el

mercado (North, 1990). Sin embargo, las instituciones en los países emergentes no son estables y generalmente no promueven el intercambio impersonal de beneficio mutuo entre los actores económicos (North, 1994). De ahí, que estos países se guían en mayor grado por las instituciones informales (Peng y Heath, 1996). En el contexto informal las instituciones se definen como las creencias compartidas que generan estabilidad y orden en las interacciones económicas (Aoki, 2001).

La literatura previa ha realizado críticas a la teoría de la agencia, mostrando que ésta no considera en sus principios la diversidad nacional, la cual se deriva por la influencia de diversas instituciones, como la regulación política, los modelos cognitivos en respuesta a la incertidumbre y otras presiones normativas para establecer la legitimidad (Fligstein, 1990; Roe, 1994; Roy, 1997; Dobbin, 1994; Biggart, 1991; Hamilton y Biggart, 1988). En este sentido, Aguilera y Jackson (2003) sostienen que las prácticas de GC tienden a ser similares en el contexto institucional de un país y difieren entre países. Otros autores afirman que elementos institucionales similares tienden a agrupar países a través de un grupo coherente de prácticas de GC (Hall y Soskice, 2001). En esta línea, Milgrom y Roberts (1994) sostienen que el sistema de GC está impulsado por la vinculación de instituciones complementarias, es decir, que las instituciones formales, como el sistema legal, deben ser complementadas por la interacción de normas informales, como son las convenciones sociales, creencias y el comportamiento (Ahlering y Deakin, 2007).

Para entender la teoría económica institucional nos referiremos a dos grandes corrientes que han sido desarrolladas. Por una parte, *“la vieja economía institucional”*, asociada con Veblen, Commons, Mitchell y Ayres; por otro lado, *“la nueva economía institucional”*, referida principalmente a los costes de transacción, y cuyos principales representantes son Coase, Williamson y North. Los neoclásicos de la economía se centran en las estructuras de mercado perfectas que conducen a una visión estrecha de la participación de otras instituciones, mientras que los nuevos institucionalistas han sugerido que las instituciones y el cambio institucional a través de agentes dominantes y el Estado pueden ser instrumentos en la reducción de costes de transacción y en el fomento del desarrollo económico (Pitelis, 2004).

La vieja teoría económica institucional se sitúa entre finales del siglo XIX y la segunda guerra mundial, se opone al enfoque racional y estático de la corriente neoclásica económica representada por la obra de Adam Smith y su principal aportación consiste en un conjunto de descripciones precisas, exactas y heterogéneas que no constituyen una teoría, sino más bien un enfoque multidisciplinar. Los fundamentos clásicos de la teoría fueron desarrollados por B. Veblen, John R. Commons, John Dewey, Wesley C. Mitchell y Clarence E. Ayres (Bush, 1987). El marco teórico de Veblen (1914) se centra en la naturaleza acumulativa y dependiente del cambio institucional, el rol de la nueva tecnología que trae como consecuencia el cambio institucional y el carácter pecuniario de la existencia de instituciones, las cuales moldean las preferencias y valores de los individuos. Veblen analiza el impacto de las finanzas corporativas sobre la propiedad y el control de las firmas, las estrategias financieras y de negocios para mejorar la rentabilidad. Por otro lado, concibe a la economía como el estudio del aspecto material de la cultura humana, siendo el sistema económico un subproducto cultural sujeto a constante evolución y transformación. Las instituciones existentes y las normas sociales dan forma al comportamiento y los objetivos e incentivos conducen a los tipos de actividad productiva. El conocimiento tecnológico trae consigo cambios en el patrón básico de vida y alteraciones en las instituciones y normas culturales.

El neoinstitucionalismo surge después de 1945. Entre los representantes más importantes encontramos a Clarence Ayres, quien en su teoría del progreso económico intenta renovar el enfoque de Veblen, enfatizando que la tecnología es la fuerza impulsora detrás del cambio institucional y a su vez ésta determina el comportamiento humano y la estructura social (Rutherford, 2001). Por su parte, Myrdal (1964) analiza la interdependencia entre los fenómenos económicos, sociales e institucionales en países del tercer mundo, y plantea que el libre funcionamiento del mercado alimenta un proceso que favorece a aquellas regiones inicialmente bien dotadas y perjudica a aquellas con niveles inferiores de desarrollo, produciendo en éstas un círculo vicioso de la pobreza. Sugiere que la manera de contrarrestar esta tendencia es a través de la intervención reguladora o distributiva del Estado, mediante una transferencia de recursos de las zonas desarrolladas a las menos desarrolladas.

La nueva economía institucional, surge en 1960 con las críticas al modelo de la economía tradicional por su falta de fundamento institucional y una necesidad creciente para explicar el fenómeno real del mundo. La contribución principal de la nueva teoría institucional es enfatizar el rol que tienen las instituciones en la formación de las reglas del juego, dentro de las cuales las transacciones económicas toman lugar, refiriéndose fundamentalmente al impacto que tienen las instituciones políticas sobre los resultados económicos (Sened, 2000). El primero en establecer una conexión entre las instituciones, los costes de transacción y la teoría neoclásica fue Ronald Coase, quien sostiene que el paradigma neoclásico de los mercados financieros funcionaba siempre y cuando no se consideraran los costes de negociación (Coase, 1960). Los elementos básicos de la nueva teoría institucional van enfocados a los costes de transacción, los derechos de propiedad y las relaciones contractuales. La nueva teoría institucional visualiza a las instituciones y al cambio institucional como medios para reducir los costes de transacción, reducir la incertidumbre y producir beneficios colectivos desde un comportamiento coordinado y cooperativo (Rutherford, 2001). Lo anterior proporciona un marco más analítico sobre las instituciones y su influencia en los diferentes sistemas organizativos y en el modelo de desarrollo económico.

Con el trabajo de North y Davis en 1970, el cambio institucional se concebía como un factor determinante del crecimiento. En 1973 se inicia el estudio de las instituciones ineficientes como causa del fracaso económico (North y Thomas, 1973), mientras que en la década de los 80 la investigación se centra en las instituciones políticas, entendidas como reglas que tienden a reducir los costes de transacción de toda economía (North, 1984). El trabajo de North se extiende a la importancia de los modelos mentales para explicar e interpretar el medio ambiente, los cuales evolucionan conforme se incorporan nuevas experiencias que refuerzan los modelos mentales existentes o los modifican, y ello a su vez guía el comportamiento y las convicciones ideológicas. De acuerdo con North, la herencia cultural es fruto del aprendizaje de las sociedades, misma que facilita la reducción de diferencias entre los diversos modelos mentales y transforma a la estructura social y económica a través de instituciones formales e informales (Díaz Casero, 2003). El nuevo institucionalismo ha trabajado para estimular no solo las reglas formales y estructuras de gobierno, sino las normas

informales y redes sociales y la relación entre éstas, surgiendo temas como el de los valores compartidos, el capital social, la comunidad y la sociedad civil (Knight, 1998).

La teoría de las instituciones propuesta por North se sustenta en tres pilares básicos: 1) una teoría de los derechos de propiedad; 2) una teoría del Estado; y 3) una teoría de la ideología que explique cómo las diferentes percepciones de la realidad influyen en la reacción de los individuos ante los cambios de la situación objetiva. Aunque North logró avances importantes en la explicación teórica del cambio institucional en sus trabajos anteriores, es sin duda en su obra "*Institution, institutional change and economic performance*", publicada en 1990, y en "*Economic performance through time*" (1994), en donde la teoría se consolida. La interacción entre las instituciones y las organizaciones es la que da forma a la evolución económica, siendo las instituciones las reglas del juego y las empresas los jugadores. De acuerdo con North, las instituciones políticas y económicas inciden en el desempeño económico y limitan la interacción humana. North distingue dos tipos de instituciones; las formales y las informales. Las primeras se integran por un conjunto de leyes, reglamentos y procedimientos gubernamentales que se emiten en determinada jurisdicción, mientras que las informales se refieren a las ideas, creencias, actitudes y valores de las personas, normas de comportamiento y códigos de conducta.

Por otro lado, las instituciones formales se integran de: 1) reglas y políticas judiciales, que establecen la estructura jerárquica de los gobiernos y su estructura básica de decisión; 2) reglas económicas, que definen los derechos de propiedad sobre el uso, las rentas derivadas de la propiedad o la capacidad de venta de activos o recursos, afectando el comportamiento de los agentes sociales; y 3) los contratos, que hacen referencia a las disposiciones específicas de las transacciones de intercambio entre particulares (North, 1993).

En este contexto, North (1992) identifica cinco principios esenciales para integrar el marco analítico del cambio institucional:

1. La interacción continua entre las instituciones y las organizaciones en un entorno de escasez y alta competencia es la clave del cambio institucional.

2. Las fuerzas competitivas organizacionales obligan a invertir en habilidades y conocimiento para sobrevivir.
3. El marco institucional provee los incentivos que dictan el tipo de habilidades y conocimientos percibidos que generarán el máximo beneficio.
4. Las percepciones se derivan de las construcciones mentales de los jugadores.
5. Las economías de escala, las complementarias y las redes externas que surgen de la matriz institucional, determinan el cambio institucional que es incremental y dependiente del patrón de cambio.

La teoría económica institucional es utilizada como base teórica en distintos contextos, siendo considerada como el marco conceptual más consistente y apropiado para el estudio de la influencia de los factores del entorno en la función empresarial (Veciana, 1999). Por otro lado, organismos internacionales, como el Banco Mundial, ha integrado en sus informes la importancia de las instituciones formales e informales como factores condicionantes del crecimiento y desarrollo económico de los países, tal es el caso de los últimos informes (años 2001, 2002 y 2005).

La nueva teoría institucional está estrechamente relacionada con la teoría de la agencia, dado que identifica numerosas relaciones contractuales que tienen lugar en la economía y afirma que los costes de transacción son importantes. En esta línea, Aguilera y Jackson (2003) sugieren que la teoría de la agencia no tiene en cuenta las diferencias entre países, siendo su visión restringida con respecto al entorno institucional que incide en el GC, por lo que éste necesita ser entendido en un amplio contexto institucional (Lubatkin et al., 2001; Aoki, 2001). La nueva teoría institucional amplía sus fronteras hacia el medio ambiente, el crecimiento económico, la historia económica, la teoría del empresario, el análisis comparativo de los sistemas económicos, la organización empresarial y el GC. Recientemente ha surgido un cuerpo de investigación que intenta entender cómo y por qué el origen legal de los países afecta el marco institucional y cómo éste a su vez afecta los resultados económicos y financieros de las firmas (Johnson, McMillan y Woodruff, 2002; Acemoglu y Johnson, 2005; Beck y Levine, 2005; Stulz y Williamson, 2003).

1.3. SISTEMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

La globalización y las diferencias institucionales han dado como resultado el surgimiento de diferentes sistemas de GC. Un sistema de GC es definido como el entorno particular de un país, en donde los factores legales, institucionales y culturales determinan los patrones de influencia que las partes interesadas ejercen sobre la toma de decisiones y el comportamiento gerencial (Weimer y Pape, 1999). Los citados autores identifican ocho características que recogen los diferentes sistemas de GC: el concepto predominante de la empresa, el CA, la influencia relevante de los stakeholders en la toma de decisiones, la importancia del mercado de valores en la economía nacional, la presencia o ausencia del mercado de control corporativo, la estructura de la propiedad, el grado en el cual la compensación ejecutiva depende del desempeño corporativo y el horizonte temporal de las relaciones económicas.

La literatura previa afirma que no existe un modelo único que refleje adecuadamente la gobernanza empresarial en todos los contextos nacionales (La Porta et al., 1997, 1998; Lubatkin et al., 2007). Sin embargo, el modelo predominante ha sido el adoptado por las economías desarrolladas, como Reino Unido y EE.UU., en donde el contexto institucional permite la aplicación eficiente de los contratos de agencia (Peng, 2003). En estos países existe una separación entre la propiedad y el control, surgiendo un conflicto de agencia entre el principal y el agente (Jensen y Mckling, 1976). Sistemas como el alemán o el japonés están centrados en las instituciones bancarias. Algunos sistemas se caracterizan por grandes grupos de empresas relacionadas (keiretsu en Japón, chaebol en Corea, o las estructuras holding europeas). Otros sistemas de GC se caracterizan por la concentración del control familiar, como es el caso de Canadá e Italia (Gilson, 2001). Sin embargo, en países emergentes, el contexto institucional hace que el cumplimiento de los contratos sea más costoso y problemático (North, 1990; Wright et al., 2005). Lo anterior genera una concentración de la propiedad (Dharwadkar, George y Brandes, 2000) y la ausencia de mecanismos de gobierno externos eficientes, lo que resulta en un conflicto entre accionistas controladores y minoritarios (Morck, Wolfenzon y Yeung, 2005).

Bajo este escenario, diversos estudios han diferenciado los sistemas de GC en el mundo. Por un lado, el modelo anglosajón, sistema del accionista/outsider o sistema basado en el mercado caracterizado por un activo mercado externo de control corporativo. Los principales representantes de este sistema son EE.UU. y Reino Unido. Por otro lado, el modelo europeo continental, del stakeholder/insider, u orientado a la red, propio de países como Alemania, Japón y países de Europa continental (países latinos), tiene una influencia en la toma de decisiones a través de redes relativamente estables, siendo los mecanismos más comunes la participación accionarial cruzada y el intercambio de consejeros (Ooghe y De Langhe, 2002; Moerland, 1995). En esta línea, los estudios realizados por Scott (1985), Jong (1991), Moerland (1995), Weimer y Pape (1999) y Reaz y Hossain (2007), entre otros, proponen cuatro sistemas de GC, los cuales tienen su origen en los países desarrollados: 1) sistema anglosajón (EE.UU., Reino Unido, Canadá, Australia); 2) sistema germánico (Alemania, Países Bajos, Suiza, Suecia, Austria, Dinamarca, Noruega y Finlandia); 3) sistema latino (Francia, Italia, España, Bélgica) y 4) sistema japonés. El sistema de GC anglosajón o capitalista (Albert, 1991; Choi, Hilton y Millar, 2004), ha sido económicamente dominante en los siglos XIX y XX siendo sus principales representantes EE.UU., Canadá y Reino Unido. El sistema de negocios comunitario integra países de Europa continental, y se centra en el papel del gobierno en los asuntos económicos y sociales, existiendo un lazo estrecho entre éste y el sector industrial y bancario. En este sentido, la transparencia se ve influenciada por la efectividad de las instituciones jurídicas que establecen los límites entre la divulgación de información voluntaria y mandatoria (Millar et al., 2005).

Junto a estos sistemas ha surgido el “*sistema emergente o institucional*”, propio de los mercados emergentes (Krambia-Kapardis y Psaros, 2006). Este modelo se sustenta en factores como el gobierno, los bancos y otras instituciones, siendo el pilar principal la transparencia institucional⁴ (Millar et al., 2005). El sistema institucional se caracteriza por una alta concentración de la propiedad y el control se encuentra en manos de corporaciones, bancos o familias, existiendo una alta probabilidad de

⁴ De acuerdo con Millar et al. (2005), la transparencia institucional se refiere a que la información disponible sea clara, exacta y formal en relación a las prácticas sobre los mercados de capital, el sistema legal y judicial, las políticas macroeconómicas y fiscales del gobierno, normas y prácticas contables, incluyendo el GC y revelación de información, la ética, corrupción, regulaciones, hábitos y costumbres compatibles con las normas de la sociedad.

conflicto de interés entre los accionistas controladores, la gerencia y los accionistas minoritarios (La Porta et al., 1997). Entre los países incluidos en este sistema encontramos los países del Este de Europa, países asiáticos como China, Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas, así como países de Latinoamérica (Argentina, Brasil, Chile y México).

1.3.1. Sistema anglosajón

El sistema anglosajón se deriva de la ley común (de origen inglés), la cual se caracteriza por una legislación más flexible, prácticas comunes e interpretaciones judiciales previas de la ley y unos reglamentos que tienen aplicabilidad en los litigios. Asimismo, se caracteriza por tener un mejor sistema institucional, menores niveles de corrupción y parlamentos más eficientes (La Porta et al., 1998, 2000 y 2002). De acuerdo con Weimer y Pape (1999) y Franks y Mayer (1990), este modelo identifica la fuerte influencia institucional que ejercen los accionistas en la toma de decisiones corporativas. La gestión tiene como prioridad maximizar la riqueza de los accionistas y la ley protege fuertemente al accionista a través del principio de un voto por acción. Asimismo existe igualdad en el acceso a la información corporativa para accionistas minoritarios y mayoritarios. Por otro lado, la propiedad se encuentra dispersa entre un gran número de accionistas, los mercados financieros están muy desarrollados, los derechos de propiedad son ampliamente negociados y son frecuentes las ofertas públicas de adquisición. El sistema de negocios anglosajón o capitalista es frecuentemente utilizado para describir a los países de América del Norte y de Europa Occidental, siendo un grupo homogéneo de países en términos de sistemas económicos y políticos (Albert, 1991; Choi, Hilton y Millar, 2004). El CA de un solo nivel es otra característica de este sistema, y este se integra por consejeros externos e internos. Los primeros son los responsables de la gestión de la empresa, ejerciendo las responsabilidades de lealtad y cuidado hacia los accionistas (Lorsch y MacIver, 1989). Ambos tipos de consejeros son nombrados y removidos por la asamblea general de accionistas.

En el sistema anglosajón los precios de las acciones reflejan el valor percibido por los inversores, los cuales a su vez son capaces de ejercer presión sobre los gestores de la empresa para conseguir el desarrollo de una política de empresa eficiente. Su enfoque se dirige hacia el principal-agente y en mecanismos externos de control (Fernández y Gómez, 1999). En este modelo la propiedad está pulverizada, los mercados de capital son muy líquidos y existe el mercado de control corporativo o de adquisiciones de empresas, el cual se refiere al mercado de tomas de control a través de fusiones, concursos públicos y compras apalancadas (Weimer y Pape, 1999). El proceso de tomas de control se considera como un mecanismo de disciplina en las empresas, lo que permite que el control sea transferido de un equipo de gestión ineficiente a otro eficiente, lo cual incentiva a una convergencia de intereses entre la gerencia y los accionistas. En el contexto de la compensación ejecutiva, ésta va en línea con el desempeño corporativo, siendo comunes los planes de opciones sobre acciones y los planes de bonos con la finalidad de alinear los intereses de la gerencia y los accionistas. Finalmente, el sistema anglosajón se caracteriza por relaciones económicas a corto plazo, resultantes de la flexibilidad existente en los mercados de capital, laboral y de productos y servicios, la cual asegura un rápido ajuste al cambio de circunstancias en el mercado, no favoreciendo las relaciones a largo plazo (Gelauff y Den Broeder, 1996).

Para resumir, Pučko (2005) sostiene que el sistema anglosajón está basado en un CA totalmente independiente con respecto a sus accionistas y stakeholders, fuertes mercados financieros y una mínima intervención del gobierno. La cultura es competitiva y el sistema jurídico mitiga la participación de la propiedad en manos de los bancos y otras instituciones financieras. Se consideran a la asamblea general de accionistas y al CA como los principales cuerpos de gobierno, cuyas funciones principales se concentran en el control de los resultados del negocio y las decisiones estratégicas. En este sistema, los inversores tienen un menor riesgo a ser expropiados, lo que incide en la existencia de un mercado amplio de control corporativo que induce a los directivos a cuidar su reputación y a ser responsables en su actuación (Ooghe y De Langhe, 2002).

1.3.2. Sistema continental

El sistema continental es el más extendido en el mundo, surge de la ley civil (de origen romano), en cuyo caso las leyes son dictadas por los parlamentos y asambleas, y la aplicabilidad judicial está limitada a la práctica aceptada. Este sistema, a su vez, se divide en tres grupos tradicionales de ley: la francesa, alemana y escandinava. La ley francesa es la más débil en la protección de los derechos del inversor, mientras que la alemana y escandinava se localizan en un nivel medio (La Porta et al., 1998 y 2000). La propiedad en estos países está concentrada en manos de familias o bancos, los mercados financieros están menos desarrollados y existe una baja protección al inversor, consecuencia de la subordinación de los intereses de los accionistas a la de los propios directivos. Otra diferencia en ambos sistemas la encontramos en la liquidez del mercado financiero, que se mide por el número de empresas que cotizan en Bolsa en relación al total de empresas, la cual es mayor en países con sistema anglosajón. Este sistema incluye a los países de Europa continental y su sistema de negocios enfatiza el papel del gobierno en las decisiones económicas y sociales (Millar et al., 2005).

El sistema continental se basa en la utilización de dimensiones de GC internas como el CA, planes de compensación ejecutiva y participación de los directivos en la propiedad de la empresa (Ooghe y De Langhe, 2002). Dichos mecanismos buscan proteger los intereses de los accionistas y stakeholders a través de relaciones a largo plazo que armonicen los distintos intereses. El sistema continental se caracteriza por una propiedad que está altamente concentrada en bancos, otras empresas y familias. El control es ejercido por los accionistas mayoritarios, el CA está integrado por miembros internos o externos que están relacionados con los accionistas controladores, los mercados de capital no son líquidos y tienen capacidad limitada de control, existen estrechas relaciones personales de confianza entre los directivos, se mantienen relaciones a largo plazo con los acreedores, no existe un mercado de control corporativo y los bancos desempeñan un rol importante en el GC a través de su participación en la propiedad y asignación de posiciones en los CA (Cuervo, 2002).

En esta línea, Pučko (2005) señala que el modelo continental se caracteriza por la existencia de fuertes grupos de negocios, mercados financieros débiles, una fuerte intervención del Gobierno, una cultura más cooperativa o autoritaria y relaciones cercanas entre las corporaciones y las instituciones financieras. Se identifican tres cuerpos de gobierno en este sistema: la asamblea general de accionistas, el consejo supervisor y el CA. Con respecto a la forma de separar la propiedad y el control encontramos que dominan las estructuras piramidales, cross-holdings⁵ y emisión de acciones preferentes o de voto restringido. La mayor parte de las empresas son controladas por familias y el Estado y los derechos de control exceden los derechos de participación accionarial en la firma.

Dentro de este sistema, Reaz y Hossain (2007) diferencian a su vez tres modelos que poseen características muy particulares. El primero de ellos se refiere al sistema de GC germánico, en donde las empresas son entidades económicas autónomas que constituyen una coalición de varios partícipes (accionistas, gestión, empleados, proveedores y clientes que se esfuerzan por la continuidad de la empresa (Moerland, 1995). En contraste con el sistema anglosajón, en el sistema germánico el CA se integra de dos niveles (consejo de gestión y consejo supervisor), lo cual genera una separación entre la gestión y la supervisión (Bleicher y Paul, 1986; Edwards y Fischer, 1994; Kaplan, 1995). La influencia de los accionistas independientes en la decisión gerencial es limitada, mientras que el principio de “una acción-un voto” no prevalece en estos países. Otra característica del sistema germánico se refiere a la influencia que tienen los bancos en las empresas. Además de ser los principales proveedores de recursos financieros, tienen una participación accionarial importante, y participan en el consejo supervisor. Por otra parte, el mercado de valores en este sistema es menos activo que en países anglosajones por lo que el mercado de control corporativo es casi inexistente (Weimer y Pape, 1999). La razón de este patrón es la alta concentración de la propiedad que impide la fortaleza del mercado y puede incidir fuertemente en la actuación gerencial. Por otra parte, la compensación basada en el desempeño no es una práctica común, mientras que el entorno institucional favorece

⁵ Se refiere a la participación que tiene una empresa sobre la propiedad de una segunda, y ésta a su vez en la participación que tiene sobre la primera (participación accionarial cruzada).

las relaciones estables y a largo plazo con los distintos grupos de interés (Abowd y Bognanno, 1995; Gelauff y Den Broeder, 1996).

El sistema de GC latino se encuentra entre el sistema anglosajón y el germánico, aunque muestra una mayor similitud con este último (Weimer y Pape, 1999). En este sistema los accionistas tienen una mayor influencia con respecto al sistema de germánico, aunque con menor nivel de decisión que en el sistema anglosajón. El CA en la mayoría de los casos es de un solo nivel. Por otro lado, la influencia de los empleados en la acción gerencial está menos institucionalizada que en el sistema anglosajón. Generalmente no se ejerce el principio de “una acción-un voto” y el grupo de control está en manos de holdings financieros, holdings cruzados, el gobierno y grupos familiares (Jong, 1991). Por su parte, los mercados de capital juegan un papel menos importante en estos países que en el sistema anglosajón, aunque existe un mayor número de adquisiciones hostiles que en el sistema germánico (Moerland, 1995). En este sistema la concentración de la propiedad es alta, la compensación ejecutiva de acuerdo al desempeño corporativo no es un mecanismo comúnmente utilizado, mientras que el entorno institucional favorece las relaciones a largo plazo.

De acuerdo con Weimer y Pape (1999), el sistema japonés se centra en la dimensión cultural del GC. Los valores de la cultura japonesa se sustentan en la familia y el logro del consenso, siendo escaso el uso de los litigios. El sistema de consejo japonés es complejo, y se integra del CA, consejeros representativos y los auditores, los cuales tienen diferentes responsabilidades. Sin embargo, las empresas crean frecuentemente una subestructura informal del CA. En el modelo japonés, los empleados y accionistas tienen una fuerte incidencia sobre las decisiones directivas. Los códigos comerciales japonesas visualizan a los accionistas como importantes grupos de interés, aunque por razones culturales su rol es distinto a los otros sistemas de GC. Los accionistas parecen tener un compromiso a largo plazo con el keiretsu en el cual participan. Zielinski y Holloway (1991) afirman que los accionistas sostienen acciones por razones simbólicas, las cuales son necesarias para pertenecer a la red corporativa. El sistema bancario tiene una influencia relevante en el sistema japonés (Corbett, 1994), mientras que el mercado de valores japonés es el más antiguo en

Asia, desempeñando un papel muy activo en la economía; sin embargo, no existen las tomas de control (Harrison, 1997). La estructura de propiedad se caracteriza por las holdings cruzadas entre empresas financieras y no financieras y, por consiguiente, la propiedad es más dispersa que en el sistema de germánico, aunque es más alta que en el sistema anglosajón (Weimer y Pape, 1999). El estudio realizado por Aboody y Bognanno (1995) sugiere que la remuneración basada en el desempeño no es común, y la presencia de los conceptos de “*keiretsu*” y “*familia*” demuestra las relaciones económicas estables y a largo plazo en el sistema de gobierno japonés.

1.3.3. Sistema institucional o emergente

Recientemente el GC en países en desarrollo y emergentes ha atraído la atención en la literatura (Oman, 2001; Lin, 2001). El modelo institucional se basa en la transparencia institucional y fortalecimiento de las leyes e instituciones. De acuerdo con Rutherford (2001), son las instituciones y el cambio institucional los medios para reducir los costes de transacción, la incertidumbre y generar beneficios colectivos. Las instituciones constituyen las reglas de juego que delimitan la interacción humana, y éstas han sido clasificadas en formales e informales (North, 1994). Por un lado, las instituciones formales se integran por un conjunto de leyes, reglamentos y procedimientos gubernamentales que se emiten en determinada jurisdicción; mientras que en las informales encontramos las ideas, creencias, actitudes y valores personales, las normas de comportamiento y códigos de ética y conducta.

En el sistema de GC emergente las presiones de la globalización y los arreglos institucionales propios del sistema son factores que determinan la estructura del GC en estos países (Siddiqui, 2010). Lo anterior implica que los países cambien las prácticas de gobierno a fin de legitimar su sistema económico con miras a incrementar la atracción de inversión extranjera y los fondos en los mercados de capital. En las economías emergentes existe un conflicto entre el principal-principal el cual se caracteriza por una alta concentración de la propiedad, pobre protección institucional a los accionistas minoritarios e indicadores de gobierno débiles (La Porta et al., 1997), un

bajo nivel de valuación de la empresa (Claessens y Fan, 2002; La Porta et al., 2002; Lins, 2003), bajos niveles de pagos de dividendos (La Porta et al., 2000), menor información recogida en los precios de las acciones (Morck, Yeung y Yu, 2000), una estrategia ineficiente (Filatotchev et al., 2003; Wurgler, 2000), un bajo nivel de inversión en innovación (Morck, Wolfenzon y Yeung, 2005), y expropiación de los accionistas minoritarios (Claessens, Djankov y Lang, 2000; Faccio, Lang y Young, 2001; Johnson et al., 2000; Mitton, 2002). Los países emergentes poseen un sistema de GC que refleja su entorno institucional, existiendo una serie de similitudes entre las que podemos mencionar el conflicto entre el principal-principal, referido a una concentración alta de la propiedad y una débil protección de los accionistas minoritarios (Young et al., 2008).

Se pone de manifiesto que el GC, visto desde una perspectiva institucional, influye en el diseño e implementación de las estrategias empresariales. Por otra parte, las instituciones formales son ineficientes o no operan adecuadamente en países emergentes, mientras que los mecanismos de GC tienen un bajo apoyo institucional formal (Peng, 2004; Peng et al., 2003). Lo anterior ha dado lugar a instituciones informales, como parentescos, grupos de negocio, conexiones familiares y contactos del gobierno, quienes dan forma al GC en estos países (Peng y Heath, 1996 y Yeung, 2006). En este sentido, el fortalecimiento de las instituciones formales (principios contables, protección de los inversores, eficiente aplicación de la ley, mayor competitividad en el mercado de productos, alto nivel de difusión en prensa y cumplimiento de obligaciones fiscales), logran reducir los beneficios privados del control, que a su vez incrementan el desarrollo financiero del mercado y reduce el coste de capital (Dyck y Zingales, 2004).

1.3.4. Convergencia en los sistemas de gobierno corporativo

Aunque ninguno de los sistemas ha logrado un GC perfecto, actualmente se busca la convergencia hacia el modelo anglosajón, con el objetivo de lograr una mayor transparencia en el mercado, incrementar la participación de los accionistas, hacer más eficiente la labor supervisora del CA y desarrollar sistemas de compensación

homogéneos para los ejecutivos tanto a corto como a largo plazo (Cuervo, 2002). Sin embargo, desde un punto de vista institucional, es necesario un modelo de GC distinto para cada país, lo cual implica cuestionarse si es en realidad el modelo anglosajón el más apropiado para lograr el crecimiento y transparencia en los mercados financieros globales. De acuerdo con Raez y Hossain (2007), no existe un modelo universal de GC. Sin embargo, los escándalos acontecidos en las grandes corporaciones, el patrón de cambio sobre la estructura de la propiedad y la internacionalización de los mercados han llevado a varios países y organismos internacionales a desarrollar algunos principios de GC que pueden ser adoptados en distintos contextos (Hussain y Mallin, 2002). Entre ellos encontramos el Informe Cadbury (1992) de Reino Unido y los principios de GC de la OCDE (1999) que han tenido una amplia aceptación en todo el mundo.

En este escenario, el modelo de GC adoptado va a depender de las características institucionales y sociales de cada país y de su tradición legal. Así Gilson (2001) analiza tres tipos de convergencia en GC: la convergencia funcional, que se refiere a la situación en que las instituciones de gobierno existentes de un país son los suficientemente flexibles para responder a la presión competitiva y demandas de cambio sin alterar las características de las instituciones formales; la convergencia formal, cuando una respuesta efectiva requiere acción legislativa para alterar la estructura básica de las instituciones existentes de gobierno; y la convergencia contractual, en donde las respuestas toman la forma de contrato, dado que las instituciones existentes de gobierno no son flexibles para responder sin un cambio formal y las barreras políticas restringen la capacidad del cambio en las instituciones formales. En este sentido, el trabajo citado sugiere que las características institucionales de cada país han impedido una convergencia formal entre los distintos sistemas de GC, aunque sí existe una convergencia funcional. Por otro lado Reed (2002) concluye que los países en desarrollo están moviendo su sistema de GC hacia el sistema anglosajón, siendo enfocadas sus principales reformas hacia un mayor nivel de protección de los accionistas minoritarios, reformas del sistema judicial, cambios en los mercados financieros, así como reformas a nivel macro. Si esta premisa es correcta, la capacidad de los países en desarrollo para aplicar un modelo de GC puede ser vinculada a cuestiones de reformas políticas y las propias fuerzas de la

globalización (Barlow y Clarke, 2001). En esta línea, la inversión extranjera directa en los distintos países, el grado de concentración accionarial y el nivel de desarrollo de los mercados sugieren la adopción de un modelo híbrido que tenga aplicabilidad en cada país (Cuervo, 2002).

1.4. MARCO NORMATIVO

Jensen y Meckling (1993) reconocieron la importancia del sistema legal en la organización de la actividad económica, lo cual generó un amplio cuerpo de investigación que relaciona el origen legal de un país a sus instituciones y crecimiento económico (La Porta et al., 1998 y 2000). Por su parte, Dyck y Zingales (2004) identifican diversas variables institucionales que fortalecen el desarrollo financiero de los mercados. Estas dimensiones se refieren a los principios contables, el nivel de protección del accionista minoritario, una eficiente aplicación de la ley, mayor competitividad en el mercado de productos, un alto nivel de difusión a la prensa y altas tasas de cumplimiento de obligaciones fiscales.

Algunos autores sostienen que el crecimiento económico requiere de mercados financieros desarrollados y una fuerte protección legal, la cual está asociada a menores niveles de asimetría de la información (Gul y Qiu, 2002). La relación entre la protección del inversor y el sistema financiero tiene implicaciones para el diseño de otros aspectos de gobierno, existiendo interacciones entre la estructura de propiedad, estructura de la deuda y el mercado de control corporativo (John y Kedia, 2006).

Con respecto a la medición del sistema legal, encontramos que diversos índices han sido desarrollados para medir el grado de protección y aplicabilidad de la ley, los cuales han ayudado a predecir la actividad en el mercado de valores (Johnson et al., 2000). Entre los índices propuestos para medir la fortaleza legal de un país encontramos el “*antidirector right index*”, que integra un conjunto de derechos mínimos hacia los accionistas, y el “*creditor right index*”, que mide la protección del acreedor. Otros índices se centran en la eficiencia del sistema judicial como el “*corruption index*”;

el “*accounting standards index*” y el “*Worldwide Governance Indicator*” publicado anualmente por el Banco Mundial.

1.4.1. El sistema legal

Los teóricos del Derecho sostienen que el origen legal (sistema común vs sistema civil), determina el enfoque de la regulación en un país (Ahlering y Deakin, 2007). La relevancia que tiene el sistema legal en el nivel de protección de los inversores y en la estructura de GC de las empresas fue puesta de manifiesto por La Porta et al. (1997) y La Porta et al. (1998). Jaggi y Low (2000), sostienen que el sistema legal tiene una influencia significativa en el desarrollo de los sistemas contables (principios y prácticas contables y divulgación de información) y en el crecimiento y desarrollo económicos (Ahlering y Deakin, 2007). Recientemente, la literatura previa relacionada con el desarrollo de los mercados de capital pone de manifiesto el papel significativo del sistema legal sobre la estructura de propiedad corporativa, la estructura de capital y los mercados de capitales (La Porta y López-de-Silanes, 1998; La Porta et al., 1996). Las principales conclusiones de estos autores se refieren a que el sistema legal en países de tradición anglosajona cuenta con una tasa de cumplimiento legal mayor y, por tanto, se incrementa la protección de los derechos de accionistas y acreedores; mientras que en países que disponen de una menor protección legal a los inversores, presentan una elevada concentración de la propiedad.

En este sentido, Levine (2000) sostiene que la eficiencia de un modelo de GC dependerá del buen funcionamiento del sistema legal que permita una aplicación oportuna de los contratos. En un sentido amplio, el sistema legal puede ser definido como el conjunto de instituciones jurídicas que promueven el desarrollo económico, siendo agrupado en dos grandes familias: ley civil y ley común (Glendon, Gordon y Osakwe, 1992; La Porta et al., 1996). La hipótesis del origen legal afirma que la diversidad existente en los sistemas nacionales es explicada por la influencia de la ley común y la ley civil como formas de regulación en el desarrollo económico (La Porta et al., 1997, 1998, 2000). Por otra parte, la colonización y la conquista que tuvieron lugar

en los siglos XIX y XX, generó como resultado que el sistema legal occidental se extendiera a los países en desarrollo (Glaeser y Shleifer 2002; Djankov et al. 2003). Así, el derecho común tiene sus orígenes en Reino Unido y está asociado con la decisión en manos de los jurados, jueces independientes y un enfoque hacia la discreción judicial en lugar de los códigos. Por su parte, la ley civil nace con el derecho romano, particularmente en el sistema europeo de la Edad Media y los códigos franceses y alemanes del siglo XIX. Este sistema es caracterizado por poderes judiciales menos independientes, una ausencia relativa de jurados y una mayor participación de los códigos que sustituyen la discreción judicial (Botero et al., 2004). Los autores citados afirman que los países dentro del sistema de ley común tienden a confiar más en mecanismos de mercado y los contratos, lo que da como resultado un nivel de protección superior a los accionistas y acreedores. Por su parte, los países de ley civil o socialistas se caracterizan por el uso de una regulación menos estricta, una participación del Estado en la propiedad, menores procedimientos formales de solución de controversias, un sistema basado en la celebración de contratos privados y el litigio, en lugar del cumplimiento de las leyes del mercado de valores (La Porta et al. 1997, 1998, 2000; Djankov et al. 2008).

Dahya et al. (2008) sugieren que el sistema legal de un país y la calidad de su aplicación se compone de dos elementos: 1) las disposiciones legales (protección de hecho) y 2) el grado en el cual éstas se hacen cumplir (protección de facto). La diferencia en la protección legal del inversor podría explicar por qué las empresas varían en la adopción de los mecanismos de buen gobierno (La Porta et al., 1998). Así, Stefanescu (2011) concluye que en regímenes de ley común se asegura un mayor nivel de transparencia a través de requerimientos de GC. En el caso de economías emergentes, la evidencia previa sugiere que una fuerte protección del inversor tiene un efecto positivo en el desarrollo de los mercados, representando una fuente importante de altos ingresos y diversificación (Braga-Alves y Shastri, 2011).

Otro aspecto que ha sido analizado en la literatura sobre GC es el papel que desempeña la autoregulación. Por un lado, las bolsas de valores contribuyen a disminuir la asimetría de la información entre las empresas y los inversores, lo que lleva a suspender las transacciones de aquellas empresas que manipulen u oculten

información relevante al mercado. Por otro lado, las propias empresas mejoran sus prácticas de GC más allá de lo exigido por la ley, con el objetivo de captar fondos de los inversores al menos coste. Es así que la autorregulación requiere de un marco legal eficiente y una fortaleza institucional que anuncien los principios fundamentales. En este sentido, el sistema anglosajón favorece la autoregulación en las empresas y el mercado de capitales (Lefort y González, 2008).

1.4.1.1. Entorno internacional

De acuerdo con Hopt (2011), el GC se ha regido por la ley del mercado de valores en la mayor parte de los países. Además de la ley formal, la autorregulación ha sido durante mucho tiempo un principio básico de las bolsas de valores. La autorregulación se ha orientado a instituciones y procedimientos que protegen a los accionistas e inversores y que fortalecen su participación en el mercado. Sin embargo, con el incremento de la adopción de prácticas de gobernanza empresarial a nivel internacional, la observancia de éstas se ha convertido en un requisito de cotización (Reino Unido y Japón). Por su parte, la mayoría de los países, como por ejemplo Australia, han apoyado su cumplimiento en el principio de “cumplir o explicar” a través de una serie de recomendaciones recogidas en los códigos de GC. Recientemente, las distintas formas de soft law para el GC, han ganado terreno. Entre éstas encontramos los códigos de GC, las recomendaciones emitidas por diversas fuentes como las cámaras de comercio, asociaciones empresariales y bancarias, los comités internacionales, los principios de mejores prácticas corporativas y otras formas de autorregulación y disciplina en el mercado (Calliess y Zumbansen, 2010).

El Informe Cadbury es reconocido como un trabajo seminal en el desarrollo del GC a nivel mundial. Este informe tiene su base en la autorregulación, la cual requiere del cumplimiento en la presentación de informes para las empresas cotizadas en bolsa. Entre los principales aspectos que cubre este código, encontramos el énfasis hacia el CA y la constitución apropiada de sus comités de apoyo (remuneración, auditoría y nombramientos), la independencia de sus consejeros y la separación de las funciones CEO-COB. De este código se ha adoptado por otros países el concepto de “cumplir o

explicar”. Otra ley que ha sido un referente mundial en el tema es la Ley de Sabarney Oxley (SOX), firmada el 30 de julio de 2002, en respuesta a una serie de escándalos financieros en EE.UU. Esta ley es probablemente el cambio más radical y dramático en la ley del mercado de valores desde la legislación de 1930 y tiene aplicación para las empresas cotizadas que deben presentar informes a la SEC bajo la Ley del Mercado de Valores de 1934. El primer requerimiento de esta ley fue el de la creación de un comité de auditoría integrado sólo por miembros independientes. Las secciones más ampliamente reconocidas en aspectos de GC en la ley de SOX, son la 302, 404 y 409. La sección 302 requiere de la divulgación de información relacionada a todas las deficiencias de control interno; la sección 404 requiere de la emisión de un informe, certificado por parte de la gerencia y el auditor externo, relacionado con la evaluación de la efectividad del control interno de la empresa; y la sección 409 requiere del monitoreo del riesgo operacional y los informes en tiempo real de los hechos relevantes. La Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), ha emitido una serie de requerimientos en GC para las empresas que cotizan en este mercado. Entre estas reglas destaca la sección 303, en sus apartados 6, 11 y 12, los cuales hacen referencia a la constitución de un comité de auditoría, la divulgación de información relacionada a las diferencias de las prácticas de GC en los mercados locales y las prácticas bajo los principios de la NYSE, así como la notificación por escrito por parte del CEO del no cumplimiento de esta sección (Calder, 2008).

En el contexto de la Unión Europea y Latinoamérica, los principios emitidos por la OCDE (2004) han sido un referente importante en la emisión de distintos códigos y normativa. Son seis los principios generales de los cuales se desglosan una serie de recomendaciones: 1) asegurar la base para un marco de GC efectivo, 2) los derechos de los accionistas y las funciones clave de la propiedad, 3) el trato equitativo de los accionistas, 4) el rol de los stakeholders en GC, 5) la divulgación de información y la transparencia, y 6) las responsabilidades del CA.

1.4.1.2. Latinoamérica

De acuerdo con La Porta et al. (1997,1998 y 2000), los inversores bajo el sistema legal civil francés cuentan con un nivel de protección menor que aquellos en el sistema de ley común. Particularmente, en Latinoamérica la protección legal del inversor es menor en comparación con países de Europa y EE.UU., lo cual explica el bajo nivel de desarrollo en los mercados financieros y de capitales en la región (Chong y López-de-Silanes, 2007; Djankov, La Porta y López-de-Silanes, 2008). A pesar de que no se han producido escándalos financieros importantes en la última década, los países latinoamericanos han reforzado el nivel de protección del inversor. El ritmo de las reformas no ha sido uniforme. Especialmente el escaso desarrollo de las reformas institucionales en los mercados financieros, lleva a que las empresas de la región estén en una situación difícil en términos de aumento de capital en un mercado cada vez más competitivo, una mayor expropiación de riesgo del inversor, un costo de capital más alto y menores pagos de dividendos (Chong y López-de-Silanes, 2007). Las reformas de GC en países emergentes han ocurrido en un contexto que busca promover el desarrollo y enfrentar el proceso de globalización económica. Lo anterior no solo incluye prácticas y estructura del CA, sino un conjunto más amplio de factores que incluyen, entre otros, el mercado financiero, el sistema bancario, la política industrial, las relaciones laborales, etc. (Reed, 2002).

En este contexto, después de la colonización, los países latinoamericanos optaron por dos estrategias básicas. Por un lado, la substitución de importaciones, cuyo propósito fue impulsar la industria interna a través de políticas intervencionistas y proteccionistas del Estado, como son altas tasas impositivas, tipos de cambio sobrevaluados, control del capital y una amplia variedad de subvenciones. Esta estrategia dio como resultado que la estructura corporativa estuviera dominada por grupos de negocios familiares, lo que generó una debilidad en los mercados financieros y una ineficiencia en el sistema legal (Ravelo y Vasconcelos, 2002; Husted y Serrano, 2002). Por otro lado, la otra estrategia adoptada fue el fortalecimiento de las exportaciones, lo que llevó a utilizar las mismas políticas proteccionistas en el mercado doméstico, y el gobierno desempeñó un rol activo para que las empresas locales pudieran competir en los mercados internacionales. De acuerdo con Reed (2002), esta

estrategia fue más exitosa que la de sustitución de importaciones, dado que permitió una mayor competitividad en mercados internacionales. Sin embargo, las prácticas de gobierno y la relación con el Estado fueron altamente problemáticas, siendo ignorados los derechos de los trabajadores y accionistas minoritarios (Amsden, 1989; Haggard, 1990).

Con respecto al marco normativo sobre GC, las economías emergentes han tratado de adoptar el sistema legal de los países desarrollados, particularmente del sistema anglosajón, ya sea como resultado de las reformas impulsadas internamente o como respuesta a las exigencias internacionales. Sin embargo, la aplicación de la ley en aspectos relacionados a los requerimientos contables, divulgación de información y negociación de valores, son ineficientes o no operan dentro de este contexto. Por tanto, los mecanismos de GC en estos países tienen un escaso apoyo institucional en las economías emergentes (Peng, 2004; Peng, Buck y Filatotchev, 2003). A falta de este apoyo formal, estos países han extendido el uso de instituciones informales como son grupos empresariales, nexos familiares y contactos en el gobierno, que son quienes realmente dan forma al GC (Peng y Heath, 1996; Yeung, 2006).

Por otro lado, el sistema de GC y las características institucionales de un país, inciden en el funcionamiento de sus mercados de capital (Megginson et al., 2004). Durante los últimos años se muestra un desarrollo en la estructura de los mercados financieros emergentes. De acuerdo con Diamandis y Drakos (2011), las cuatro mayores economías de América Latina son Argentina, Brasil, Chile y México, quienes abrieron sus economías al mundo desde finales de los 80 y principios de los 90. Durante este periodo estos países han incrementado sus flujos de capital dirigidos principalmente a inversiones de cartera. Esta tendencia se vio magnificada por la liberalización del capital y el proceso de privatización que se inició en la década de 1990, lo cual se vio reflejado en el incremento de sus exportaciones (Bekaert y Harvey, 2000; Bekaert, Harvey y Lumsdaine, 2006; Grilli, 2005; Salvatore, 2001).

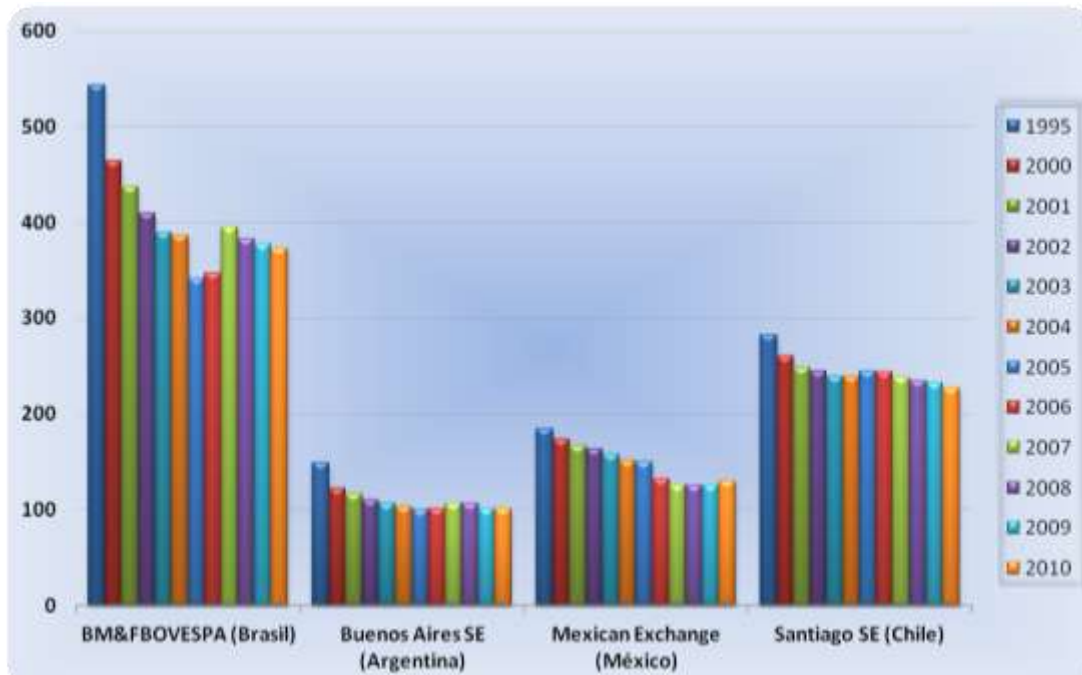
Sin embargo, los mercados de capital en Latinoamérica son los más pequeños y menos activos en el mundo en relación al tamaño de sus economías, por lo que las empresas cuentan con pocas opciones de financiación (Chong y López-de-Silanes,

2007). Con la excepción de Brasil, existe poco dinamismo en el resto de los países. En las últimas dos décadas, Argentina, Brasil y México presentan un crecimiento de sus mercados que no va en línea con el crecimiento de su economía, aunque la región parece haber mostrado cierto movimiento ascendente en términos de capitalización bursátil en relación a su PIB en los últimos quince años. El principal factor al que se atribuye el pobre desarrollo de sus mercados de capital es su ambiente regulatorio débil, teniendo las empresas que adaptarse al entorno institucional que las pone en desventaja para acceder a la financiación, optando por la búsqueda de capital en otros mercados. Tal es el caso de las empresas que cotizan en otras bolsas de valores, como la de EE.UU., a través de la emisión de ADRs⁶, los cuales representan el nivel de integración de los países emergentes en el mercado internacional después del periodo de liberalización económica (Hunter, 2006). Lo anterior constituye una gran amenaza para el desarrollo de los mercados locales de capital en la región, o bien la venta o fusión de empresas con compañías extranjeras que tienen un mayor acceso a bajos costes de capital.

La figura 1.1 muestra la evolución del número de empresas cotizadas en el mercado doméstico de los países bajo estudio, mientras que las figuras 1.2 y 1.3 analizan las empresas nuevas que se incorporaron a cotizar sus acciones y las que salieron del mercado de valores respectivamente. Se observa una disminución en el número de empresas cotizadas en las bolsas de valores latinoamericanas debido a la creciente internacionalización de la industria. Lo anterior nos sugiere que las grandes empresas regionales han cambiado la cotización de sus valores a otros mercados como EE.UU., lo que ha generado que el mercado doméstico esté bajo presión. Asimismo el nivel de exigencia legal es mayor en estas empresas (Bedicks y Arruda, 2005). Por otro lado, como consecuencia de la crisis crediticia y financiera que comenzó en septiembre de 2007 en los EE.UU., ocasionó que diferentes inversores institucionales se retiraron de los mercados emergentes latinoamericanos, lo cual incrementó el riesgo de una devaluación de la moneda que condujo a una reducción del valor de las acciones que se negocian en el mercado (Diamandis y Drakos, 2011).

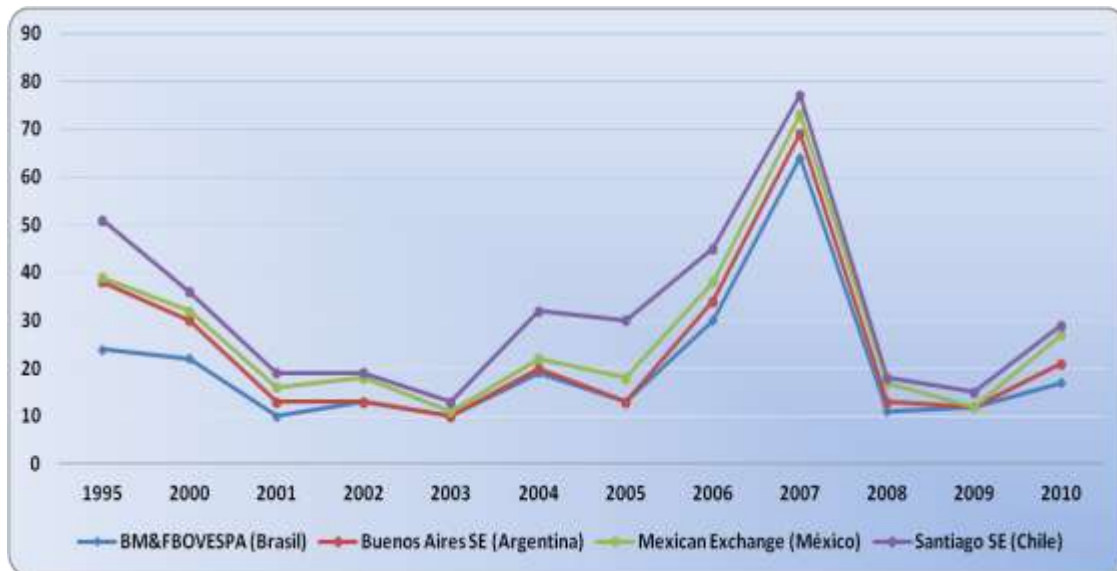
⁶ American Depositary Receipt

Figura 1.1. Empresas cotizadas en el mercado doméstico (1995-2010)



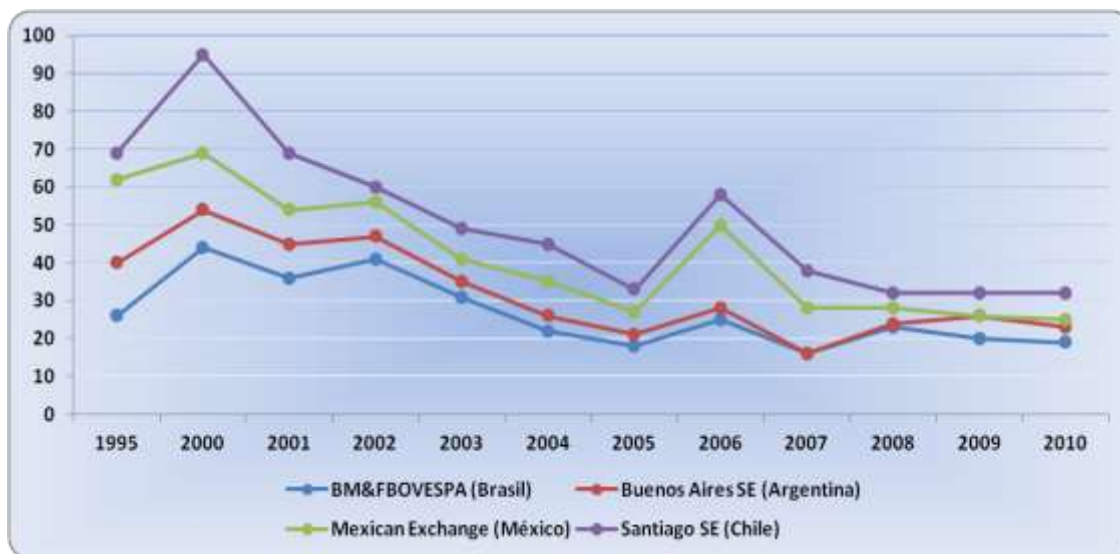
Fuente: Elaboración propia en base a información de World Federation of Exchanges (2011).

Figura 1.2. Nuevas empresas cotizadas en el mercado doméstico (1995-2010)



Fuente: Elaboración propia en base a información de World Federation of Exchanges (2011).

Figura 1.3. Empresas que dejaron de cotizar en el mercado doméstico (1995-2010)



Fuente: Elaboración propia en base a información de World Federation of Exchanges (2011).

1.4.2. Códigos de buen gobierno

La crisis de confianza en los mercados de valores ha generado una creciente preocupación en el ámbito de la gobernanza empresarial, desencadenando el desarrollo de CBG en un gran número de países. Es por ello que a partir de los años 90 los CBG han ganado popularidad en todo el mundo, siendo las cámaras de comercio, asociaciones empresariales y bancarias, y comités internacionales los que han participado en su diseño e implementación. Un CBG es *“un conjunto de recomendaciones precisas y de adopción voluntaria por parte de las empresas, con el cometido fundamental de estudiar los criterios y pautas a que deben someterse las sociedades en un contexto determinado, y pronunciarse con una serie de recomendaciones que mejoren el comportamiento de las organizaciones respecto a la transparencia informativa, composición y funcionamiento de los órganos de gobierno y relación con distintos grupos de interés”* (AECA, 2004). De forma similar Weil, Ghotshal y Manges (2002), definen al CBG como *“un conjunto de principios no obligatorios, estándares o buenas prácticas, formulados por un determinado colectivo y relacionados con el gobierno interno de las organizaciones”*. Su principal objetivo es guiar en aspectos relacionados a la composición del CA y otros órganos de gobierno,

relación entre los accionistas y los distintos grupos de interés, auditoría y transparencia informativa, selección, remuneración y remoción de los miembros del CA y el CEO (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004).

En general, los CBG se enfocan a lineamientos internos de gobierno, en tanto que los mecanismos externos como son las tomas de control, se desarrollan a través de leyes y la autorregulación (Hopt, 2011). La deficiencia legal en la protección del accionista se complementa a través de un conjunto de normas que regulan el comportamiento y estructura del CA (Cuervo, 2002). El contenido de los códigos depende de las tradiciones financieras y la fortaleza de las instituciones en cada país, siendo dos los objetivos comunes que pretenden cumplir: 1) elevar el nivel de GC en los CA de las empresas, e 2) incrementar la responsabilidad de las compañías hacia los accionistas y stakeholders. Los CBG fortalecen los mecanismos de control interno, involucrando en mayor medida a los inversores institucionales en los procesos de supervisión, y crean el clima propicio para el desarrollo de códigos de conducta entre los miembros del CA, especialmente cuando otros mecanismos externos no protegen adecuadamente a los inversores.

Otro aspecto que presenta variabilidad entre países es la administración y aplicación de los CBG. En algunos países no existen las comisiones y organismos que presionen el cumplimiento de los mismos, existiendo el CBG como una simple recomendación. Por su parte, en algunos países como Reino Unido, las bolsas de valores requieren que las empresas publiquen el grado de adhesión al CBG a través del principio “*cumplir o explicar*”, que viene a ser un mecanismo de autorregulación que da forma a la legislación en estos países (Hopt, 2011). En relación a los factores endógenos y exógenos que han contribuido a la adopción de CBG, la evidencia sugiere que la emisión de estos códigos se ha dado en mayor medida en países con una protección débil hacia el inversor. Sin embargo, los países con un fuerte sistema legal también han adoptado los CBG para fortalecer la confianza de los inversores (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004). Así, factores endógenos como el mercado de valores, han originado que los códigos fortalezcan la ley para brindar una mayor protección al inversor y mejorar el GC sin la necesidad de modificar el sistema legal. Por su parte, los factores exógenos son presiones externas que obligan a los países a introducir

prácticas de buen gobierno en el sistema con la finalidad de integrarse a la economía global. Entre los principales factores externos encontramos la transferencia de prácticas de GC entre los países, la liberalización del gobierno y la presencia de inversores institucionales (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004). En el caso de países con sistema continental, la débil aplicación de la normativa limita la efectividad de los CGB, por lo que es preferible extender mecanismos de control de mercado para facilitar la maximización del valor de la compañía (Cuervo, 2002).

1.4.2.1. Entorno internacional

Es a partir de la década de los noventa cuando se observa un desarrollo de los CBG a nivel mundial, siendo los primeros los desarrollados en el ámbito anglosajón. El primer informe relacionado con el buen gobierno se emite en 1978 para EE.UU. Este informe se enfoca en las funciones del CA y es una respuesta al comportamiento corporativo irregular. El informe cambia el rol de figuras decorativas que desempeñaban los miembros del CA, a una participación más activa y de cumplimiento de determinadas responsabilidades, como la de supervisar a la gerencia y seleccionar a los miembros del CA, monitorear el desempeño financiero de la compañía y la asignación de recursos, supervisar la responsabilidad social corporativa y asegurar el cumplimiento de la ley (Charkham y Simpson, 1999). Posteriormente, en 1989, se emite el primer código de mejores prácticas corporativas para empresas que cotizaban en la Bolsa de Valores de Hong Kong. Irlanda fue el tercer país en emitir un CBG en 1991.

El desarrollo de los CBG creció rápidamente a inicio de los 90 y es en 1992 cuando se emite el Informe Cadbury en Reino Unido, dirigido principalmente a las sociedades cotizadas y considerado como la pauta que desafió la eficacia de la regulación voluntaria y la democracia corporativa británica (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2009; Stiles y Taylor, 1993). La recesión británica de 1990, así como una serie de fracasos corporativos de empresas importantes como Ferranti, Colorol Group, Polypeck, Bank of Credit, Commerce International y Maxwell Communication, fueron factores determinantes para su emisión. Entre los grandes aspectos que cubre el

informe se identifican la independencia de los miembros del CA, una alta participación de los accionistas en la toma de decisiones y dirección de la empresa, y la formación de comités de apoyo. Aunque su aplicación es de carácter voluntario, a partir de 1993 la Bolsa de Valores de Londres, requiere que las empresas cotizadas emitan un informe del cumplimiento de las prácticas de GC y explicaciones a su no cumplimiento. El informe ha sido uno de los referentes para futuros códigos como son el Greenbury (1995), el Hamptel (1998), el informe Turnbull (1999) y el Código Combinado (2000) para el Reino Unido, los informes Viènot (1995 y 1999) en Francia, el Informe Peters (1997) en Holanda, el Informe Olivencia en España y el White Paper en Latinoamérica.

A mediados de 2008, 64 países habían emitido 196 códigos de GC. Esta difusión de CBG se vio favorecida por el impulso de organismos internacionales como el Banco Mundial y la OCDE, quienes destacaron la necesidad de mejorar las instituciones de la gobernanza empresarial (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2009). O'Shea (2005) muestra que la mayoría de los CBG recogen recomendaciones referidas a las siguientes seis categorías: 1) un equilibrio de los consejeros independientes o externos y los ejecutivos o internos, 2) una división clara de las responsabilidades entre el COB y el CEO, 3) la entrega de información oportuna y de calidad por parte del CA, 4) procedimientos formales y transparentes para el nombramiento de nuevos consejeros, 5) información financiera balanceada y entendible, y 6) la existencia de un sistema sólido de control interno.

Algunos estudios previos se han enfocado a realizar un análisis comparativo de los códigos de gobernanza empresarial en los países. Así, Ferruz, Marco y Acero (2010) afirman que ha existido una fuerte actividad en la publicación de CBG en los últimos años, siendo numerosas las recomendaciones recogidas en ellos, las cuales provienen de los códigos existentes o de las nuevas versiones elaboradas. Los autores citados se centran en las últimas revisiones y concluyen que a pesar de las diferencias existentes entre los CBG de los países, algunas de las recomendaciones son comunes. Entre éstas encontramos que los CBG han apostado por la voluntariedad en la aplicación de sus recomendaciones, mientras que en algunos países se exige informar el grado de cumplimiento de las mismas; y aunque la mayoría se enfoca a sociedades cotizadas, otros se hacen extensivos a sociedades no cotizadas. Con

respecto a la dimensión del CA, la mayor parte de los CBG sugieren separar las posiciones de COB-CEO y en incluir consejeros independientes, aunque se observan diferencias en el número de miembros que integran el CA y el porcentaje de consejeros independientes. Por su parte, las políticas referidas al plan de compensación en base al desempeño corporativo y la divulgación de sus componentes (fijo y variable) han cobrado relevancia dentro de los principios de GC. Del mismo modo, la constitución de comités de apoyo es un factor fundamental en los CBG, siendo los más frecuentes el comité de auditoría, el comité de remuneraciones y nombramientos y el comité de GC, observándose diferencias en su composición y tamaño. En la tabla 1.2 se realiza un comparativo de los principales CBG en el mundo y Latinoamérica. En línea con el estudio realizado por Ferruz, Marco y Acero (2010), nos hemos centrado en los CBG más recientes en países de mayor relevancia en EE.UU. y Europa (Reino Unido, Alemania, Bélgica, Holanda, Francia y España). Por otro lado, en nuestro estudio incluimos a los países emergentes latinoamericanos.

Tabla 1.2. Códigos de buen gobierno

Código	Fecha de emisión	Iniciativa	Estructura del CA	Co-mité de auditoría	Otros Comités	Otros elementos
Código combinado (Reino Unido)	2006 y 2008	Financial Council	• COB ≠ CEO. • Al menos la mitad de consejeros independientes y dos consejeros en sociedades pequeñas • Remuneración de los ejecutivos debe ser publicada	Sí	• Nombramiento • Remuneración	• Detalle individual sobre las remuneraciones
GC de las sociedades cotizadas (Francia)	2003	AFEP-MEDEF ⁷	• Libertad de opción para la empresa en la separación COB-CEO • Al menos la mitad de consejeros independientes en las sociedades de capital	Sí	• Selección • Remuneración	• Detalle individual sobre las remuneraciones (componentes fijos y

⁷ Association Française des Entreprises Privées-Mouvement des Entreprises de France

			disperso y un tercio en el resto • Número de consejeros no se detalla			variables) • Estatutos de estándares éticos para los miembros del CA
Código de GC alemán (Alemania)	2002, 2010	Gerhard Cromme	• No hay directriz general sobre la separación COB-CEO • Al menos la mitad de consejeros independientes si la empresa es de más de 2000 empleados, y un tercio si la empresa es de 500 empleados • Número de consejeros no se detalla	Sí	• Candidatura	• Detalle individual sobre las remuneraciones (componentes fijos y variables)
Código Belga sobre GC (Bélgica)	2004	Maurice Lippens	• COB ≠ CEO • Se aconseja la participación de consejeros no ejecutivos independientes • Número de consejeros no se detalla	Sí	• Nombramiento • Remuneración	• Información detallada por conceptos
Código de GC (Holanda)	2008	Bolsa de valores de Holanda. Comisión presidida por J. Frins	• No hay directriz general sobre la separación COB-CEO • Miembros independientes (con la excepción de no más de uno) • Número de consejeros no se detalla	Sí	• Selección • Remuneración	• Detalle individual sobre las remuneraciones (componentes fijos y variables)
Código unificado sobre buen gobierno: Informe Conthe (España)	2006	Consejo de Ministros CNMV	• No hay directriz general sobre la separación COB-CEO • Al menos un tercio de los consejeros independientes • Tamaño entre 5 y 15	Sí	• Auditoría y cumplimiento • Nombramiento y retribuciones	• Detalle individual sobre las remuneraciones (componentes fijos y variables)
Reglas de GC (NYSE)	2003	New York Stock	• No hay directriz general sobre la separación COB-CEO	Sí	• Nombramiento o GC • Remuneración	• No se detalla información sobre las

		Exchange (NYSE)	• Mayoría consejeros independientes • Número de consejeros no se detalla			remuneraciones
Código de Mejores Prácticas Corporativas (México)	1999/2006/2010	Comité de mejores prácticas corporativas del Consejo Coordinador Empresarial (CCE)	• No hay directriz general sobre la separación del COB-CEO • Consejeros independientes mínimo de un 25% • Tamaño entre 3 y 15 • Frecuencia de reunión cuando menos 4 veces por año	Sí	• Compensación y evaluación • Finanzas y Planeación	• Divulgación del sistema de evaluación y compensación
Guía colombiana de GC para sociedades cerradas y de familia (Colombia)	2009	Superintendencia de Sociedades /Confecámaras	• No hay directriz general sobre la separación del COB-CEO • La Junta directiva deberá tener un número impar de miembros de los cuales uno deberá ser externo	Sí	• Nombramientos y Remuneraciones • GC	• Política de remuneración global
Código de mejores prácticas de gobierno corporativo (Brasil)	1999/2002/2004/2009	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa	• COB ≠ CEO • Tamaño entre 5 y 9 • Mayoría de los consejeros deberán ser independientes no se especifica un %	Sí	• Compensaciones • Finanzas • GC • Consejo fiscal • Family council	• Derechos tag along • Conflictos de interés y partes relacionadas
Leyes 18.045, 18.046 y 20.382 (Chile) (BCN, 2012)	1981-2010	Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)	• CEO ≠ Presidente del CA. • Mínimo de 7 miembros. • Al menos un director independiente	Sí	• Comité directivo	• Partes relacionadas, actividades prohibidas
Código de mejores prácticas de	2004	IAGO	• No hay directriz general sobre la separación del COB-CEO • Número suficiente de consejeros	Sí	• Remuneraciones • Nominaciones y GC • Planeación y	• Conflictos de interés y resolución de controversias

gobierno de las organizaciones para la República Argentina			independientes • Designación de un líder independiente cuando el presidente del directorio no sea independiente		Finanzas	

Fuente: Elaboración propia en base a los CBG (http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, 2012).

1.4.2.2. Latinoamérica

Bedicks y Arruda (2005) sostienen que las características más importantes de los países latinoamericanos que inciden en la estructura de GC son el avance tecnológico, la globalización, la concentración de la propiedad y la necesidad de financiación externa. En esta línea, Husted y Serrano (2002) sostienen que políticas como la liberación de los mercados, la privatización y la desregulación incrementan la importancia del GC. La estructura de propiedad en la región es controlada por grupos familiares que poseen entre un 60% y 70% de los derechos de votos.

Por su parte, organismos internacionales como el Foro Global de GC (GCGF), la OCDE y la IFC han apoyado a los reguladores locales en el desarrollo y fortalecimiento de las prácticas de buen gobierno. En este sentido se han creado diferentes instituciones en la región, como la Red Latinoamericana de GC, constituida en 2002 y cuyos objetivos fueron discutir los mejores medios para construir la capacidad de los consejeros, divulgar las prácticas de GC, así como fortalecer las instituciones locales de GC a través del intercambio de investigación y conocimiento. Recientemente, se integró la Red de Institutos de GC de América Latina (IGCLA), la cual reúne a once Institutos de GC de Latinoamérica con la finalidad de promover y mejorar la implementación de buenas prácticas corporativas.⁸ La red está integrada por Argentina (IAGO⁹), Brasil (IBCG¹⁰), Colombia (Confecámaras¹¹), Costa Rica (IGC-

⁸ Consultar: <http://igcla.net/>

⁹ Instituto Argentino para el Gobierno Corporativo

¹⁰ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

CR¹²), Chile (CGC&DM¹³), Ecuador (BVQ¹⁴), México (CEGC¹⁵), Panamá (IGC-P¹⁶), Perú (Procapitales¹⁷) y las representaciones de Bolivia y el Salvador (IGCLA, 2011).

Las mesas redondas de GC en Latinoamérica se han realizado por iniciativa conjunta del GCGF, la OCDE, la IFC y el Banco Mundial, las cuales reúnen a creadores de políticas, reguladores, representantes de bolsas, institutos de GC y representantes del sector privado en 19 países, ofreciendo un marco de trabajo eficaz para un diálogo continuo de políticas y un intercambio multilateral de experiencias en GC (Bedicks y Arruda, 2005). Entre los logros alcanzados en estas reuniones anuales encontramos el lanzamiento del “*White Paper*” sobre inversores institucionales y GC en Latinoamérica (The Latin American Corporate Governance Roundtable, 2003); la revisión de experiencias en asuntos relevantes para la ejecución de buenas prácticas de GC; la mejora en la eficacia del CA; y el análisis del impacto que tienen las bolsas de valores en el GC.¹⁸

Latinoamérica ha optado por la adopción voluntaria de prácticas y políticas de buen GC para cubrir parcialmente la deficiencia legal que opera en el entorno (Garay y González, 2008). Así, la OCDE emite en 1999, los “*Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*”, convirtiéndose desde entonces en referencia internacional para el GC y la base para diversas iniciativas de reforma, tanto gubernamentales como del sector privado (López Herrera y Ríos Szalay, 2005). Estos principios reconocen las diferencias en el sistema legal, normativo e institucional, que impiden el desarrollo de un modelo único de GC. Así, de acuerdo con dicho organismo, un sistema eficaz de GC deberá cumplir con los siguientes objetivos: 1) Promover la transparencia y eficacia en los mercados; 2) amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas; 3) garantizar un trato equitativo a todos los accionistas; 4)

¹¹ Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio

¹² Instituto de Gobierno Corporativo de Costa Rica

¹³ Centro de Gobierno Corporativo y Desarrollo de Mercados de Chile

¹⁴ Bolsa de Valores de Quito de Ecuador

¹⁵ Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo de México

¹⁶ Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá

¹⁷ Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales de Perú

¹⁸ consultar: <http://www.gobiernocorporativo.com.co/eventos/noticias/153-mesa-redonda-de-gobierno-corporativo-en-america-latina-se-compromete-a-combatir-el-abuso-de-informacion-privilegiada.html>

reconocer los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos y fomentar la cooperación activa entre las empresas y sus stakeholders; 5) garantizar la divulgación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la empresa, incluidos su situación financiera, resultados, titularidad y gobierno de la empresa; y 6) garantizar la orientación estratégica de la empresa y el control efectivo del CA hacia la gerencia y los accionistas (OCDE, 2004).

Con respecto a las prácticas de GC en Latinoamérica, en mayo de 2005 se constituye el Círculo de Empresas de Latinoamérica, por recomendación de la mesa redonda de GC en Latinoamérica, integrada por 14 empresas líderes en prácticas de buen gobierno en Costa Rica, Colombia, Perú, México y Brasil. Su objetivo es trabajar en conjunto para promover un mejor entendimiento de la gobernanza empresarial en la región, promover el diálogo sobre sus experiencias, y monitorear y evaluar el progreso de GC. En 2009 se publica la *“Guía práctica de GC: experiencias del círculo de compañías latinoamericanas”*, cuyo objetivo es apoyar a las empresas que comienzan en la trayectoria de mejora en GC y proporcionar herramientas para evaluar y medir su grado de avance (IFC, 2009). De forma similar, encontramos los lineamientos para un código andino de GC, los cuales se sustentan en estándares internacionales y su aplicación es voluntaria. Estos principios toman en cuenta las características y entorno en que operan las empresas (Corporación Andina de Fomento, 2006).

Países como Argentina, Brasil, Chile y México han tomado como referencia para la emisión de sus CBG los principios de la OCDE y los distintos documentos que han sido emitidos por organismos internacionales. Entre estos encontramos a la IFC que forma parte del Banco Mundial y brinda apoyo al sector privado en países en desarrollo (IFC, 2010). En Latinoamérica y el Caribe, la IFC trabaja para mejorar el entorno de negocios, promoviendo la sostenibilidad a través de prácticas de GC, ambientales y sociales. Otra institución importante es el GCGF, fundado por el Banco Mundial y la OCDE, y cuya misión es promover al sector privado como el motor principal de crecimiento, reducir la vulnerabilidad ante las crisis financieras de las economías en transición y proveer incentivos para que las corporaciones inviertan y se desempeñen de forma socialmente responsable (IFC, 2009). A continuación

describimos la evolución normativa en GC para cada uno de los países seleccionados en Latinoamérica.

1.4.2.2.1. Argentina

Las crisis financieras han obligado a fortalecer el GC en los países. Durante la crisis financiera de 1989-1991, el gobierno argentino se vio en la necesidad de tomar medidas compensatorias agresivas; un nuevo marco institucional y una reforma a la propiedad estatal que permitieron una mayor libertad en el mercado (Aprada, 2001). La crisis de 2001-2002 originó incertidumbre y conflictos de interés que requirieron reforzar las medidas disciplinarias de GC con respecto a la información privilegiada (Bebczuk, 2005). En relación al control de la propiedad, debido a una ola de privatizaciones, reestructuraciones, fusiones y adquisiciones que tuvieron lugar en la última década, Argentina adopta un cambio en el patrón de su propiedad, centrada en manos de importantes grupos familiares hacia un control por parte de grupos extranjeros y fondos de inversión. Es así como el país sustituye su sistema de tradición legal civil hacia un sistema financiero basado en el mercado de capitales (Aprada, 2001). A partir de aquí se emite un gran número de leyes y se visualiza un compromiso activo por parte de las instituciones bancarias y jurídicas y empresas de consultoría. Sin embargo, la aplicación de la ley parece ser el punto débil en Argentina, requiriéndose una reforma en el sistema judicial.

La Comisión de Nacional de Valores (CNV) ha considerado los antecedentes argentinos y normas de mayor relevancia que ofrece el derecho comparado, adoptando un sistema acorde al régimen constitucional así como a las características, tradiciones e idiosincrasia de su país (MERVAL, 2012). En este sentido, la CNV es responsable de promover las reformas legales sobre GC. Entre las más importantes encontramos la Ley de Sociedades Comerciales No. 19.550, referida a los deberes y responsabilidades de las juntas directivas, los derechos de los accionistas y la reglamentación sobre asambleas generales de accionistas. Por otra parte, el capítulo VIII de la Ley de Oferta Pública No. 17.811, postula las normas aplicables en materia de revelación de

información, funciones de la Asamblea de Accionistas (Art. 72); y actos o contratos con partes relacionadas (Art. 73) para las entidades emisoras. El decreto de transparencia No. 677/2001 regula aspectos referidos a la información privilegiada, derechos minoritarios de los stakeholders, auditoría externa y comité de auditoría, información pública, procedimientos de fusiones y adquisiciones y prácticas de buen gobierno para las compañías cotizadas (Apreda, 2001). El decreto 677 señala que *“desde la perspectiva de los mercados financieros globalizados, las buenas prácticas de gobierno son un valor reconocido que influye en la respectiva tasa de riesgo”* y su objetivo es integrar los mercados de valores con las fuentes de ahorro institucional (fondos de pensión, fondos de inversión, compañías de seguros, etc.) y con los inversores individuales (MERVAL, 2012).

Es a partir del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública cuando comienzan a desarrollarse los principios y adopción de prácticas de buen gobierno. Esta se sustenta en el decreto 677 de 2001 y varias resoluciones emitidas por la CNV. Los aspectos más relevantes recogidos en este decreto se refieren a la creación e independencia del comité de auditoría, protección de los accionistas minoritarios, clara definición de las responsabilidades de los miembros del consejo y enunciaciones precisas sobre información privilegiada, conflicto de interés y operaciones con partes relacionadas (IGCLA, 2011). Otras leyes referidas son la Ley 21.382 de inversión extranjera, la ley 22.169 de las funciones de la CNV, Ley de obligaciones negociables No. 23.576 y el Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina de 2003.

El organismo responsable de promover el GC es el IAGO, creado en 2003 y cuyo propósito es difundir entre la comunidad de negocios las prácticas de buen gobierno. En este mismo año se emite la primera versión del Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina¹⁹. En 2007, la CNV emite la Circular 516 que adopta las recomendaciones recogidas en el Código de Mejores Prácticas, asegurando su adhesión de las empresas cotizadas y adoptando el principio de *“cumplir o explicar”*. Cabe mencionar que esta resolución requiere que el

¹⁹ Véase la página www.iago.org.ar.

directorio de las empresas informe en sus memorias anuales del cumplimiento de la normativa aplicable. Recientemente la CNV, mediante la Resolución General 516/07, aprobó los contenidos mínimos del código de gobierno societario para las empresas cotizadas, reconociendo que las reformas incorporadas contemplan las tendencias mundiales referidas a las prácticas de GC adoptadas por los países emergentes (CNV, 2007). La adopción del código es opcional, aunque las empresas que lo adopten deberán comunicarlo públicamente. Asimismo en 2008 la CNV publica el Código de Protección al Inversor referido a una serie de prácticas que garantizan la transparencia en la información y protegen al inversor, para lo cual se integra un procedimiento para la recepción y tramitación de denuncias (CNV, 2008).

Argentina a través del IAGO seguirá fortaleciendo las prácticas de GC a través de las siguientes iniciativas: actualización de su código de buenas prácticas, certificación de directores, apoyo a la gestión de directores generando programas de actualización y capacitación profesional (IGCLA, 2011).

1.4.2.2.2. Brasil

A partir de que el mercado brasileño se abre al comercio internacional, la estructura de las empresas comienza a cambiar (Rabelo y Vasconcelos, 2002). Por otra parte, durante el periodo de 2002-2003, Brasil enfrenta la devaluación del dólar frente al real brasileño, lo que origina una ola de incertidumbre sobre el futuro del país. El proceso de la gobernanza empresarial surge con el proceso de privatización iniciado en la década de los 90. En Brasil, la estructura de la propiedad está concentrada en grupos de negocios familiares y empresas multinacionales, siendo la estructura piramidal la más dominante. Lo anterior genera un conflicto de interés entre los accionistas controladores y minoritarios (Rogers et al., 2008). Por otra parte, se ha experimentado un crecimiento de los inversores institucionales, particularmente de los fondos de pensiones, aunque el Estado aun sigue siendo un accionista importante en las corporaciones brasileñas. Se observa en el caso de Brasil que las instituciones,

como los fondos de pensión a largo plazo, pueden convertirse en promotores importantes para la mejora de las estructuras de gobierno.

En relación al marco normativo, en 1976 se crea la Comisión Nacional de Valores de Brasil (CVMB) y se promulga la Ley de Sociedades Anónimas (Leyes 6.385/76 y 6.404/76). Con respecto al GC, son diversas las instituciones que vienen trabajando arduamente para fortalecer las prácticas de GC, tal es el caso de la CVMB que es el órgano regulador del mercado de capitales brasileño, la bolsa de valores brasileña (BM&FBOVESPA) y el IBGC. En 1999, el IBGC emite la primera versión del código de mejores prácticas, mientras que en octubre de 2001 se publica la ley 10.303, la cual recoge el artículo 254-A de la ley 6.404 de diciembre de 1976, que se refiere a la protección de los derechos de los accionistas minoritarios, garantizando el precio de su acción al menos igual al 80% del precio pagado por las acciones en manos de los accionistas controladores. En el año 2000, BM&F Bovespa crea el segmento especial de GC para empresas cotizadas (Novo Mercado), en el cual las empresas se comprometen voluntariamente a elevar los niveles de GC, existiendo tres niveles: Nivel 1, Nivel 2 y Novo Mercado (Di Miceli da Silveira y Franco Donaggio, 2009). Lo anterior ha generado que los empresarios pueden acceder al capital y aumentar el nivel de competencia en el mercado. Asimismo el patrón de la propiedad está en una transición en la cual la economía estaba dominada por el control familiar a un patrón de propiedad más dispersa (Gorga, 2008).

En este sentido, el Novo Mercado es un segmento de mercado destinado a la negociación de acciones emitidas por compañías que se comprometen voluntariamente a cumplir con prácticas de buen gobierno adicionales a las exigidas por la legislación, ofreciendo una mayor seguridad y transparencia a los accionistas (BOVESPA, 2010). La principal innovación de este segmento es que el capital social solo deberá estar compuesto por acciones ordinarias, tener un mínimo de *free float* (acciones no controladas por los accionistas mayoritarios) del 25%, proveer estados financieros de acuerdo a los principios contables de EE.UU. o principios internacionales, mayor protección a los accionistas minoritarios en las transferencias de control (derechos *tag along*), ofertas públicas de adquisición, tamaño (5 miembros) e independencia (20%) del CA y mayor transparencia en la información presentada por

las empresas, el arbitraje y la conciliación. Las empresas que cotizan en el nivel 2 requieren cumplir con los lineamientos establecidos en el segmento de Novo Mercado, aunque se les permite la emisión de acciones preferentes y tienen un mayor compromiso hacia los derechos societarios de los accionistas minoritarios; mientras que las compañías en el nivel 1 se centran en una mayor divulgación de información en el mercado (BOVESPA, 2010; Black, Gledson de Carvalho y Gorga, 2010). En esta línea, BOVESPA ha propuesto el Índice de acciones con GC diferenciado el cual tiene como objetivo medir el desempeño de una cartera de acciones de empresas que presentan buenos niveles de GC dentro de los niveles mencionados. En 2011 se aprobaron algunos cambios en el Novo Mercado, dirigidos a aumentar las exigencias de GC para las empresas que ya cotizaban sus valores en los niveles diferenciados y para las nuevas que estaban ingresando a los segmentos especiales de cotización. Así encontramos que se aprueban las siguientes iniciativas: prohibición de cláusulas de salvaguardia en las “*píldoras venenosas*” o “*poison pills*”, separar los cargos de director ejecutivo y presidente del CA, y la obligatoriedad de manifestación del CA en caso de OPAS. Sin embargo, cabe mencionar que algunos aspectos como el incremento de consejeros independientes y el contar con un comité de auditoría fueron rechazados (IGCLA, 2011).

Por su parte, la ley 10.303 de 2001, que modifica la Ley de las Sociedades, establece nuevos derechos para los accionistas minoritarios. La citada ley requiere para las empresas cotizadas en Brasil que los tenedores minoritarios de acciones con derecho a voto reciban al menos el 80% del precio de las acciones que se pagarían a los accionistas mayoritarios cuando existe una transferencia de control (Braga-Alves y Shastri, 2011). En este sentido, las instrucciones No. 358 y 361 emitidas por la CVMB, reflejan normas de buen gobierno para las empresas emisoras, relacionadas con las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS), divulgación de información, estándares de contabilidad, restricciones para accionistas mayoritarios y directores independientes. La instrucción 361 fue revisada en 2010 para garantizar una mayor transparencia en las OPAS, regular las ofertas de adquisición hostil y de competidoras, y garantizar mayor seguridad a los accionistas minoritarios. La CVMB requiere que las compañías públicas incluyan en sus informes anuales su nivel de cumplimiento a las prácticas descritas en el código, mediante el concepto “*cumplir o explicar*” (BOVESPA, 2010),

mientras que las reglas 480 y 481, emitidas el 7 de diciembre de 2009, requieren la divulgación de información oportuna y periódica por parte de la firma hacia el mercado.

En el año 2010 se alcanzaron numerosos avances en la estructuración del GC. Entre los aspectos principales de mejora encontramos la transparencia de la información divulgada al mercado (remuneración de directores y ejecutivos), una participación más activa de los accionistas en las asambleas, mejora de los informes financieros contables y la consolidación de los deberes y responsabilidades de los consejeros y ejecutivos de la empresa (IGCLA, 2011).

A finales de 2009 se aprueba la instrucción CVM 480²⁰, siendo vigente a partir de 2010, la cual tiene por objeto mejorar la calidad y forma de presentación de los informes periódicos de las empresas cotizadas. Entre los elementos que las empresas deben divulgar a mayor profundidad se encuentran los factores de riesgo a los que está expuesta la empresa, incluir comentarios de los directores y ejecutivos respecto de los resultados y aspectos organizacionales, mecanismos de evaluación de los ejecutivos y miembros del CA, así como detallar las operaciones entre partes relacionadas y políticas generales de la empresa. En esta línea, la CVM 481²¹ exige que las empresas divulguen más información a los accionistas ante la asamblea general.

Con respecto a las prácticas de GC que han sido adoptadas por las empresas cotizadas en Brasil, se sugiere que el CA esté integrado por al menos tres consejeros; para aquellas que cotizan en el Nivel 2 y Novo Mercado deberán tener al menos cinco miembros. Por su parte, no existen requerimientos mandatorios para la proporción de consejeros independientes en el CA, aunque Novo Mercado sugiere un 20% para las empresas en este segmento. En relación a la dualidad COB-CEO se obliga a que estas posiciones sean sostenidas por distintas personas. La ley brasileña requiere que los miembros del CA puedan servir por periodos de hasta tres años, mientras que los consejeros de las empresas que cotizan en Novo Mercado y Nivel 2 se limita a dos años. La ley brasileña no requiere un número de reuniones del CA al año, aunque sí

²⁰ http://www.bmalaw.com.br/nova_internet/arquivos/Artigos/480_.pdf (en inglés)

²¹ http://www.bmalaw.com.br/nova_internet/arquivos/Artigos/481_.pdf (en inglés)

existe el lineamiento de preparar y mantener la minuta de la junta por escrito. La creación del comité de auditoría no es una práctica ampliamente adoptada en Brasil, siendo el consejo fiscal el que desempeña las funciones del comité de auditoría, y se enfoca principalmente a mantener la integridad de la información financiera de la empresa. En cuanto a la auditoría y rotación del auditor externo se recomienda la presencia de un auditor independiente y que éste rote cada cinco años. De acuerdo con la ley en Brasil, las reuniones con accionistas deberán ser convocadas con al menos quince días de anticipación. Finalmente, los diferentes niveles de cotización en Novo Mercado requieren una mayor transparencia en la información financiera. Tal es el caso del nivel 1, que sugiere la divulgación de los estados de flujos de efectivo de la empresa e información relacionada a las transacciones entre partes relacionadas; mientras que el nivel 2 requiere preparar y divulgar los estados financieros de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs) o los principios contables de EE.UU. (Black, Gledson de Carvalho y Gorga, 2010).

En relación con el compromiso del sector privado en la promoción del buen gobierno, Brasil es uno de los más avanzados en América Latina. El Centro de Gobernabilidad Corporativa de Brasil ha emitido un Código de Mejores Prácticas Corporativas y realiza programas de entrenamiento para altos ejecutivos, constituyéndose como un organismo independiente del mercado y calificador del buen gobierno (IBGC, 2004). En esta línea, IGCLA (2011) sostiene que el mercado brasileño será cada vez más seguro y atractivo, permitiendo un mayor desarrollo económico y social a nivel local, regional y global.

1.4.2.2.3. Chile

Aunque el sistema legal chileno sigue la tradición de ley civil francesa, la Ley del mercado de valores, la Ley de sociedades anónimas y la Ley de OPAS utilizaron como referencia sus homólogas en países anglosajones, como EE.UU. y Reino Unido. En este sentido, la regulación es impuesta por las autoridades competentes. Tal es el caso de las sociedades anónimas abiertas, que primero deben inscribirse en el Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), posteriormente listarse voluntariamente

en las Bolsas de Valores y finalmente transar sus acciones, proporcionando toda la información relevante a la SVS de manera oportuna (Lefort y González, 2008). Como la mayoría de los países en Latinoamérica, las empresas chilenas presentan una alta concentración de la propiedad, en la que los accionistas controladores mantienen más de dos terceras partes de las acciones de las empresas a través de estructuras piramidales y con derechos preferentes de voto. Por tal razón, una de las principales preocupaciones es la posible divergencia de intereses entre accionistas controladores y minoritarios, lo que tiende a incrementar el uso de estructuras piramidales y acciones con derechos preferentes. Sin embargo, la identidad de los accionistas controladores ha cambiado en las últimas décadas, pasando la propiedad y el control familiar a equipos directivos y compañías extranjeras a través de OPAs, fusiones y adquisiciones (Lefort, 2004). Este cambio en la estructura de la propiedad, aunado a la internacionalización de las empresas, ha tenido importantes efectos en las prácticas de GC. A pesar de los esfuerzos regulatorios realizados en el país, la concentración de la propiedad y control en Chile no ha disminuido en los últimos 20 años. En este sentido, Lefort y Walker (2007) y Morales (2009) sostienen que la concentración de propiedad en Chile aumentó después de la aprobación de la Ley de OPAS.

Sin embargo, en materia de transparencia, oportunidad en la información y nivel de protección de los accionistas minoritarios, las empresas han sido bien evaluadas en estudios previos (La Porta et al., 1996; Klapper y Love, 2004; Djankov, La Porta y López-de-Silanes, 2008). Chile fue el primer país de Latinoamérica en reformar las leyes del mercado de capitales y el sistema bancario, del sistema privado de fondos de pensiones a principios de los 80, así como la reforma legal del año 2000, conocida como Ley de OPAS, siendo las empresas chilenas pioneras en la emisión de ADRs lo cual exige un mayor cumplimiento de la ley del mercado de EE.UU. (Chong y López de Silanes, 2007; Lefort y González, 2008). Las leyes del Mercado de Valores (18.045), la Ley de Sociedades Anónimas de 1981 (18.046) y la Ley de OPAS de 2000 (19.705), integran el marco jurídico de los mercados de capitales y las empresas cotizadas en Chile. Estas leyes han sido reformadas durante las siguientes dos décadas y fortalecidas mediante la aprobación de la Ley 19.705 del año 2000, mejor conocida como la ley de OPAS o del GC.

Más tarde se emite la nueva Ley de Gobiernos Corporativos (20.382), vigente a partir del 1 de enero de 2010, la cual ha sido fundamental para conseguir que Chile se integre a la OCDE; y conocida como Ley de Gobiernos Societarios. Esta Ley busca fortalecer al directorio de la empresa y el comité de directores, proteger los derechos de los accionistas, disminuir los conflictos de interés, fortalecer la auditoría externa y evitar malos manejos en la información privilegiada (BCN, 2012). Esta nueva ley integra cambios en cinco grandes áreas: 1) incorpora la exigencia de oferta pública de adquisición de acciones cuando se presenta un cambio de control; 2) incrementa los requerimientos de entrega de información para las sociedades cotizadas, particularmente en el caso de operaciones entre partes relacionadas; 3) exige la formación de comités de directores formado por tres miembros del directorio y no relacionados con el accionista controlador; 4) se aprueban las operaciones de recompra de acciones por parte de la empresa para favorecer la emisión de acciones; y 5) establece un trato equitativo a los accionistas extranjeros principalmente en los procedimientos de votación (Lefort y González, 2008). Con respecto al CA, el boletín No. 5301-05 de 2009²², introduce la obligatoriedad de un consejero independiente para todas las empresas cotizadas con capitalización bursátil superior 1.500.000 Unidades de Fomento y con un 12.5% del capital en manos de accionistas minoritarios (IGCLA, 2011). Por su parte, el CA hace un menor uso de los comités de apoyo en comparación con otros países, y son escasos los procesos de autoevaluación y de monitoreo de la gestión de la empresa por parte del CA.

Aunque en Chile no se ha emitido un código de buen gobierno con carácter de ley o reglamento, y no existen mecanismos privados de regulación para la mejora del GC, sí existen indicaciones de tipo voluntario. En cuanto al entorno institucional, son tres las entidades que supervisan el funcionamiento de los mercados financieros y el cumplimiento del marco regulatorio en Chile: la SVS, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP) y el Banco Central. La SVS fue creada en 1980 y regula a todos los emisores de valores, a las bolsas y sus corredores, a la industria de seguros, y a todos los participantes del mercado de capitales, con excepción de los bancos y

²² Consultar: http://www.camara.cl/pley/pley_detalle.aspx?prmID=5683

administradoras de fondos de pensiones. Actualmente se trabaja por la creación de un manual de buenas prácticas de GC el cual será de aplicación voluntaria (BCN, 2012). Recientemente la SVS ha emitido la Norma de Carácter General No. 211 que instruye a las empresas para diseñar manuales propios de manejo y divulgación de información para el mercado (SVS, 2010, Lefort y González, 2008).

Bajo este escenario, Chile enfrenta grandes desafíos en aspectos relacionados a la transparencia de información, el funcionamiento de los directorios (CA), el trato de los accionistas y los sistemas de control interno.

1.4.2.2.4. México

El entorno empresarial mexicano ha experimentado cambios significativos en los últimos 20 años. Las décadas de los 80 y 90 fueron dominadas por el control gubernamental de los negocios y una importante protección contra la competencia extranjera, no siendo una preocupación el tema de GC (Austin, 1990). Con el proceso de privatización en 1990 y el incremento en la inversión extranjera, el GC ha cobrado gran relevancia tanto para el entorno empresarial como para las autoridades regulatorias. En México, el GC ha ido evolucionando al mismo ritmo que el mercado de valores, dado que las empresas cotizadas están obligadas a cumplir con los lineamientos recogidos en la nueva Ley del Mercado de Valores (LMV). Por otro lado, al igual que en otros países emergentes, el fortalecimiento institucional es una estrategia adoptada en México. Esto incluye el desarrollo de instituciones financieras, el desarrollo de la infraestructura legal de apoyo a los negocios y la creación de mecanismos normativos compatibles con las mejores prácticas mundiales (Chong, Guillén y López-de-Silanes, 2009). La eficacia del GC es especialmente relevante para los inversores minoritarios en contraste con países anglosajones que se caracterizan por la fortaleza de su sistema legal (Shleifer y Vishny, 1997).

La reforma regulatoria de GC en México se inicia con la emisión del Código de mejores prácticas corporativas (CMPC) en septiembre de 1999, seguidas de dos actos de ley en 2001 y 2003. El CCE, integrado por académicos en el área, accionistas

mayoritarios, empresas, directivos y representantes de las áreas contable, financiera y legal, emiten el citado código, el cual es de aplicación voluntaria, aunque la divulgación del grado de adhesión a dichas prácticas es obligatoria para las empresas cotizadas en bolsa. El propósito del CMPC es fortalecer el sistema de GC con el objetivo de incrementar la transparencia e incrementar la confianza del inversor. El CMPC establece 51 prácticas de GC que buscan ayudar a las sociedades en su proceso de institucionalización, aumentar la transparencia de sus operaciones, elevar los estándares de competitividad, obtener fuentes de financiación favorables, tener procesos de sucesión estables y alcanzar la permanencia en el mercado (Consejo Coordinador Empresarial, 2010). En este sentido, los principios incorporados en el código van encaminados a mejorar la integración y funcionamiento del CA y sus órganos intermedios de apoyo. Así, encontramos que las prácticas corporativas destacan la relevancia de la independencia del CA y la existencia de un plan formal de sucesión, así como la importancia del plan estratégico y los presupuestos. Se hace hincapié en la identificación, administración, control y divulgación de los riesgos a que está sujeta la sociedad. En este contexto, se identifican aspectos relevantes referidos a la estructura del CA (tamaño entre 5 y 20 consejeros y al menos 20% de éstos independientes). El CMPC sugiere la creación de comités de apoyo para el CA con el objetivo de monitorear las áreas de auditoría, finanzas y compensación ejecutiva; así como mejorar los sistemas de control interno y asegurar la transparencia en la información financiera. En esta línea, Price, Román y Rountree (2011) reconocen que el cumplimiento al CMPC, por parte de las empresas cotizadas, se ha incrementado significativamente durante el periodo de 2000-2004 (de un 28% en 2004 al 79% en 2004).

Como en otras economías emergentes, el proceso político en México ha ido más allá de la estabilidad macroeconómica y se visualiza que, en la próxima década, el proceso estará centrado en el fortalecimiento institucional (Chong, Guillén y López-de-Silanes, 2009). Factores como la crisis bancaria y económica de 1994-1995, el entorno altamente competitivo que ha traído el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA) y la ausencia de reformas legales significativas han influido en la emisión de regulación y CBG en el país. México cuenta con nuevas regulaciones para el Mercado de Valores y diez años de experiencia en la implementación del CMPC, desde que se

emitió la primera revisión en 1999, pasando por una primera revisión en 2006 y hasta la fecha en la que aplica la última revisión, publicada en 2010. En ésta, se consideraron las necesidades y características de las sociedades mexicanas, su origen, estructura y la importancia de ciertos grupos de accionistas en la gestión²³.

La evolución y grado de avance en GC se debe también al trabajo de organismos del sector público y privado, entre los que podemos mencionar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV, 2010). En 2004 se crea el Centro de Excelencia en GC (CEGC) que ha trabajado en conjunto con el CCE para promover la excelencia de las prácticas de GC²⁴. Entre la legislación más importante relacionada con el buen gobierno, encontramos la Ley General de Sociedades Mercantiles emitida en 1934; la nueva LMV de 2006 y la Circular Única de Emisoras (CUE) modificada en 2009, la cual obliga a las empresas cotizadas en bolsa a publicar su informe anual y el grado de adhesión al CMPC (BMV, 2010). En la nueva LMV, se hace especial énfasis en los deberes de lealtad y diligencia, los cuales estarán a cargo de los miembros del CA y los altos ejecutivos de la empresa. Por otra parte la Ley del Mercado de Valores de 2001 y 2003 requieren cumplir de forma obligatoria varias recomendaciones del CMPC, entre las que destacan que al menos el 25% de los consejeros sean independientes y un tamaño del CA máximo de 20 miembros, así como la existencia del comité de auditoría (Price, Román y Rountree, 2011).

1.5. ANÁLISIS COMPARATIVO EN PAÍSES EMERGENTES LATINOAMERICANOS

En los epígrafes anteriores nos hemos referido a que la adopción de prácticas de buen gobierno puede implementarse a través de la emisión de leyes, códigos voluntarios o la autorregulación. Los países latinoamericanos bajo estudio han emitido leyes y reglamentos que obligan a las empresas cotizadas a cumplir con determinados requerimientos. Sin embargo, la emisión de CBG con recomendaciones de aceptación

²³ Consultar: Consejo Coordinador Empresarial, Código de Mejores Prácticas Corporativas, México 2010, Pág. 8. (<http://ols.uas.mx/cegc/doctos/CMPC.pdf>)

²⁴ Consultar: <http://ols.uas.mx/cegc/>

voluntaria, ha ido en aumento en estos países con excepción de Chile, el cual fija sus prácticas de buen gobierno en las Leyes 19.705, 18.045, 18.046 y recientemente en la Ley 20.382, la cual protege los derechos de los accionistas y fortalece el GC de las empresas. Así, el Informe Cadbury (1992) señala en su punto 1.10: *“Creemos que nuestro planteamiento, basado en la combinación del cumplimiento de un código voluntariamente aceptado y en la transparencia, resultará más efectivo que la imposición de un código legal”*. En este sentido, presentamos un análisis comparativo de las prácticas de GC establecidas en la normativa de Chile y en los CBG para el resto de países, identificando su relevancia y las diferencias existentes en estos países. Para ello hemos elaborado las tablas 1.3 y 1.4 y la figura 1.4. En la tabla 1.3 se integran el concepto de GC y principios de buen gobierno establecidos en el código de cada país, mientras que en la tabla 1.4, se comparan las prácticas de GC recogidas en los códigos y normativa de cada país.

Tabla 1.3. Concepto y principios de GC en Latinoamérica

Códigos de buen gobierno	Argentina	Brasil	Chile	México
Concepto de Gobierno Corporativo	Sistema de gerenciamiento y de control adecuado para que las sociedades se concentren en la creación de valor sustentable a largo plazo.	Sistema de gestión y supervisión empresarial que involucra relaciones con los propietarios, el consejo de administración, directivos, auditores independientes y el Consejo Fiscal.	Sigue la definición de la OCDE, adoptando la teoría contractualista. Concibe el interés social como aquél común a todos los socios y que se relaciona con el objeto final de la sociedad: la actividad lucrativa.	Conjunto de relaciones entre la administración de la sociedad, su consejo, sus accionistas y los terceros interesados. El gobierno corporativo provee la estructura a través de la cual los objetivos de la sociedad son determinados, así como es monitoreado su desempeño y cumplimiento.
Principios de Gobierno Corporativo	1. Marco eficaz para el GC. 2. Derechos de los accionistas. 3. Tratamiento equitativo de los accionistas. 4. La función de los grupos de interés. 5. Divulgación y transparencia en la información. 6. Las responsabilidades del Consejo.	1. Transparencia. 2. Equidad. 3. Responsabilidad. 4. Responsabilidad corporativa.	1. Equidad. 2. Transparencia. 3. Responsabilidad. 4. Probidad.	1. Trato igualitario y protección de los accionistas. 2. Reconocimiento de los terceros interesados. 3. Divulgación y transparencia en la información. 4. Visión estratégica, vigilancia y desempeño de la sociedad. 5. Responsabilidad fiduciaria del CA. 6. Identificación y control de riesgos. 7. Principios éticos y responsabilidad social. 8. Conflictos de interés. 9. Revelación de hechos indebidos. 10. Cumplimiento de las regulaciones. 11. Certidumbre y confianza a los inversores.

Fuente: Elaboración propia en base a los CBG.

Observamos que las definiciones de GC adoptadas por los códigos se han basado en los principios y conceptos propuestos por la OCDE, los cuales hacen referencia al control de la empresa, de la gestión o de la conducta empresarial. El concepto de GC hace referencia al sistema por el cual los negocios son dirigidos y controlados con la finalidad de garantizar su continuidad a largo plazo en el mercado. Con respecto a los principios de buen gobierno, encontramos que Argentina ha tomado como referencia los dictados por la OCDE. Siguiendo estos mismos principios, Brasil y Chile han adoptado guías muy similares, siendo la transparencia, equidad y responsabilidad los más importantes. Por otra parte, México recoge un mayor número

de principios referidos a aspectos más particulares como partes interesadas, identificación de riesgos, conflictos de interés, divulgación de información y confianza a los inversores.

En la tabla 1.4 se observa que todos los países han adoptado CBG, con excepción de Chile que ha reflejado sus prácticas de GC en la legislación en materia de sociedades y valores y en la Ley 20.382 (Ley de OPAS y Gobiernos Societarios). Los países latinoamericanos muestran que el 14% de las prácticas de GC recogidas en su normativa y CBG están enfocadas a los derechos de los accionistas y asamblea general, siendo Brasil (18%) y Chile (30%) los que obtienen un mayor porcentaje. La normativa en estos países hace referencia a la protección de los inversores minoritarios a través de los derechos *tag along* (Brasil) y la Ley 20.382 (Chile). Con respecto a los principios de información y operación de la junta o asamblea general de accionistas, Chile es el que mayor número de lineamientos tiene en este aspecto (21% del total de principios establecidos en ley), mientras que México y Argentina le siguen con un 12%.

Cuadro 1.4. Comparativo de las prácticas de GC en países emergentes latinoamericanos

Código de Gobierno	Argentina	No. Prácticas	%	Brasil	No. Prácticas	%	Chile	No. Prácticas	%	México	No. Prácticas	%	Prom. LA.
Derechos de los accionistas y Asamblea General				• Propiedad (Derechos tag along).	9	10%	• Inversores minoritarios e institucionales y OPA's (Leyes 18.045, 18.046 y 20.382. Arts. 4, 5, 6, 14, 21, 30, 179, 199).	9	9%				14%
	• Derechos de los accionistas.	9	12%	• Información y funciones de la junta general de accionistas.	8	9%	• Operación de la junta de accionistas (Ley 18.045 y 18.046, Arts. 11 al 13 y 55 al 72).	21	21%	• Información y orden del día de la asamblea de accionistas y la comunicación con el consejo de administración.	6	12%	
	• Principios y operación de la asamblea.												
		9	12%		17	18%		30	30%		6	12%	
Consejo de Administración	• Responsabilidades del directorio.	11	14%	• Funciones y responsabilidades del consejo.	12	13%	• Responsabilidades del directorio (Leyes 18.045, 18.046 y 20.382, Arts. 7, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 68).	10	10%	• Funciones y responsabilidades del consejo.	4	8%	29%
	• Constitución e independencia del directorio.	5	6%	• Composición y estructura del consejo.	9	10%	• Tamaño y composición (Ley 18.046, Arts. 31, 32, 35, 50 bis).	4	4%	• Tamaño e Integración del Consejo.	6	12%	
	• Evaluación, capacitación y remuneración.	2	3%	• Compensación.	1	1%	• Remuneraciones de los consejeros.	1	1%	• Vease Comité de evaluación y compensación.			
	• Funcionamiento del directorio.	4	5%	• Operación del consejo.	10	11%	• Operación del consejo (Ley 18.046, Arts. 34, 37, 47, 48).	4	4%	• Operación del consejo.	4	8%	
	• Comités del directorio.	1	1%	• Comités de apoyo.	3	3%			• Estructura (Órganos intermedios de apoyo).	2	4%		
		23	30%		35	38%		19	19%		16	31%	
Función de Auditoría	• Responsabilidades generales y específicas del comité de auditoría.	4	5%	• Funciones y composición del comité de auditoría.	4	4%			• Funciones del comité de auditoría.	10	20%	15%	
	• Auditoría externa.	2	3%	• Auditores externos.	9	10%	• Auditoría externa (Ley 18.045 y Ley 20.382, Arts. 239 al 249).	11	11%	• Selección de auditores.	4		8%
	• Auditoría interna.	1	1%	• Control interno y gestión de riesgos.	2	2%							
		7	9%		15	16%		11	11%		14		27%
Otras Comisiones	• Comité de nominaciones y gobierno corporativo.	4	5%	• Consejo fiscal.	9	10%	Comité de directores (Ley 18.046, Art. 50 bis).	1	1%				11%
	• Comité de remuneraciones.	4	5%	• Family council.	1	1%			• Comité de evaluación y compensación.	6	12%		
	• Comité de planeación y finanzas.	4	5%						• Comité de finanzas y planeación.	7	14%		
		12	16%		10	11%		1	1%		13	25%	
Gestión de la empresa				• Funciones y responsabilidades de la gestión.	8	9%	• Funciones y fiscalización de la gestión (Ley 18.046, Arts. 49, 50, 51, 52, 53, 54).	6	6%				4%
		0	0%		8	9%		6	6%		0	0%	
Divulgación de información	• Divulgación de información.	10	13%	• Divulgación de información.	2	2%	• Obligación de divulgación de información (Leyes 18.045 y 20.382, Arts. 7 al 10, del 16 al 20, 54, 61).	11	11%				12%
	• Informe anual de gobierno corporativo.	1	1%	• El informe anual.	3	3%	• Información privilegiada (Leyes 18.045 y 20.382, Arts. 164 al 172).	9	9%				
	• La página web.	1	1%										
		12	16%		5	5%		20	20%		0	0%	
Conflictos de interés y responsabilidad social	• Conflictos de interés y resolución de controversias.	7	9%	• Conflictos de interés y partes relacionadas.	2	2%	• Grupos empresariales, controladores y partes relacionadas (Ley 18.045, Arts. 96 al 102 y Ley 20.382, Arts. 146 al 149).	11	11%	• Operaciones con partes relacionadas.	2	4%	10%
	• Grupos de interés y responsabilidad social.	7	9%	• Código de conducta.	1	1%	• Actividades prohibidas (Ley 18.045, Arts. 52 y 53).	2	2%				
		14	18%		3	3%		13	13%		2	4%	
		77	100%		93	100%		100	100%		51	100%	

Fuente: Elaboración propia

El CA es la dimensión de GC que mayor relevancia ha cobrado en los países analizados, por ser el órgano supervisor y monitor de la actuación gerencial. El término medio de las prácticas relacionadas con el CA es del 29% del total de principios recogidos en los CBG y normativa. Argentina, Brasil y México obtienen un porcentaje mayor (30%, 38% y 31% respectivamente), centrando sus esfuerzos en aspectos relacionados a las funciones, responsabilidades y operación del CA, su composición y estructura, sus políticas de compensación y remuneración, y la constitución de comités de apoyo. Chile integra en las leyes 18.045, 18.046 y 20.382 lineamientos para definir las responsabilidades, tamaño, composición, operación y remuneraciones de los consejeros con un total de 19 prácticas (19% del total de los lineamientos de GC fijados en la ley). Así, encontramos que el tamaño del CA propuesto por los códigos y normativa varía a través de los países. En Brasil se sugiere un CA de entre 5 y 9 miembros, un mínimo de 7 consejeros para los directorios de Chile, entre 3 y 15 miembros en el caso de México, mientras que Argentina no lo define. Por otro lado, dentro de la misma dimensión del CA han cobrado relevancia las prácticas referidas a la independencia del mismo, aunque algunos países no mencionan el porcentaje de consejeros independientes. Chile propone al menos un director independiente, México por lo menos un 25% del total de los consejeros. Otro aspecto importante en el CA es la dualidad del COB-CEO, en donde existe una convergencia a que la posición sea ocupada por personas distintas, con excepción de México que no lo especifica.

Se observa que la función de auditoría se ha fortalecido en el caso particular de México (27% del total de prácticas), en elementos que se centran en las funciones del comité de auditoría, la selección de auditores, control interno y revisión de la información financiera. El resto de los países obtiene un término medio del 12% de las prácticas y se refieren a la consolidación de las funciones de auditoría interna y externa, la independencia y composición del comité de auditoría, la selección e independencia de los auditores externos, y recientemente se pone especial atención al control y gestión de riesgos, principalmente para el caso de Brasil.

En América Latina el 11% de los principios hacen referencia a la constitución de otras comisiones u órganos de apoyo para el CA así como a su composición y funciones de los mismos. En Argentina se proponen los comités de nominaciones y GC, el de remuneraciones y el de planeación y finanzas. Para el caso de Brasil son el consejo fiscal

y el family council cuya función consiste en vigilar las acciones de los cuerpos administrativos y emitir su opinión en determinados asuntos de los accionistas. En México son los comités de evaluación y compensación y el de finanzas y planeación los que soportan al CA. En el caso chileno observamos que el comité de directores realiza las funciones de monitoreo y control en la empresa.

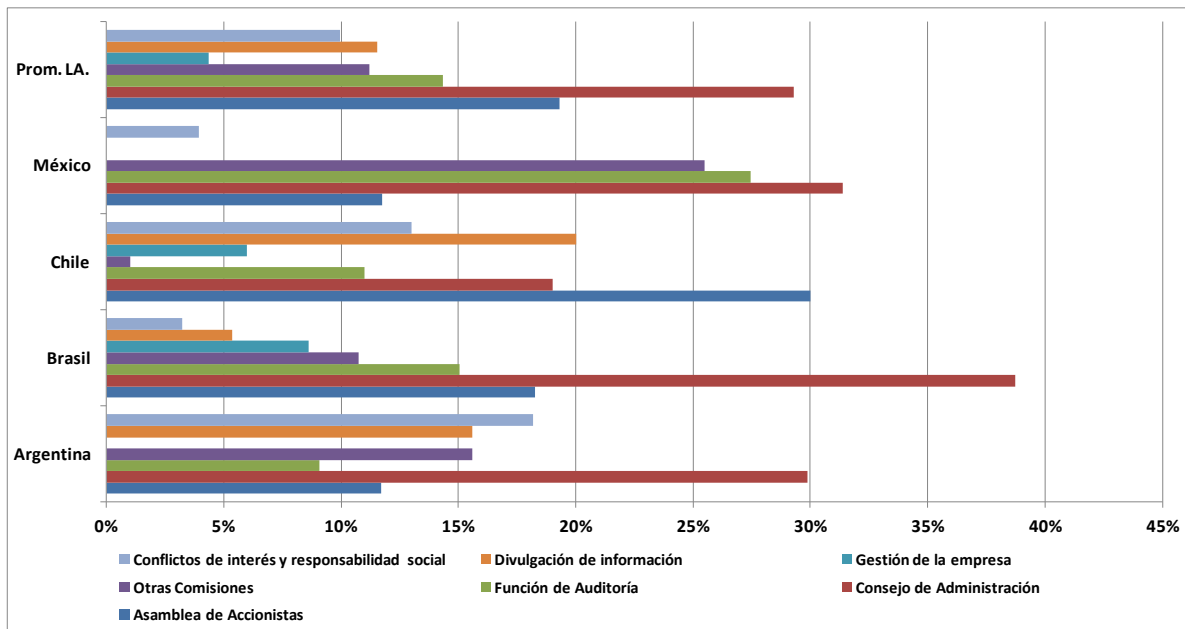
Por otra parte, el CBG de Brasil y la normativa de Chile han mostrado una preocupación por la gestión empresarial (9% y 6% respectivamente del total de las prácticas). Por su parte, los principios que fortalecen la divulgación de información financiera y no financiera a través de distintos medios como el informe anual y el sitio web, han cobrado relevancia en los CBG para Argentina y Chile (16% y 20% respectivamente). Para el caso de Brasil solo el 5% de las prácticas van encaminadas a este aspecto. En México, los lineamientos en materia de transparencia corporativa y su periodicidad de publicación, están recogidos en la CUE (última revisión realizada en julio de 2011).

Recientemente las prácticas contenidas en los CBG hacen referencia a aspectos relacionados con los conflictos de interés, las transacciones entre partes relacionadas, la responsabilidad social corporativa y los códigos de conducta. En este contexto, Argentina (18%) y Chile (13%) son los países con mayor número de prácticas en esta dimensión. En Chile las Leyes 18.045 y 20.382 establecen los lineamientos para las relaciones entre grupos empresariales, controladores y partes relacionadas, así como las actividades prohibidas para sus gestores. En Brasil, solamente el 3% de las prácticas se centran en estos elementos.

Finalmente la figura 1.4, muestra en forma matricial y gráfica el número de prácticas y el porcentaje que representa cada grupo de ellas con respecto al total. Asimismo, podemos observar los resultados por país y dimensión de GC. Los resultados demuestran que el grupo de países latinoamericanos bajo estudio ha dado mayor importancia a las dimensiones relacionadas con la protección del inversor y asamblea general de accionistas (19%), las funciones y estructura del CA (29%), la función de auditoría (15%) y la divulgación de información (12%).

Figura 1.4. Matriz de dimensiones de GC por país (en número y porcentaje)

Grupo de prácticas		Argentina	Brasil	Chile	México	Prom. LA.
Asamblea de Accionistas	Número	9	17	30	6	16
	%	12%	18%	30%	12%	19%
Consejo de Administración	Número	23	35	19	16	23
	%	30%	38%	19%	31%	29%
Función de Auditoría	Número	7	15	11	14	12
	%	9%	16%	11%	27%	15%
Otras Comisiones	Número	12	10	1	13	9
	%	16%	11%	1%	25%	11%
Gestión de la empresa	Número	0	8	6	0	4
	%	0%	9%	6%	0%	4%
Divulgación de información	Número	12	5	20	0	9
	%	16%	5%	20%	0%	12%
Conflictos de interés y responsabilidad social	Número	14	3	13	2	8
	%	18%	3%	13%	4%	10%
Total prácticas	Número	77	93	100	51	80
	%	100%	100%	100%	100%	



Fuente: Elaboración propia.

CAPÍTULO 2

LA TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

LA TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

La transparencia corporativa se ha convertido en uno de los componentes esenciales de los principios de buen gobierno adoptados por las empresas de todo el mundo, constituyendo un requisito para el buen funcionamiento del mercado de capitales (Lefort y González, 2008; Leuz y Verrecchia, 2000). Desde un contexto institucional, el GC crea una estructura de diálogo entre la empresa y sus accionistas y stakeholders con el objetivo de que éstos obtengan un entendimiento de las metas estratégicas y operacionales de la compañía, así como proteger sus intereses promoviendo la equidad corporativa, la transparencia y rendición de cuentas (Parum, 2005; Chan y Cheung, 2011). La divulgación de información integra aspectos financieros y operativos relevantes de la empresa referidos a los procesos internos y de control, la protección y aplicabilidad de los derechos de los accionistas, así como un equipo de consejeros capaces de aprobar la estrategia de forma independiente (Gregory, 2000). La divulgación de información asegura la transparencia en el mercado y se refiere a la diseminación de información adecuada y oportuna por parte de la empresa a sus stakeholders. Esta información no necesariamente tiene que ser requerida por reglas y normativa impuestas por los reguladores en el mercado, sino que la empresa es la responsable de emitir información relevante de aquellos eventos que podrían impactar en el valor de la empresa (Pahuja y Bhatia, 2010). Por otro lado, una información más transparente ayuda a los inversores a entender las decisiones de la administración, reduce la asimetría de la información, incrementa la confianza en el mercado de capitales, alienta a una mayor inversión extranjera directa, incrementa la liquidez y el valor de las acciones en el mercado y reduce el coste de capital (Apostolos y Konstantinos, 2009; McKinnon y Dalimunthe, 1993; Bushman y Smith, 2001; Groom et al., 2004; Karim, 1996).

En esta línea, Brady y Honey (2007) sostienen que la transparencia corporativa tiene una incidencia en la percepción del stakeholder hacia con la empresa. En el contexto internacional, las autoridades y organismos reguladores afirman que el GC y la divulgación de información son dos instrumentos inseparables que tienen como

objetivos proteger al inversor y mejorar el funcionamiento de los mercados de capital (Cadbury Committee Report 1992; Blue Ribbon Report 1999; OCDE 1999). La transparencia corporativa ha sido adoptada como uno de los principios rectores del buen gobierno por importantes instituciones como la OCDE, la IFAC y el IFC (Choi, Hilton y Millar, 2004). Para la OCDE (1999), el GC es un instrumento importante que aumentan la eficiencia y el crecimiento económicos; mientras que el informe de la OCDE titulado *“Gobierno corporativo: Mejorando la competitividad y el acceso al capital en mercados globales”*, pone de relieve la importancia de la transparencia y divulgación de información, refiriéndose a que *“La divulgación de la estructura contractual y de gobierno de la empresa puede reducir la incertidumbre de los inversores y las primas de riesgo lo cual incide en un menor coste de capital. La transparencia promueve el entendimiento común de las “reglas del juego”, y proporciona a los empleados la información que puede ayudar a reducir la fricción de trabajo”*.

La literatura previa sugiere que la información divulgada por la empresa cubra de forma íntegra y oportuna las dimensiones de la situación financiera, desempeño, estructura de la propiedad y gobernanza empresarial. Más específicamente aspectos relacionadas a los resultados financieros y operativos, estructura de la propiedad, miembros del CA y equipo directivo, información cuantitativa y cualitativa relacionada con los empleados y stakeholders de la empresa, políticas y estructuras de gobierno, objetivos corporativos y nivel de riesgos derivado de las transacciones realizadas por la compañía (Editorial, 2002). Una característica importante de la divulgación de información corporativa es que la empresa generalmente proporciona la información para dar cumplimiento a determinadas obligaciones con la sociedad, los inversores, proveedores, acreedores y autoridades (Rouf, 2011). En otras situaciones las empresas optan por transmitir información voluntaria cuando la divulgación de información mandatoria no es requerida por la normativa. En esta línea, Millar et al. (2005) sostienen que un factor común que determina el éxito de la estructura de GC es el grado en el cual éste es transparente frente al mercado. Esta transparencia va mas allá de la transparencia financiera, pudiendo estar basada en factores de gobierno, bancarios y otros tipos de mecanismos institucionales. Es así que la demanda de

información sobre el GC de la empresa por parte de los stakeholders ha ido en aumento durante los últimos años (Yeh, Lee y Woidtke, 2001).

Debido a la importancia del tema, son diversos los estudios que han explorado y comparado el nivel de divulgación de información corporativa en un contexto internacional. Sin embargo, los trabajos que se han centrado en la transparencia sobre GC son muy escasos, particularmente para el caso de Latinoamérica. Dado que en el capítulo anterior se establecieron los enfoques teóricos, dimensiones de GC y el entorno normativo de GC que impera en los países emergentes latinoamericanos, este capítulo pretende explorar los conceptos más relevantes en transparencia corporativa y realizar una revisión profunda de la literatura relacionada con la construcción de índices de divulgación de información corporativa y de GC. Las principales aportaciones de este capítulo son por un lado, proponer un ITGC que toma como referencia la literatura previa y la normativa que aplica en Latinoamérica en materia de gobernanza empresarial; y por otro, obtener un estudio comparativo del nivel de transparencia en GC en los países emergentes latinoamericanos. Asimismo, se describe la muestra sujeta de estudio y la metodología a aplicarse en nuestro estudio empírico.

2.1. DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN CORPORATIVA

2.1.1. Concepto y relevancia de la transparencia corporativa

Si bien es cierto que los escándalos financieros acontecidos a nivel mundial condujeron a un incremento en la transparencia corporativa y a la adopción de efectivos sistemas de GC por parte de las empresas, también otros factores, como el desarrollo de los mercados a través de la globalización de las actividades, han contribuido al desarrollo de un entorno más transparente. Bushman, Piotroski y Smith (2004) sostienen que la transparencia corporativa se refiere a *“la divulgación de información específica por parte de una empresa a aquellos ajenos a la misma”*, siendo un factor determinante en la eficiente asignación de recursos y el crecimiento de la

economía. El trabajo referido identifica cinco factores relevantes en la transparencia corporativa: 1) la transparencia financiera que captura la intensidad y oportunidad de los informes financieros, así como su interpretación y difusión a los analistas y prensa; 2) la intensidad de transparencia en GC; 3) los principios contables utilizados para medir la divulgación de información financiera; 4) la oportunidad de la información financiera; y 5) la calidad de la auditoría de los informes financieros. Dragomir y Cristina (2009) sostienen que las nuevas regulaciones, nuevas necesidades y exigencias cada vez mayores para la transparencia han incentivado a las empresas a seguir nuevas tendencias en la diseminación de información corporativa con el fin de cumplir con las “*mejores prácticas*” que recogen aspectos relacionados a los informes narrativos, la inclusión del informe de la gestión, los informes de GC y responsabilidad social, información financiera y no financiera, comparabilidad en el tiempo, entre otros. Así, un sistema detallado y estructurado de comunicación permite a los inversores comprender y obtener información precisa y fiable de las empresas con el fin de tomar mejores decisiones de inversión (Ho, Tower y Barako, 2008).

Por su parte, Healy y Palepu (2001) afirman que los informes financieros y la divulgación de información son medios trascendentes para transmitir el desempeño y la estructura de gobierno a los inversores externos. Así, la transparencia puede ser definida como “*la divulgación de información relevante y confiable acerca del desempeño periódico, la posición financiera, las oportunidades de inversión, el GC, el valor y el riesgo de la empresa*” (Bushman y Smith, 2003). Por su parte, el “*white paper*” emitido por la mesa redonda de GC en Latinoamérica, sugiere que la divulgación de información y la transparencia fortalecen al sector privado de forma sustancial, e incrementa la probabilidad de éxito de los esfuerzos adoptados en los países miembros para contener la corrupción y alcanzar la confianza del público inversor (OCDE, 2004).

En esta línea, Hermalin y Weisbach (2007) sostienen que la relación entre GC y transparencia es clara en la percepción del público y los reguladores; por lo que ha existido un incremento en la transparencia con el objeto de mejorar la gobernanza empresarial. Bajo este enfoque, un sistema efectivo de GC requiere de adecuados niveles de transparencia que reduzcan la asimetría de información entre los gestores y

stakeholders de la empresa (Melis, 2004). Una mayor transparencia permite al CA tomar mejores decisiones sobre el desempeño de sus ejecutivos, existiendo un incremento en los costes de compensación para éstos cuando el nivel de transparencia es mayor, aunque el coste sería mayor si existe una distorsión en la información por parte de la gerencia. Luo (2005) afirma que la responsabilidad corporativa está relacionada con el grado en el que una empresa es transparente en sus actividades financieras y estratégicas. Para ello es necesario que dicha información sea relevante, confiable y precisa es los aspectos referidos a la situación financiera, oportunidades de inversión, el GC, el valor y el riesgo de la empresa.

La literatura previa ha empleado distintos enfoques teóricos para entender por qué las empresas divulgan información a los stakeholders, incluyendo la teoría de la agencia y de la legitimidad (Jensen y Meckling, 1976; Watts y Zimmerman, 1986; Raffournier, 1995). Así encontramos que la teoría de la agencia ha sido ampliamente adoptada para explicar el nivel de transparencia (Wallace, Naser y Mora, 1994; Wallace y Naser, 1995; Naser, 1998; Naser y Al-Khatib, 2000). De acuerdo a esta teoría, la gerencia tiende a diseminar más información para reducir los costes de agencia y la asimetría de información entre gerentes y accionistas (Jensen y Meckling, 1976). Otras teorías que han sido utilizadas son la teoría de la política económica, la teoría de los stakeholders y la teoría contable. Del mismo modo Qu y Leung (2006) utilizan la teoría del stakeholder y de la legitimidad para explorar la relación existente entre el cambio en el entorno cultural y la divulgación de información corporativa en China. Finalmente una extensa literatura ha puesto de manifiesto la importancia de las instituciones sobre la forma y estructura de gestión en los negocios. La evidencia previa en contabilidad corporativa indica la existencia de una interacción entre los factores del entorno y las prácticas de divulgación de información. Estos factores incluyen la economía, los mercados de capital, el marco regulatorio y contable, los mecanismos de aplicación y la propia cultura (Cooke y Wallace, 1990).

De acuerdo con Aksu y Kosedag (2006), la transparencia y las prácticas de divulgación de información que adoptan las empresas son un indicador relevante de la calidad del GC. En este sentido, Beeks y Brown (2006) sostienen que empresas con alta calidad de GC son más transparentes que aquéllas con un entorno débil. La mayor

parte de la literatura previa se ha enfocado a mercados de capital desarrollados, siendo escasa la literatura para el caso de economías emergentes como es el caso de Latinoamérica (Mangena y Tauringana, 2007). En esta misma línea, una mayor o menor transparencia en la información corporativa está asociada por el esquema de incentivos gerenciales, necesidades de financiación externa y otros factores como el tamaño de la empresa o las oportunidades de inversión (Lang y Lundholm, 1993; Frankel, McNichols y Wilson, 1995; Gul y Leung, 2004; Cheng y Courtenay, 2006). Asimismo, la relación entre los cambios en la normativa y el nivel de transparencia corporativa ha sido explorada por Brown, Taylor y Walter (1999). *“La calidad de la información financiera y no financiera depende en gran medida de la solidez de las normas de información sobre las que se prepara y se disemina la información financiera/no financiera. Asimismo, la divulgación de información indica la calidad de los productos de la empresa y su modelo de negocio, su estrategia de crecimiento y posicionamiento en el mercado, así como los riesgos a los que se enfrenta”* (Chahine y Filatotchev, 2008).

2.1.2. Divulgación de información voluntaria versus información obligatoria

De acuerdo con Adams, Coutts y Harte (1995), Gray, Kouby y Lavers (1995) y Edwards y Smith (1996), la información divulgada por las empresas puede clasificarse en obligatoria y voluntaria. Por su parte, Bushman, Piotroski y Smith (2004) y Solomon, Solomon y Suto (2004) sostienen que la divulgación de información puede ser vista desde dos perspectivas: *“transparencia financiera”* y *“la transparencia corporativa”*. La primera se refiere a la diseminación e interpretación de la información financiera de las empresas, mientras que la segunda se enfoca a aspectos relacionados con el gobierno de la empresa: identidad de los consejeros, gestores y accionistas, así como políticas y planes de compensación de los mismos. En este contexto, la investigación en contabilidad ha estudiado por qué las empresas divulgan mayor información voluntaria que mandatoria, a pesar de que la regulación impone un considerable incremento de información obligatoria a través de los informes financieros. Adicionalmente, se

presume que las empresas divulgan información adicional a través de comunicados de prensa, reuniones con analistas, conferencias, por el sitio web y otros canales de comunicación (Einhorn, 2005).

La información voluntaria puede definirse como el excedente de la información divulgada, lo que supone la libre elección por parte de la gerencia para proporcionar la información relevante en las necesidades de decisión de los usuarios en los informes anuales (Meek, Roberts y Gray, 1995). La divulgación de información obligatoria garantiza la igualdad de acceso a la información fundamental (Lev, 1992), por lo cual existe un proceso centrado en la armonización contable que permita una disminución en los problemas de asimetría y comparabilidad de la información. Es así que diversas instituciones, a nivel mundial y local, han emitido normas y leyes que obligan a las empresas a hacer pública la información relevante (por ejemplo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs)). Sin embargo, esta información es complementada por la divulgación de información voluntaria de la propia empresa. Existen importantes incentivos de mercado para divulgar la información de forma voluntaria, los cuales dependen de los costes y beneficios percibidos (Craswell y Taylor 1992; Mckinnon y Dalimunthe 1993; Hossain, Lin y Adams, 1994; Raffournier, 1995).

2.1.2.1. Divulgación de información voluntaria

Barako (2007) y Eng y Mak (2003) definen a la divulgación voluntaria como la diseminación discrecional de información financiera y no financiera a través de los informes anuales y que es adicional a la requerida por la ley o normativa. En esta línea Rouf (2011) sostiene que la divulgación de información corporativa voluntaria es realizada a discreción de la empresa y está influenciada por cambios en las actitudes de la sociedad, factores económicos y factores de comportamiento. De acuerdo al citado autor, la divulgación de información voluntaria integra elementos de desempeño del pasado, el presente y el futuro. Otros autores sugieren que la decisión de divulgar información voluntaria depende de sus conjeturas relacionadas con las creencias de los competidores e inversores (Dontoh, 1989). Mientras que otros estudios sostienen

que la divulgación de información voluntaria tiene como objetivo controlar los conflictos de interés entre los accionistas, tenedores de deuda y la gestión, la cual variará de acuerdo a ciertas características empresariales (Holthausen y Leftwich, 1983; Kelly, 1983; Watts y Zimmerman, 1986).

Por su parte, Healy y Palepu (2001) sostienen que la divulgación de información voluntaria integra todas las formas de comunicación voluntaria, como son los pronósticos financieros, presentaciones para los analistas, reuniones generales anuales, comunicados de prensa, información recogida en los sitios web y otros informes corporativos como los informes ambientales y sociales. Asimismo, los autores referidos indentifican cinco fuerzas que motivan a los directivos a divulgar información voluntaria en el mercado de capitales: 1) la hipótesis de las transacciones en el mercado de capitales, la cual afirma que las empresas divulgan información para reducir la asimetría informativa y por tanto el coste de financiación externa; 2) la hipótesis del control corporativo, la cual sostiene que cuando el desempeño de la empresa es pobre, los gerentes hacen uso de la divulgación de información voluntaria para aumentar el valor de la compañía y explicar el resultado desfavorable, reduciendo el riesgo de la pérdida de su empleo; 3) la hipótesis de la compensación de acciones en la cual los gerentes que son recompensados con acciones tienen un incentivo para utilizar la divulgación de información voluntaria para reducir la probabilidad de mal uso de información privilegiada; 4) la hipótesis de costes por litigio la cual pone de manifiesto que los gerentes tienden a divulgar malas noticias para evitar acciones legales por una inadecuada transparencia así como evitar la diseminación de información de pronósticos poco precisos; y 5) la hipótesis de los costes de propiedad, la cual limita la divulgación de información por parte de los gerentes si éstos perciben que podría perjudicar la posición competitiva de la empresa (Collet y Hrasky, 2005).

Es así que diversos autores han propuesto argumentos a favor de la divulgación de información voluntaria, siendo los motivos principales los siguientes: 1) la divulgación es necesaria para dar cumplimiento a los objetivos financieros y del negocio por parte de la gestión (Latridis, 2008); 2) los directivos tienden a divulgar mayor información sobre su desempeño para favorecerse en los mercados bursátiles (McKnight y Tomkins, 1999); 3) una inadecuada transparencia motiva a los directivos a

divulgar mayor información para reducir los costes de litigio (Skinner, 1994); y 4) los gestores divulgan información de forma voluntaria para demostrar a los inversores de que son conscientes de la situación económica de la empresa y de su capacidad para responder rápidamente a los cambios (Titman y Trueman, 1986).

Son diversos los estudios que se han centrado en analizar la divulgación de información corporativa voluntaria tanto en países desarrollados (Firth, 1979; Spero, 1979; Bradbury, 1992; Raffournier, 1995; Hossain, Perera y Rahman, 1995), como en países en desarrollo (Cooke, 1991, 1989; Chow y Wong-Boren, 1987; Hossain, Lin y Adams, 1994; Ferguson, Lam y Lee, 2002; Enk y Mak, 2003; Hossain y Reaz, 2007; Hossain, 2008). Por otro lado, se han extraído lecciones valiosas de la serie de colapsos empresariales ocurridos en distintas partes del mundo, por lo que se han adoptado diversas medidas para fortalecer los marcos normativos en esta esfera a fin de restablecer la confianza de los inversores y mejorar la transparencia y rendición de cuentas. A continuación se muestran algunos de los estudios previos en distintos países, observándose que son escasos los estudios que hacen referencia a la divulgación de información en GC.

Tabla 2.1. Estudios previos relacionados con la divulgación de información voluntaria

Autores	País	Periodo de análisis	Variables analizadas	Muestra de estudio/ Metodología utilizada	Resultados obtenidos
Samaha et al. (2012)	Egipto	2001 - 2003	• <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación voluntaria en GC • <u>Independientes:</u> - Composición del CA - Tamaño del CA - Dualidad COB-CEO - Propiedad en manos de los ejecutivos - Propiedad en manos de los blockholders - Existencia del comité de auditoría	Muestra: 70 empresas más activas en la Bolsa de Valores de Egipto Metodología: Análisis de regresión (OLS)	<u>Variables significativas:</u> - Dualidad COB-CEO (-) - Concentración de la propiedad - Independencia del CA (+) - Tamaño de la empresa (+) <u>No significativas:</u> - Comité de auditoría

			● <u>Control:</u> Nivel de endeudamiento Tamaño de la empresa Rentabilidad Sector industrial		
Allegri ni y Greco (2011)	Italia	2007	● <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información voluntaria ● <u>Independientes:</u> Difusión de la propiedad Tamaño del CA Composición del CA Presencia del consejero líder independiente Dualidad COB-CEO Presencia de los comités de apoyo Número de reuniones del CA Número de reuniones del comité de auditoría ● <u>Control:</u> Tamaño de la empresa Endeudamiento Rentabilidad Estatus de cotización Sector industrial: Metales, materiales de construcción y construcción; ingeniería; productos y servicios de consumo; y petróleo, productos químicos y minería (Meek et al., 1995)	Muestra: 177 empresas Metodología: Mínimos cuadrados ordinarios	<u>Variables significativas:</u> Tamaño del CA (+) Reuniones del CA y del comité de auditoría (+) Tamaño de la empresa (+) <u>No significativas:</u> Presencia de los comités de apoyo Composición del CA Presencia de un consejero líder independiente Dualidad COB-CEO Rentabilidad Estado de cotización Difusión de la propiedad Sector industrial
Rouf (2011)	Bangladesh	2007	● <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información voluntaria ● <u>Independientes:</u> Proporción de consejeros independientes Presencia del comité de auditoría Estructura de liderazgo (Dualidad COB-CEO) Tamaño de la empresa (Ventas totales y Activos totales) Rentabilidad (ROA: Utilidad	Muestra: 120 empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Valores de Dhaka Metodología: Regresión: Mínimos cuadrados ordinarios	<u>Variables significativas:</u> Tamaño del CA (+) Estructura de liderazgo del CA (+) Comité de auditoría (+) Propiedad sostenida por insiders (-) Rentabilidad (-) <u>No significativas:</u> Porcentaje de consejeros independientes en el

			neta/Activos totales) ● <u>Control:</u> Estructura de la propiedad Tamaño del CA		CA (-) Tamaño de la empresa (+)
Hossain y Hammami (2009)	Qatar	2007	● <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información ● <u>Independientes:</u> Edad de la empresa (número de años desde su fundación) Tamaño de la empresa (Log natural de activos totales) Rentabilidad (ROE: Utilidad neta/Total de capital) Complejidad (número de subsidiarias) Activos fijos (Activos fijos/Total activos)	Muestra: 25 empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Valores de Doha Metodología: Regresión: Mínimos cuadrados ordinarios	<u>Variables significativas:</u> Edad de la empresa (-) Tamaño de la empresa (+) Complejidad de la empresa (-) Activos fijos (+) <u>No significativas:</u> Rentabilidad de la empresa (+)
Aljifri (2008)	Emiratos Árabes Unidos (EAU)	2003	● <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información ajustado ● <u>Independientes:</u> Sector industrial (bancario, seguros, industrial y servicios) Tamaño de la empresa (activos) Ratio de endeudamiento. Rentabilidad	Muestra: 31 empresas cotizadas en EAU Metodología: Análisis de regresión logística Análisis ANOVA para analizar las diferencias entre sectores	<u>Variables significativas:</u> Sector industrial (bancario divulga mayor información) <u>No significativas:</u> Tamaño de la empresa Nivel de endeudamiento Rentabilidad
Wang, Sewon y Claiborne (2008)	China	2005	● <u>Dependientes:</u> Índice de divulgación de información Coste de la deuda ● <u>Independientes:</u> Propiedad en manos del Estado (?) Propiedad en manos de extranjeros (+) ROE (+) Reputación del auditor (Big 4) (+) Coste de la deuda (-) ● <u>Control:</u> Tamaño de la empresa	Muestra: 110 empresas chinas cotizadas en la Bolsa de Shangai Metodología: Análisis de regresión (Poisson)	<u>Variables significativas:</u> Propiedad en manos del Estado Propiedad en manos de extranjeros ROE Reputación del auditor Tamaño de la empresa <u>No significativas:</u> Coste de la deuda Endeudamiento

			Endeudamiento		
(Lim, Matolcs y y Chow, 2007)	Australia	1999 - 2001	• <u>Dependiente</u>: % de divulgación de información voluntaria (información a futuro, estratégica, no financiera e histórica) • <u>Independientes</u>: Número de miembros en el CA Proporción de consejeros independientes Proporción de consejeros independientes pero con posibles lazos con la gestión o significativas transacciones con partes relacionadas (+) • <u>Control</u>: Tamaño de la empresa (Log de activos totales) (+) Endeudamiento: Deuda a largo plazo/Capital (+) ROA: Utilidad neta/Activos totales (+) Tipo de auditor: Dicotómica que toma el valor de 1 si pertenece a las 5 grandes y 0 en caso contrario (+) Sector industrial. 1 para el valor manufacturero, 2 para el sector de servicios y 3 para otros sectores Concentración de la propiedad (20 accionistas más importantes) (-) Compensación de la gerencia: (+)	Muestra: 181 empresas cotizadas en la Bolsa de Valores de Australia (excluyendo las financieras y del sector minero) Metodología: Análisis multivariable en dos etapas	<u>Variables significativas:</u> Composición del CA (+) en el caso de información voluntaria estratégica e información enfocada al futuro <u>No significativas:</u> Composición del CA (+) en el caso de información no financiera e información financiera histórica
Hossain y Reaz (2007)	India	2002 - 2003	• <u>Dependientes</u>: Índice de divulgación de información Coste de la deuda • <u>Independientes</u>: Tamaño del banco (?) Edad (+) Cotización en otros mercados (+) Complejidad del banco (+)	Muestra: 38 empresas (sector bancario) Metodología: Mínimos cuadrados ordinarios (OLS)	<u>Variables significativas:</u> Tamaño de la empresa Activos fijos <u>No significativas:</u> Edad de la empresa Diversificación Composición del CA

			Composición del CA (+) Activos fijos (-)		Cotización en otros mercados Complejidad del negocio
Alsaee d (2006)	Arabia Saudita	2003	• <u>Dependientes</u>: Índice de divulgación de información voluntaria • <u>Independientes</u>: Tamaño de la empresa Nivel de deuda Dispersión de la propiedad Edad de la empresa Margen de utilidad Retorno del capital (ROE) Liquidez Tamaño de la empresa auditora Sector industrial	Muestra: 40 empresas (financieras y no financieras)	<u>Variables significativas</u> : Tamaño de la empresa (+) <u>No significativas</u> : Deuda Dispersión de la propiedad Edad de la empresa Margen de utilidad Retorno del capital (ROE) Liquidez Tamaño de la empresa auditora Sector industrial
Collet y Hrasky (2005)	Australia	1994	• <u>Dependiente</u>: Variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa divulga información sobre GC en los informes anuales y 0 en caso contrario • <u>Independientes</u>: Emisión de acciones (variable dicotómica) Emisión de deuda (variable dicotómica) • <u>Control</u>: ROA Tamaño de la empresa Sector industrial Estatus de cotización en bolsa	Muestra: 29 empresas que realizan divulgación sobre GC y 75 empresas como muestra de control Metodología: Regresión logística multivariante	<u>Variables significativas</u> : Emisión de capital (acciones) (+) Sector industrial Estatus de cotización en bolsa (+) ROA (+) <u>No significativas</u> : Tamaño de la empresa (+)
Eng y Mak (2003)	Singapur	1995	• <u>Dependiente</u>: Índice de divulgación de información voluntaria • <u>Independientes</u>: Propiedad en manos de internos (% que sostienen el CEO y consejeros internos) Propiedad en manos de blockholders (% que	Muestra: 158 empresas (financieras y no financieras) Metodología: Regresión: Mínimos	<u>Variables significativas</u> : Propiedad en manos de insiders (-) Propiedad en manos del gobierno (+) Independencia del consejo (-) Tamaño de la

			sostienen los accionistas con un 5% o más del capital) Propiedad en manos del gobierno (variable dummy). % de consejeros independientes ● <u>Control:</u> Crecimiento de la empresa. Tamaño de la empresa (Log valor de mercado) Deuda: Deuda total/Activo total Sector industrial (variable dummy que toma el valor de 1 si la empresa pertenece al sector financiero y 0 en caso contrario) Reputación del auditor (variable dummy que toma el valor de 1 si el auditor pertenece a las Big-Six y 0 en caso contrario) Seguimiento de analistas (Número de analistas) Retorno de la acción (cambio del precio de la acción) Retorno sobre el capital de los accionistas (ROE)	cuadrados ordinarios	empresa (+) Endeudamiento (-) <u>No significativas:</u> Propiedad en manos de blockholders Oportunidades de crecimiento Sector industrial Reputación del auditor Seguimiento de analistas Desempeño del precio de la acción. Rentabilidad
Hannif a y Cooke (2002)	Malasia	1995	● <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información ● <u>Independientes:</u> <u>GC:</u> Composición del CA Participación de los consejeros en otros CA Dualidad COB-CEO Miembros familiares en el CA Participación del directivo financiero en el CA El COB participa en otros CA El COB es consejero no ejecutivo <u>Culturales:</u>	Muestra: 167 empresas cotizadas en la Bolsa de Valores de Kuala Metodología: Modelo de regresión múltiple	<u>Variables significativas:</u> <u>GC:</u> Presidente del CA no ejecutivo (-) Participación de miembros familiares en el CA (-) <u>Características de la empresa:</u> Activos fijos (+) Concentración de la propiedad (10 mayores accionistas) (+) Sector industrial Rentabilidad

			Origen étnico del COB Origen étnico del CEO Origen étnico del director de finanzas Composición étnica de la estructura de propiedad Composición étnica del CA Calificación de los consejeros Calificación del director de finanzas <u>Características de la empresa:</u> Tamaño Activos fijos Sector industrial Años de cotización Complejidad del negocio Nivel de diversificación Cotización en otros mercados Actividades en el extranjero Nivel de endeudamiento (deuda total/activos totales) Estructura de la propiedad Rentabilidad Tipo de auditor (Big six)		<u>Culturales:</u> Proporción de consejeros de Malasia en el CA (variable cultural) <u>No significativas:</u> Composición del CA Participación de los consejeros en otros CA Dualidad COB-CEO Participación del directivo financiero en el CA El COB participa en otros CA Origen étnico del COB Origen étnico del CEO Origen étnico del director de finanzas Composición étnica de la estructura de propiedad Tamaño Años de cotización Complejidad del negocio Nivel de diversificación Cotización en otros mercados Actividades en el extranjero Tipo de auditor (Big six)
Jaggi y Low (2000)	Canadá, Francia, Alemania, Japón, Reino Unido, EE.UU.		• <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información financiera (CIFAR, 1993) • <u>Independientes:</u> Sistema legal Valores culturales • <u>Control:</u> Tamaño de la empresa Ratio de deuda	Muestra: 401 empresas de seis países desarrollados Metodología: Regresión lineal múltiple	<u>Variables significativas:</u> Sistema legal (+) La dimensión cultural de IND en países de ley civil Estructura de la propiedad Estructura de capital

			Capitalización del mercado (% del PIB)		Mercado de capitales <u>No significativas:</u> Valores culturales (dimensiones de Hofstede, 1980) en el caso de países de ley común
Craig y Diga (1998)	Singapur, Malasia, Indonesia, Filipinas y Tailandia		• <u>Dependientes:</u> Nivel de divulgación de información financiera • <u>Independientes:</u> Tamaño de la empresa, Nivel de endeudamiento (+), Sector industrial, Operaciones internacionales (+), Participación extranjera en la propiedad, País de origen	Muestra: 145 empresas cotizadas en las Bolsas de Valores de estos países, siendo la muestra seleccionada de forma aleatoria Metodología: Modelo de regresión múltiple	<u>Variables significativas:</u> Tamaño de la empresa (+), Sector industrial, País de origen <u>No significativas:</u> Nivel de endeudamiento (+), Operaciones internacionales (+), Participación extranjera en la propiedad (-)

Fuente: Elaboración propia.

2.1.2.2. Divulgación de información obligatoria

La divulgación de información obligatoria crea un nivel mínimo común de información para todas las empresas y ésta es requerida generalmente por la normativa financiera y contable. En esta línea, Arruñada (2011) afirma que la divulgación de información financiera obligatoria juega un papel importante en el crecimiento económico y es un elemento clave del sistema legal que tiene como objetivo proteger las transacciones entre inversores y acreedores de la empresa. Einhorn (2005) sostiene que la información obligatoria puede tener una influencia incremental en el contenido de la información voluntaria y es un factor determinante en la estrategia de divulgación de información discrecional de la empresa. Estudios previos han puesto en evidencia los beneficios que trae consigo la intervención gubernamental en el proceso de divulgación de información financiera, ya sea a través

de controles administrativos de agencia o por la promulgación de instrumentos legislativos específicos (Friend y Herman, 1964; Friend, 1975; Inchausti, 1997; Walker y Mack, 1998). Así, Inchausti (1997) analiza el efecto de la fuerza reguladora (reforma contable), sobre las prácticas de divulgación de información de empresas españolas, encontrando un incremento considerable en la transparencia de información, incluso antes de convertirse en requerimiento obligatorio. En este sentido, el objetivo principal de la normativa contable es asegurar que los usuarios cuenten con la información suficiente y oportuna con la finalidad de participar en el mercado sobre una base informada (Bhasin, 2010).

De acuerdo con Dye (1990), los principales factores que contribuyen a la existencia o ausencia de una correspondencia entre la divulgación de información obligatoria y voluntaria son: 1) la naturaleza de la exterioridad asociada con la divulgación de información de la empresa, 2) la relación entre las preferencias de riesgo de los accionistas de la empresa realizando la divulgación y los inversores externos, 3) el peso relativo que se le proporciona a los accionistas actuales y las preferencias de los inversores externos en la función de bienestar social para determinar la política óptima de divulgación obligatoria, y 4) la estructura de los flujos de efectivo de la empresa. Healy y Palepu (1995) sostienen que la divulgación de información obligatoria ayuda a hacer más eficiente la comunicación con los inversores, aunque no es suficiente para resolver la asimetría de la información. Asimismo, coincidimos con la afirmación de Dye (1985), quien sostiene que la divulgación de información voluntaria y obligatoria tiene un carácter sustitutivo, por lo que la “cantidad” de información “más detallada” en los informes obligatorios se compensa con una reducción en la cantidad de información voluntaria divulgada. En cuanto a los factores que inciden en el nivel de divulgación de información obligatoria, diversos estudios han asociado las características propias de la empresa con el nivel de divulgación de información obligatoria como el tamaño, la edad, liquidez, rentabilidad, estructura de la propiedad, tipo de auditor y sector industrial (Cerf, 1961; Belkaoui y Kahl, 1978; Wallace, 1988; Ahmed y Nicholls, 1994; Owusu-Ansah, 1998).

Diversas instituciones reconocidas a nivel mundial han intentado estandarizar el contenido de la información corporativa a través de la emisión de principios e informes

que son referentes para las empresas. Entre los referentes más importantes encontramos la Ley de Sabarney Oxley en EE.UU., las recomendaciones del Comité Cadbury para la Unión Europea y los principios de GC de la OCDE para el caso de Latinoamérica y países miembros. El informe Cadbury (1992) sostiene que la divulgación de información es un *“mecanismo para la rendición de cuentas, y hace hincapié en la necesidad de elevar los principios de divulgación de información con el objetivo de evitar la regulación”*. En el caso de Europa, encontramos que, en el año 2002, un grupo de alto nivel de expertos en derecho de sociedades, emite el “Informe Winter” sobre el marco normativo moderno para el derecho de las sociedades, el cual establece las políticas de divulgación de los sistemas y prácticas de GC, al menos para las empresas cotizadas. El citado informe requiere al menos de las siguientes dimensiones de información sobre GC: 1) asamblea general de accionistas y las acciones, 2) organización del CA y sus consejeros, 3) principales accionistas y sus derechos de voto y control, 4) otras relaciones directas e indirectas con los accionistas importantes, en particular todas las transacciones importantes con su debida explicación, 5) transacciones con otras partes interesadas, 6) la existencia y naturaleza de los sistemas de administración de riesgos, y 7) referencia a un código nacional de GC. En esta misma línea, el Comité Hampel (1998) se refiere a la divulgación de información como el *“elemento más importante en la rendición de cuentas, que asegura a los inversores y otros stakeholders una eficiente evaluación del rendimiento y de las prácticas de gobierno”*.

La Comisión Europea introduce la declaración anual de GC en mayo de 2003, la cual estimula la transparencia en el mercado europeo y está basado en el principio de *“cumplir o explicar”* (Vander Bauwhede y Willekens, 2008). Por su parte, entre los principios de la OCDE de 2004 se encuentra el de *“Divulgación de Datos y Transparencia”*, que dentro del marco del GC, éste deberá garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa. Particularmente, la información deberá recoger aspectos relacionados a los resultados financieros y de explotación de la sociedad, los objetivos de la empresa, la titularidad de los principales accionistas y de derechos de voto, la política de remuneraciones de los consejeros y principales directivos, operaciones de partes vinculadas, factores de

riesgo; así como las estructuras y políticas de GC (OCDE, 2004). Otra institución importante que tiene como objetivo establecer principios comunes para la divulgación continuada y presentación de informes sobre acontecimientos materiales para sociedades cotizadas es la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), la cual considera a la transparencia como un principio básico de la regulación del mercado y establece en sus *“Objetivos y Principios de la Regulación de Valores”* que la normativa de cada país deberá promover la transparencia, la cual desempeña un papel central en la promoción de la equidad y eficiencia de los mercados (IOSCO, 2001).

En el contexto latinoamericano, y particularmente en relación a la información sobre GC, encontramos en el CBG de Argentina referencias a la divulgación de información financiera y no financiera que la compañía deberá presentar en forma precisa y regular, incluidos los resultados, la situación financiera, el flujo de efectivo, la evolución patrimonio-neto, los riesgos del negocio y medios para enfrentarlos, los conflictos de interés y demás aspectos de GC. Asimismo se sugiere divulgar la información sobre participaciones accionarias y de control, operaciones entre compañías vinculadas, el sistema de compensación de los administradores, así como las reglas y funcionamiento de la Asamblea General y del directorio (IAGO, 2004). El CBG de Brasil recoge dentro de sus principios y objetivos básicos el de transparencia, que no debe limitarse solo hacia elementos económicos y financieros, sino a otros aspectos como los valores intangibles los cuales impulsan a la gestión a estrategias y actividades que conducen a la creación de valor. En el caso chileno se hace referencia de forma general a la obligación de divulgar información corporativa en las leyes 18.045 y 20.382, así como del uso de información privilegiada. En el caso de México, a partir de la adopción de las NIIFs, ubica a las emisoras que cotizan en la BMV a la par de los requerimientos internacionales en materia de revelación y transparencia, mientras que dentro del CBG se hace referencia a la emisión y revelación responsable de la información, así como la transparencia en la administración (Consejo Coordinador Empresarial, 2010). Los siguientes estudios se han realizado en distintos contextos.

Tabla 2.2. Estudios previos relacionados con la divulgación de información obligatoria

Autor es	País	Period o de análisis	Variables analizadas	Muestra de estudio/ Metodología utilizada	Resultados obtenidos
Ettridge et al. (2011)	EE.UU.	2005 - 2007	• <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información obligatoria (8-K Item 4) • <u>Independientes:</u> - Malas noticias - Tamaño de la empresa - Calidad de GC (CA, comité de auditoría, CFO) - Tamaño del auditor externo (Big 4) • <u>Control:</u> - La suma de capital y deuda financieros/Activos totales - Riesgo de quiebra	Muestra: 128 empresas publicadas en el sitio de web EDGAR Metodología: Análisis de regresión múltiple	<u>Variables significativas:</u> Calidad de GC (+) <u>No significativas:</u> Tamaño de la empresa Condición financiera Tamaño del auditor
Owusu-Ansah y Yeoh (2005)	Nueva Zelanda	1992 - 1994 y 1996 - 1998	• <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información obligatoria • <u>Independientes:</u> - Tamaño de la empresa - Edad de la empresa - Liquidez - Rentabilidad - Participación de los directivos en la propiedad - Tipo de auditor - Sector industrial	Muestra: 50 empresas y 200 observaciones Metodología: Análisis de regresión multivariante y análisis de sensibilidad	<u>Variables significativas:</u> Tipo de auditor Tamaño Rentabilidad <u>No significativas:</u> Edad de la empresa Liquidez Participación de los directivos en la propiedad Sector industrial
Owusu-Ansah (1998)	Zimbawe	1994	• <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información obligatoria (214 ítems) • <u>Independientes:</u> - Edad de la empresa (+) - Afiliación multinacional (+) - Estructura de la propiedad (+) - Rentabilidad (+) - Tamaño de la empresa (+) - Calidad del auditor externo - Sector industrial - Liquidez	Muestra: 49 empresas cotizadas Metodología: Análisis de regresión múltiple	<u>Variables significativas:</u> Edad de la empresa (+) Afiliación multinacional (+) Estructura de la propiedad (+) Rentabilidad (+) Tamaño de la empresa (+) <u>No significativas:</u>

					Calidad del auditor externo Sector industrial Liquidez
Patton y Zelenka (1997)	República Checa	1993	• <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información obligatoria • <u>Independientes:</u> Tamaño de la empresa (Log activos totales) Calidad del auditor Estructura de la propiedad Sector industrial Edad de la empresa Afiliación multinacional Rentabilidad Liquidez	Muestra: 50 empresas Metodología: Mínimos cuadrados ordinarios	<u>Variables significativas:</u> Edad de la empresa Tamaño del auditor Rentabilidad Afiliación multinacional Tamaño de la empresa Estructura de la propiedad <u>No significativas:</u> Calidad del auditor Sector industrial Liquidez
Wallace y Naser (1995)	Hong Kong	1988 - 1992	• <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información obligatoria • <u>Independientes:</u> Cotización en otros mercados. Margen de utilidad (+) Retorno de los ingresos (+) Liquidez (+) Capitalización de mercado (tamaño de la empresa) (?) Propiedad en manos de outsiders (+) Nivel de endeudamiento (+) Alcance de las operaciones del negocio (+) Tamaño del auditor (Big six) (+)	Muestra: 85 empresas. Metodología: Mínimos cuadrados ordinarios.	<u>Variables significativas:</u> Tamaño de la empresa (+) Alcance de operaciones del negocio (-) Tamaño del auditor Rentabilidad (-) <u>No significativas:</u> Cotización en otros mercados Retorno de los ingresos. Liquidez Endeudamiento Propiedad en manos de outsiders Tamaño del auditor (Big six)
Ahmed y Nicolls (1994)	Bangladesh	1991	• <u>Dependiente:</u> Índice de divulgación de información obligatoria • <u>Independientes:</u> Tamaño del auditor Presencia multinacional Tamaño de la empresa	Muestra: 63 empresas Metodología: Análisis multivariante	<u>Variables significativas:</u> Tamaño del auditor Presencia multinacional <u>No significativas:</u> Tamaño de la

			Calificación del CEO		empresa. Calificación del CEO
Wallace, Naser y Mora (1994)	España	1991	• <u>Dependiente</u>: Índice de divulgación de información obligatoria • <u>Independientes</u>: Tamaño de la empresa Nivel de endeudamiento Liquidez Rentabilidad Retorno de los ingresos Sector industrial Cotización en otros mercados. Tipo de auditor	Muestra: 50 empresas Metodología: Mínimos cuadrados ordinarios	<u>Variables significativas:</u> Liquidez (-) Cotización en otros mercados (+) Tamaño de la empresa (+) <u>No significativas:</u> Tipo de auditor Sector industrial Endeudamiento Rentabilidad

Fuente: Elaboración propia.

2.1.3. Beneficios y costes de la divulgación de información corporativa

Consistente con la hipótesis de las transacciones en el mercado de capitales, la evidencia previa sugiere que una mayor divulgación de información voluntaria por parte de la empresa tiene como objetivo disminuir el riesgo percibido de la empresa en el exterior, así como su coste de capital (Richardson y Welker, 2001; Botosan y Plumlee, 2002; Seppänen, 2000). Por su parte, Luo (2005) sugiere que la transparencia corporativa beneficia a la empresa en tres aspectos: 1) identifica oportunidades de inversión, 2) dirige los recursos hacia los proyectos rentables y no a aquéllos que solo benefician a los directivos y, 3) reduce la asimetría de información entre el inversor y los distintos stakeholders. Del mismo modo, la información diseminada por la empresa, permite a los stakeholders aclarar su proceso de toma de decisiones (Stolowy y Lebas, 2006). Por otro lado, las empresas divulgan información para proteger sus propios intereses y para evitar la intervención reguladora (Williams, 1999). Sin embargo, una de las razones por la que las empresas deciden no divulgar información voluntaria es la falta de requerimientos regulatorios (Edwards y Smith, 1996; Freedman y Stagliano, 1995). En esta línea, se ha identificado razones adicionales por las que una empresa divulga mayor información voluntaria (Hossain y Hammami, 2009):

- 1) La divulgación de información es necesaria para demostrar el desempeño gerencial referido a los objetivos financieros y estratégicos de la empresa (Iatridis, 2008).
- 2) Los gestores tienden a divulgar información sobre su desempeño con el fin de favorecerse en los mercados bursátiles (McKnight y Tomkins, 1999).
- 3) La divulgación de información voluntaria puede reducir los costes de los litigios (Skinner, 1994).
- 4) La empresa divulga mayor información al mercado para demostrar que es consciente del entorno económico que enfrenta y de su capacidad para responder rápidamente a los cambios (Titman y Trueman, 1986).

No obstante, es importante destacar los costes o desventajas asociados a la divulgación de información. Tal es el caso de la pérdida de competitividad que tiene lugar cuando existe un exceso de divulgación de información relacionada con la estrategia del negocio. En consecuencia, deberá existir un equilibrio entre transparencia y confidencialidad que permita, por un lado, garantizar la confianza de los stakeholders y, por otro, mantener la posición estratégica de la empresa (Chalmers y Godfrey, 2004). Del mismo modo, la gestión tiende a ocultar resultados desfavorables de la empresa para disminuir su riesgo de permanencia o para evitar a que estos resultados sean evidentes para los accionistas (Eisenhardt, 1989; Walsh y Seward, 1990; Harrison y Harrell, 1993). De acuerdo con Noe (1999) e Irani (2001), existe al mismo tiempo la retención de información privada relacionada con noticias favorables.

2.1.4. Medios utilizados en la divulgación de información corporativa

2.1.4.1. La memoria anual

La divulgación de información que realizan las empresas a través de la memoria anual es considerada la fuente de información más importante de divulgación de información corporativa (Arnold, Moizer y Noreen, 1984; Chang, Kenneth y Brain, 1983;

Todd y Sherman, 1991; Karim, 1996; Donnelly y Mulcahy, 2008; Hossain, Perera y Rahman, 1995; Meek, Roberts y Gray, 1995; Botosan, 1997; Depoers, 2000). Del mismo modo, el grado y calidad de la divulgación de información en las memorias anuales es de gran interés para los stakeholders en los mercados financieros, ayudando a hacer eficiente la operación y asignación de recursos en los mercados de capital (Aljifri, 2008). De acuerdo con Gray, Kouby y Lavers (1995), el informe anual es el único documento emitido regularmente para cumplir con los requerimientos normativos, y juega un papel importante en la construcción de la imagen externa de la empresa. Diversos autores sugieren que la calidad de la divulgación de información recogida en los informes anuales se mide por los siguientes aspectos: 1) si es adecuada para un objetivo definido (Buzby, 1974); 2) informativa, es decir si las cifras contables divulgadas indican la dirección de los precios y rentabilidad de las acciones (Alford et al., 1993) o bien la tendencia de las ganancias (Lang y Lundholm, 1993); 3) oportunidad, es decir si al momento de la emisión de la memoria anual la empresa se ve afectada por buenas o malas noticias, o por la calificación o no de los informes de auditoría (Courtis, 1976); 4) entendible, que se refiere a la comunicación efectiva con el lector (Jones, 1986) y si el referido nivel de comunicación está relacionado con el desempeño corporativo o las relaciones de retorno de riesgo (Courtis, 1986); y 5) exhaustivo, es decir que la memoria anual recoja información detallada de la empresa (Barrett, 1976).

Por su parte, son diversos los estudios empíricos que han utilizado los informes anuales para determinar el nivel de transparencia en GC (Qu y Leung, 2006 (China); Ramsay y Hoad, 1997 (Australia); Gupta, Nair y Gogula, 2003 (India); Holder-Webb et al., 2008 (EE.UU.); Pahuja y Bhatia, 2010 (India)). Generalmente la información relacionada con el GC no suele estar sometida a regulación en su contenido o formato de presentación, surgiendo la necesidad de los CBG y que además las empresas recurran al “*informe anual*” como el medio de comunicación más extendido para informar acerca de sus prácticas de GC (Bujaki y McConomy, 2002). Por otra parte, la divulgación de información voluntaria en los informes anuales está asociada positivamente a la transparencia corporativa publicada trimestralmente, y su credibilidad incrementa a través de la auditoría de los informes anuales (Lang y Lundholm, 1993). Por tanto, el nivel de transparencia recogida en los informes anuales

refleja en cierto modo la actitud general de la empresa hacia la divulgación de información pública.

Whittington (1993) sostiene que el informe anual constituye un medio de comunicación de información cuantitativa y cualitativa para los accionistas actuales y potenciales y otros usuarios de la información. A pesar de que el informe anual es requerido comúnmente por la normativa de cada país para las empresas cotizadas, éstas divulgan información adicional a la obligatoria, reconociendo que existen beneficios económicos que se obtienen a partir de una buena política de divulgación. Es así que Lang y Lundholm (1993) muestran la existencia de una correlación positiva entre la divulgación de información en las memorias anuales y la cantidad de divulgación de información diseminada por otras vías, lo cual constituye una buena aproximación para analizar el total de información divulgada de una empresa por otros medios (Botosan, 1997).

2.1.4.2. El sitio web

En las dos últimas décadas, las tecnologías de información y la comunicación han transformado el canal y el método de comunicación entre las empresas cotizadas y sus stakeholders. Entre las aplicaciones tecnológicas que han contribuido a este proceso destaca el uso de las video conferencias y los sitios Web de las empresas. El uso de Internet se ha extendido como un medio interactivo de comunicación entre la empresa y sus stakeholders, siendo una práctica muy utilizada por las compañías debido a las ventajas y oportunidades que este medio ofrece (Pirchegger y Wagenhofer, 1999; Gandía y Andrés, 2005). Internet permite a las empresas divulgar de forma global la información corporativa sin limitaciones de tiempo, eliminando los costes de impresión y de personal (Lymer y Debreceeny, 2003; Gandía, 2008). En este sentido, un número creciente de estudios han puesto de manifiesto la importancia de Internet como medio para divulgar la información financiera tanto en un contexto nacional (Ashbaugh, Johnstone y Warfield, 1999; Craven y Marston, 1999; Larrán y Giner, 2002), como en el internacional (Deller, Stubenrath y Weber, 1998; Bonsón y Escobar, 2002; Debreceeny, Gray y Rahman, 2002; Allam y Lymer, 2003).

Los primeros trabajos realizados en este campo se enfocaron a describir el grado de aceptación e implementación de Internet como vía de divulgación de información financiera en países desarrollados como EE.UU. (Petravick y Gillet, 1996; Gray y Debreceeny, 1997; Ettredge, Richardson y Scholz, 2002); Reino Unido (Lymer, 1998) y Europa continental (Hedlin, 1999). Entre los estudios más recientes encontramos los realizados por Che Haat, Rahman y Mahenthiran (2008); Garay y González (2008); Gandía (2008); Bonsón y Escobar (2006), Hamid (2005); Xiao, Yang y Chow (2004); Qu y Leung (2006); Vander Bauwhede y Willekens (2008); los cuales se centran en el nivel de información divulgada en los sitios web de las empresas. Además de los estudios descriptivos encontramos aquellos que intentan explicar la presencia de información corporativa en Internet en función de ciertas variables independientes mediante la aplicación de diferentes herramientas estadísticas (García y Sánchez, 2006).

Dada la relevancia que ha cobrado el sitio web para la diseminación de información, diversos organismos internacionales han emitido algunos lineamientos para regular y armonizar el contenido de la información recogida en la web. Así encontramos que la IFAC emite en 2002 un documento que recoge algunos aspectos referidos al tipo de información que deben proporcionar las empresas en sus sitios web, el formato que deben utilizar para presentar dicha información, la seguridad e integridad de los datos, la diferenciación entre la información auditada y no auditada, el contenido de la información financiera, la información de contacto como el e-mail, teléfono, dirección postal y la presentación de la información en distintos idiomas. En Europa, la Directiva de la Comisión Europea aprueba en 2004 la armonización de los requisitos de transparencia y considera a Internet como un medio para comunicar información financiera y permite utilizar medios electrónicos para comunicar información a los accionistas (Gallego, García y Rodríguez, 2009). Particularmente, en Latinoamérica se han tomado como referencia los principios emitidos por la OCDE (2004), dentro de los cuales se encuentra el de “*Divulgación de datos y transparencia*”, el cual recomienda utilizar canales apropiados para divulgar la información corporativa, que garanticen un acceso igualitario, puntual y asequible por parte de los usuarios a la información de interés.

2.1.4.3. La transparencia en gobierno corporativo

La divulgación de información sobre GC se ha extendido en los últimos años, debido principalmente a las iniciativas de reforma y el desarrollo de los CBG, siendo en la mayoría de los países de carácter voluntario, y existiendo grandes diferencias en los incentivos y requerimientos para la divulgación de las prácticas de buen gobierno (Collet y Hrasky, 2005). La divulgación de información en GC es un tema relevante en el moderno sistema de regulación corporativa, y son las instituciones a nivel mundial (OCDE, IFAC, IFC) las que se han preocupado por fortalecer las prácticas de transparencia y buscar una convergencia en el contenido de la información sobre gobernanza de las empresas (UNCTAD, 2006).

Es importante hacer referencia a la relación que existe entre el GC y el uso de las tecnologías de información. Gandía y Andrés (2005) ponen de manifiesto que las empresas con mayores índices de transparencia son las que utilizan Internet como canal para difundir información sobre GC, mientras que las ventajas que se generan con el uso de la tecnología son: 1) facilitar la comunicación entre sociedades e inversores, 2) reducir el coste de distribución e incrementar la oportunidad de la información corporativa, 3) fomentar la participación de los accionistas en la vida social de la compañía, 4) democratizar el acceso a la información corporativa, y 5) aportar credibilidad a las prácticas de buen gobierno.

En materia normativa relacionada con la transparencia de GC encontramos la Ley de Sabarney Oxley de 2002 en EE.UU., en cuya sección 409 establece la obligación de que las compañías informen en tiempo real de aquella información que afecta significativamente a su posición financiera y económica. Mientras que la sección 403 obliga a informar a través de la página web de las transacciones accionariales entre gestores y accionistas de la empresa. En el ámbito de la Unión Europea, encontramos el “Informe Winter”, entre cuyas recomendaciones se encuentran concentradas en el uso de nuevas tecnologías, como son el mantener y actualizar continuamente una sección de información sobre la empresa en sus sitios web. Asimismo, en marzo de 2003 se emite una propuesta para armonizar los requisitos de transparencia en relación a aquellas compañías cuyos valores sean negociados en un

mercado regulado de la Unión Europea, siendo prioritario el utilizar una página web para mejorar y facilitar el flujo informativo a los accionistas e inversores potenciales. En esta línea destacan el informe del Parlamento Británico sobre la Modernising Company Law de 2002, el código alemán de GC de 2003 y la Ley de Transparencia de 2003 para el caso de España (Gandía y Andrés, 2005).

En Latinoamérica son los principios de la OCDE (2004) los que hacen referencia al canal por el cual la información es divulgada, cobrando la misma relevancia que el contenido de la información. Con el objetivo de facilitar la participación de los accionistas en el proceso de voto, se sugiere que la sociedad contemple el uso cada vez más generalizado de la tecnología de la información, incluido el voto electrónico seguro no presencial. Bajo este contexto, presentamos un estudio comparativo de los elementos que sugieren los principales CBG en materia de transparencia en GC, lo que nos permitirá sustentar la construcción de nuestro índice de GC para el caso de los países emergentes latinoamericanos (Ver tabla 2.3). El análisis comparativo muestra que los CBG de los países seleccionados sugieren que las empresas debieran de divulgar las siguientes dimensiones de GC (sombreados en color verde):

- 1) Composición del CA (número de miembros, consejeros independientes y ejecutivos, experiencia y conocimientos).
- 2) Responsabilidades y operación del CA.
- 3) Políticas y/o sistemas de remuneración para los consejeros y ejecutivos clave.
- 4) Monto total de la compensación y desglose de compensaciones individuales de los miembros del CA y ejecutivos clave.
- 5) Divulgación de los riesgos relevantes y control interno de la empresa.
- 6) Transacciones entre partes relacionadas y conflictos de interés.
- 7) Estructura de la propiedad (% de participación de los principales accionistas).
- 8) Actividades realizadas por el comité de auditoría.

Tabla 2.3. Análisis comparativo de las prácticas relacionadas con la transparencia de GC: El contexto internacional

Dimensión de GC	GRI 3.1	OCDE (2004)	Francia (2011)	Alemania (2010)	Código Unificado. España (2006)	Código Combinado. Reino Unido (2008)	Código de GC en UK (2010)	Informe de la Comisión de GC de la Bolsa de Nueva York. EE.UU. (2010)
Consejo de Administración	-Mandato				-Fecha de la primera y subsecuentes nombramientos de los consejeros			
	-Composición (independientes y ejecutivos)	-Calificación, miembros independientes			-Experiencia profesional. Clasificación (ejecutivos, propietarios o independientes)	-Composición y operación de los órganos administrativos y de control, así como de los comités de apoyo	-Identificación de los miembros del CA	-Empleados corporativos, consejeros y ejecutivos
	-Posiciones de cada consejero	-Cargos directivos en otras empresas			-Cargos directivos en otras empresas			
	-Responsabilidades		-Roles and responsabilidades de sus miembros			-Operación del CA: Número de reuniones del CA y sus comités	-Operación del CA	
	-Relación entre la compensación y el desempeño		-Relación entre la compensación y el desempeño			-Evaluación del desempeño del CA		
	-Porcentaje de los consejeros por género del más alto órgano de gobierno y sus comités							
	-Edad y grupo minoritario							
	-Dualidad COB-CEO							
		-Política de remuneración para los miembros del CA y ejecutivos clave	-Política de compensación de la empresa	-Sistema de compensación para el CA y la gestión	-Política de remuneración de los consejeros			
			-Formas y métodos de cálculo de la compenación individual y total pagada a los 10 ejecutivos clave	-Compensación total de cada uno de los miembros del CA, dividida en sus componentes fijo y variable	-Desglose individual de la compensación individual de los consejeros			-Compensación de los nuevos ejecutivos

Tabla 2.3. Análisis comparativo de las prácticas relacionadas con la transparencia de GC: El contexto internacional (Continuación)

Dimensión de GC	GRI 3.1	OCDE (2004)	Francia (2011)	Alemania (2010)	Código Unificado. España (2006)	Código Combinado. Reino Unido (2008)	Código de GC en UK (2010)	Informe de la Comisión de GC de la Bolsa de Nueva York. EE.UU. (2010)
Derechos de los accionistas	-Mecanismos para permitir la participación de los accionistas minoritarios y que puedan expresar sus opiniones al máximo órgano de gobierno				-Acuerdos con los accionistas			-Reuniones anuales y foros de accionistas
Conflictos de interés	-Procedimientos implementados por el máximo órgano de gobierno							
	-Procedimiento para determinar la composición, calificación y experiencia de los miembros del máximo órgano de gobierno y sus comités	-Proceso de selección de los miembros del CA				-Resolución del nombramiento o reelección de los consejeros		
	-Code of conduct							-Código de ética
	-Riesgos relevantes	-Factores de riesgo				-Control interno y gestión de riesgos	-Revisión de la eficacia del riesgo	-Informe de la gestión sobre el control interno
		-Transacciones entre partes relacionadas	-Transacciones entre partes relacionadas más relevantes	-Conflictos de interés: Todas las transacciones entre la empresa y sus consejeros y ejecutivos clave	-Mecanismos para resolver los posibles conflictos de interés			-Transacciones entre personas relacionadas
Propiedad	-Identidad							
	-Porcentaje de propiedad sostenida por los mayores accionistas	-Participación mayoritaria y derechos de voto		-Acciones de la empresa o instrumentos financieros sostenidos por los consejeros y ejecutivos	-Shares held in the company and any options on the same			-Informes de la propiedad en manos de funcionarios, consejeros y principales accionistas

Tabla 2.3. Análisis comparativo de las prácticas relacionadas con la transparencia de GC: El contexto internacional (Continuación)

Dimensión de GC	GRI 3.1	OCDE (2004)	Francia (2011)	Alemania (2010)	Código Unificado. España (2006)	Código Combinado. Reino Unido (2008)	Código de GC en UK (2010)	Informe de la Comisión de GC de la Bolsa de Nueva York. EE.UU. (2010)
Gobierno corporativo		-Estructuras de gobierno, código o políticas de GC				-Declaración de GC		
						-Cumplimiento con las provisiones relevantes del Código Combinado		
Comités	-Máximo órgano de gobierno y de sus comités						-Identificación de los miembros de los comités de apoyo	
						-Actividades realizadas por el comité de auditoría	-Actividades realizadas por el comité de auditoría	-Principios relacionados con los comités de auditoría
						-Describir el trabajo realizado por el comité de nombramientos	-Describir el trabajo realizado por el comité de nombramientos	
						-Describir el trabajo realizado por el comité de auditoría	-Describir el trabajo realizado por el comité de auditoría	
						-Describir el trabajo realizado por el comité de remuneraciones	-Describir el trabajo realizado por el comité de remuneraciones	
							-Nombramiento, reelección o remoción del auditor externo	
							-Cómo se garantiza la objetividad e independencia	

Fuente: Elaboración propia tomando como referencia los distintos CBG en estos países.

Para el caso particular de los países bajo estudio, encontramos que el CBG de Argentina recomienda que, además de cumplir con las exigencias legales, la compañía deberá utilizar una página web para informar a sus accionistas, inversores potenciales y al mercado en general, los hechos económico-financieros y de carácter significativo vinculados con sus actividades, y facilitar el ejercicio del derecho de información y de otros derechos de sus accionistas (IAGO, 2004). En México, encontramos que la CUE establece que las empresas cotizadas deberán informar al público sobre aquellos hechos relevantes corporativos a través del sitio web de la BMV.

Dentro de la memoria anual es común encontrar un apartado especial referido al buen gobierno societario, que en la mayoría de los países es sugerido por los CBG. Sin embargo, de acuerdo a la *“Orientación sobre buenas para la presentación de información sobre la gobernanza de las empresas”* emitida en 2006 por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), la información relacionada con el GC debiera estar ubicada en una sección independiente de la memoria anual, o bien en un informe independiente de GC (UNCTAD, 2006). De acuerdo con Nowland (2008), la introducción voluntaria de los CBG tiene un efecto indirecto sobre las prácticas de divulgación de información. Por un lado, los CBG alientan a las empresas a mejorar sus prácticas de divulgación de información. Por otro, al integrar el principio de *“cumplir o explicar”* es de esperarse un incremento en la transparencia corporativa.

2.2. MEDICIÓN DE LA TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO

2.2.1. Los índices de transparencia como herramienta de medición

De acuerdo con Wallace (1987), la divulgación de información financiera es un concepto abstracto que no puede medirse directamente, dado que no posee características inherentes por las que se pueda determinar su intensidad o calidad. Asimismo no existe una teoría general que sugiera la selección de ítems que midan la

transparencia en la información voluntaria, existiendo una gran variabilidad de un estudio a otro (Marston y Shrives, 1991). Sin embargo, a partir del trabajo realizado por Cerf (1961), diferentes índices han sido adoptados para medir la calidad y cantidad de información divulgada por las empresas, siendo uno de los trabajos pioneros que identifica los atributos específicos de la empresa que inciden en el nivel de transparencia. La herramienta más ampliamente utilizada para medir la transparencia corporativa de las empresas es la de los índices divulgación (Hossain y Hammami, 2009; Ortiz y Clavel, 2006; García-Meca y Martínez, 2004; Bonsón y Escobar, 2004; Gandía y Andrés, 2005).

Algunos estudios han tomado como referencia los índices publicados por empresas reconocidas a nivel mundial como S&P¹, AIMR² o el CIFAR³. Tal es el caso del realizado por Hermalin y Weisbach (2007), quienes miden a través de un índice de transparencia corporativa la intensidad de divulgación de información sobre GC, considerando aspectos relacionados a la identidad de los consejeros y equipo ejecutivo, compensación de los consejeros y personal clave, participación de la propiedad de consejeros y empleados, identidad de los principales accionistas y su grado de participación en la propiedad. Otros estudios, como los realizados por Wallace (1987), Cooke (1991, 1992), Karim (1995), Hossain, Lin y Adams (1994), Ahmed y Nicholls (1994) y Hossain (2000), adoptan una metodología dicotómica en la cual los ítems que son divulgados toman el valor de uno y de cero en caso contrario. Entre los trabajos que utilizan índices ponderados de transparencia encontramos los realizados por Courtis (1978), Barrett (1977) y Marston (1986), cuyo valor se encuentra entre 0 y 1. De acuerdo con Coombs y Tayib (1998) y Firth (1979), el uso de la ponderación en los índices de transparencia recogidos de los informes anuales pueden hacer poca o ninguna diferencia en los resultados. Otros estudios que han medido la transparencia corporativa (financiera y no financiera), generalmente a través de la información recogida en las memorias anuales tanto en países desarrollados como emergentes son los realizados por Singhvi y Desai (1971); Buzby (1975); Marston

¹El índice propuesto por S&P, puede tomar el valor de 10 (el más alto) a 1 (el más bajo) y se integra de cuatro dimensiones: 1) estructura de la propiedad, 2) relaciones financieras con los stakeholders, 3) transparencia financiera y divulgación de información, y 4) estructura y procesos del CA.

² Association for Investment Management and Research

³ Center of International Financial Analysis and Research

(1986); Cooke (1989, 1993); Malone, Fries y Jones (1993); Ahmed y Nicholls (1994); Wallace, Naser y Mora (1994); Wallace y Naser (1995); Raffournier (1995); Inchausti (1997); Marston y Robson (1997); Patton y Zelenka (1997); Craig y Diga (1998); Hossain (2001); Haniffa y Cooke (2002); Al-Razeen y Karbhari (2004); Ghazali y Weetman (2006); Naser et al. (2006); Alsaeed (2006); Hossain y Reaz (2007); Aljifri (2008); Wang, Sewon y Claibone, 2008).

Son cuatro los criterios generalmente considerados al construir un índice: 1) criterio de ponderación, 2) fuente de información, 3) selección de los ítems de información, y 4) selección de las variables explicativas (Bonsón y Escobar, 2004; García y Sánchez, 2006; Ortiz y Clavel, 2006, Marston y Shriver, 1991). La metodología generalmente utilizada para la recolección de información se basa en el análisis de contenido de los informes anuales o sitios web, a través de la existencia o ausencia de un conjunto de ítems, los cuales tomarán el valor de uno o cero si revelan o no la información.

2.2.1.1. Índices de transparencia en GC propuestos por organismos internacionales

Recientemente los ratings de GC desarrollados por reconocidas organizaciones han cobrado relevancia a nivel mundial y han sido un referente para diferentes estudios que miden la calidad y cumplimiento de las prácticas de GC que realizan las empresas. De acuerdo con Bhagat, Bolton y Romano (2008), no existe una medida “*mejor*” de GC, siendo más efectiva aquella que captura el contexto y las circunstancias específicas de la empresa. Así, encontramos el rating desarrollado por Demitor Rating, el cual enfatiza la importancia de la información sobre GC divulgada hacia los accionistas y los stakeholders. El rating propuesto por S&P puede tomar un valor entre cero y diez y se centra en cuatro dimensiones: la estructura de la propiedad, relaciones financieras con los stakeholders, transparencia financiera y divulgación de información corporativa y estructura y procesos del CA.

Por su parte, el índice desarrollado por el CIFAR se compone de 90 ítems, los cuales a su vez se dividen en siete categorías: información general, estados de resultados, estado de posición financiera, estado de flujos de fondos, principios contables, información para los accionistas e información suplementaria. Este índice ha sido utilizado por los estudios realizados por La Porta et al. (1998), Jaggi y Low (2000) y Salter (1998). Otros ratings de GC propuestos son el GovernanceMetrics y el Corporate Library's Board Analyst (Editorial, 2002), mientras que el Centro de Investigación de Responsabilidad del Inversor (IRRC) desarrolla un índice cuyas dimensiones están enfocadas principalmente a tácticas defensivas para evitar las ofertas públicas de adquisición.

Estudios más recientes han utilizado la base de datos de GC emitida por Governance Metrics International (GMI), la cual se integra de 64 atributos de GC clasificados en seis categorías: responsabilidad, divulgación financiera y control interno, derechos de los accionistas, remuneración, mercado de control corporativo y comportamiento corporativo (Aggarwal et al., 2010; Bruno y Claessens, 2010; Chhaochharia y Laeven, 2009). En el caso de países emergentes, Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), un líder bancario de inversión en los mercados asiáticos, llevó a cabo un estudio exhaustivo sobre el impacto que tiene el GC sobre el desempeño corporativo y de mercado en empresas asiáticas, a través de la construcción de un índice de GC, encontrando una relación significativa positiva. En esta misma línea, el proyecto de Global Reporting Initiative (GRI), sostiene que la transparencia en los aspectos económicos, ambientales y sociales de la empresa incide en la efectividad de las relaciones con los stakeholders, las decisiones de inversión y otras relaciones con el mercado. Dentro de los lineamientos del GRI versión 3.1, se sugiere la divulgación de información sobre GC referida principalmente a la composición y responsabilidades del CA, la dualidad COB-CEO y la participación del órgano máximo de GC y sus comités de apoyo (GRI, 2011).

2.2.1.2. Índices de transparencia en GC desarrollados en estudios previos

Entre los índices de GC desarrollados en la literatura previa encontramos el G-Index desarrollado por Gompers, Ishii y Metrick (2003). Su construcción está basada en las características de gobierno de cerca de 1.000 empresas, incluyendo las de mayor tamaño (Fortune 500 y S&P 500). Es un indicador que mide la estructura de GC de una empresa utilizando el criterio de adquisición y fusión de empresas, y está basado en el índice propuesto por el IRRC, asignando el mismo peso a cada elemento. Por su parte, Bebchuk, Cohen y Ferrell (2009) desarrollan el índice de atrincheramiento el cual está sustentado en el índice desarrollado por Gompers, Ishii y Metrick (2003), siendo este último el más utilizado en la literatura. Del mismo modo, Brown y Caylor (2006) crean un índice de GC más amplio (Gov-Score) que el desarrollado por los estudios mencionados anteriormente, aunque solo se centra en el año 2003. Martynova y Renneboog (2010) realizan un estudio comparativo en 30 países de Europa y EE.UU., a través de la construcción de un índice de GC, el cual captura las diferencias de cómo la legislación de cada país aborda los potenciales conflictos de agencia entre diferentes grupos: accionistas y administradores, accionistas mayoritarios y minoritarios, y entre los accionistas y tenedores de bonos.

Estudios adicionales han empleado índices de GC que consideran aspectos cuantitativos y cualitativos. Así, Klapper y Love (2004) utilizan un cuestionario publicado por CLSA en 2001, el cual integra elementos cuantitativos relacionados con los siguientes elementos de GC: disciplina, transparencia, independencia, rendición de cuentas, responsabilidad, justicia y conciencia social. Por su parte, Durnev y Kim (2005) utilizan un índice de transparencia y divulgación de información elaborado por S&P (integrado de 98 ítems que toman el valor de cero o uno), mientras que Black, Jang y Kim (2006) utilizan la encuesta realizada por la Bolsa de Valores de Corea.

En el contexto latinoamericano encontramos los estudios realizados por Carvalhal y Nobili (2011) y Da Silveira y Barros (2007), quienes se basan en la construcción de un cuestionario de 15 preguntas recogidas de la Comisión de Valores

de Brasil. El índice se integra por cuatro dimensiones: 1) divulgación de información, 2) composición y funcionamiento del CA, 3) conflictos de interés, y 4) derechos de los accionistas. La tabla 2.4 hace referencia a algunos de los estudios previos que han propuesto índices de transparencia en GC en un contexto internacional y sobre los cuales hemos de basar la construcción de nuestro índice.

Tabla 2.4. Trabajos previos sobre la construcción de índices de GC

Autores	País	Dimensiones de GC	Metodología aplicada
Carvalho y Nobili (2011)	Brasil	Las dimensiones que integran el índice son: • Divulgación de información • Composición y funcionamiento del CA • Conflictos de interés • Derechos de los accionistas	Basado en los trabajos realizados por Gompers, Ishii y Metrick (2003), Kappler y Love (2004) y Black, Jang y Kim (2006). El índice se compone de quince preguntas, las cuales toman el valor de uno si la información pública está disponible y cero en caso contrario
Martynova y Renneboog (2011)	Países europeos y EE.UU.	• Protección de los derechos del accionista • Protección de los derechos del accionista minoritario • Protección de los derechos del acreedor	Se compone de 64 elementos que recoge aspectos relacionados a la divulgación de información relacionada a la compensación en base individual o agregada, transacciones entre partes relacionadas, frecuencia del reporte financiero y la presencia de reglas de cumplir o explicar. La metodología empleada es la aplicación de una encuesta a expertos en el tema de cada país
Renders, Gaeremynck y Sercu (2010)	Países europeos	El índice de GC a nivel país se integra de: • Principios generales • CA • Comités de apoyo al Consejo • Accionistas • Divulgación de información El Deminor rating se integra de 300 elementos y sus dimensiones son: • Estructura y funcionamiento del	Se construye un índice de GC a nivel nacional basado en los 50 principios emitidos por la OCDE. Información de GC a nivel empresa (Deminor Rating). El máximo valor que puede tomar el índice es de 40. Otros estudios que han utilizado este índice son los realizados por Vander Bauwhede y Willekens (2008) y (Khanna, Palepu y

		CA • Mecanismos anti-takeover • Derechos de los accionistas • Divulgación sobre GC	Srinivasan, 2004)
Sharma y Singh (2009)	India	• CA • Reuniones del consejo • Integración de comités de apoyo • Iniciativas de GC • Cumplimiento con los informes emitidos por los comités de apoyo • Accionistas • Otros	Se integra de 40 ítems recogidos de la sección de GC de las memorias anuales de las empresas. Cada elemento que es cumplido por la empresa toma el valor de uno y cero en caso contrario
Garay y González (2008)	Venezuela	17 ítems aplicables al entorno de buen gobierno de Venezuela, integrado de 4 subíndices: • Divulgación de información (5) • Composición y desempeño del CA (5) • Ética y conflictos de interés (3) • Derechos de los accionistas (4)	Respuesta a una serie de preguntas utilizando la información pública disponible. Basado en el estudio realizado por Leal y Carvalhal-da-Silva (2005). Si la respuesta a cada pregunta es "Sí", se asigna el valor de uno o cero en caso contrario
Black, Jang y Kim (2006)	Corea	Se compone de cinco subíndices: • Derechos de los accionistas • Estructura del consejo • Procedimientos del consejo • Divulgación de información • Igualdad de la propiedad	El índice se construye a través de la aplicación de una encuesta de prácticas de buen gobierno, que se basa en las recomendaciones emitidas por la Bolsa de Valores de Corea, y se compone de 39 elementos
Chong y López-de-Silanes (2007) y Chong, Guillén y López-de-Silanes (2009)	México	• Composición del consejo • Funciones del consejo y estructura de los comités de apoyo • Reglas operacionales del consejo • Responsabilidades de los miembros del consejo • Estructura y funciones del comité de evaluación y compensación • Estructura y funciones del comité de auditoría • Estructura y funciones del Comité de finanzas y	Cuestionario que agrega 55 preguntas dicotómicas, basadas en el código de mejores prácticas corporativas

		- planeación • Protección de los derechos de los accionistas y asamblea general	
Chen et al. (2007)	Taiwán	• Dualidad COB-CEO • Tamaño del CA • Propiedad en manos de los gestores • Propiedad en manos de los blockholders	Cada elemento del índice toma el valor de 1 o 0 dependiendo si cumple o no con el criterio evaluado
Da Silveira y Barros (2007)	Brasil	• Acceso a la información • Contenido de la información • Estructura del consejo • Estructura de la propiedad	Cuestionario compuesto de 20 ítems
Qu y Leung (2006)	China	• Estructura y funcionamiento del consejo • Temas relacionados con los empleados • Remuneración de los directores • comité de auditoría • Transacciones entre partes relacionadas • Interés de los stakeholders	Toma el valor de uno si el elemento es o no revelado y se integra de 120 ítems. El índice se construye a partir de las recomendaciones de la OCDE, Australian Stock Exchange, HKSE en Hong Kong y CSRC en China
Leal y Carvalho (2005)	Brasil	• Divulgación de información • Composición y funcionamiento del consejo • Ética y conflictos de interés • Derechos de los accionistas	Índice que se integra de información obtenida de la CVMB, informes anuales y sitios web. Se compone de 24 ítems atribuyendo un valor de uno si la información es recogida y cero en caso contrario, para finalmente sumar todos los valores
Lefort y Walker (2005)	Chile	• Divulgación de información • Funcionamiento e independencia del CA • Derechos de los accionistas • Conflictos de interés	Se aplicó un cuestionario dirigido a los principales ejecutivos y miembros del CA, obteniendo 67 ítems binarios que miden el nivel de cumplimiento y transparencia en GC. El trabajo está basado en el realizado por Klapper y Love (2002)
Willekens et al. (2005)	Bélgica	• Independencia del Consejo • Existencia del comité de auditoría • Calidad de la auditoría externa • Existencia de un departamento	Se asigna un valor de uno para cada ítem y es dividido entre el número total de ítems (4).

		de auditoría interna	
Durnev y Kim (2005)	27 países emergente	• Propiedad y relación con inversores • Transparencia y divulgación de información • Estructura del consejo	Utilizan los índices desarrollados por CLSA y S&P
Klapper y Love (2004)	14 países emergentes	• Disciplina gerencial • Transparencia y divulgación de información • Independencia del consejo • Responsabilidad del consejo • Responsabilidad de la administración • Protección del inversor • Responsabilidad social	Utilizan el índice de gobierno desarrollado por CLSA, compuesto por 57 ítems que toman el valor de uno o cero
Collet y Hrasky (2005)	Australia	• Comités de apoyo y sus funciones • Estructura del CA • Funciones del CA enfocadas al GC • Funciones de los comités de apoyo con respecto al GC • Políticas de control interno • Restricciones de los consejeros con respecto a la comercialización de acciones de la empresa	Índice de GC compuesto por siete ítems que toma el valor de uno si la empresa divulga la información y cero en caso contrario
Bujaki y McConomy (2002)	Empresas cotizadas en Canadá (TSE 300)	• Responsabilidades del CA • Composición del CA • Comités de apoyo del CA • Comité de auditoría	ITGC basado en 25 dimensiones. Se utiliza un sistema dicotómico en donde cada elemento es codificado con uno si la empresa divulga la información y cero en caso contrario, al igual que el índice de GC de S&P (Euromoney, 2001) y el desarrollado por Williams (2001)

Fuente: Elaboración propia.

2.2.2. Índice de transparencia en gobierno corporativo propuesto

Al igual que Hossain y Hammami (2009), coincidimos en afirmar que la selección de los ítems que integran un índice de transparencia corporativa depende de la naturaleza y contexto de cada país y sector industrial, y dada la riqueza existente en trabajos previos y la participación activa de instituciones reconocidas a nivel mundial en el desarrollo de estos índices, hemos de basarnos en la literatura previa descrita en el epígrafe anterior, la normativa propia de cada país, recogida fundamentalmente en los CBG y los principios emitidos por la OCDE (2004). Para ello proponemos un índice de GC que se integra de información voluntaria y obligatoria, dado que algunos de los ítems son requeridos por las leyes y normativa de cada país, en tanto que el resto de los elementos es información adicional proporcionada a discreción de la gerencia, basada principalmente en los principios recogidos en los CBG (Wallace y Naser, 1995). Nuestro ITGC se compone de 43 elementos, los cuales a su vez se categorizan en cuatro dimensiones: 1) composición y desempeño del CA, 2) derechos de los accionistas, 3) ética y conflictos de interés, y 4) otra información relacionada con el buen gobierno (Véase tabla 2.5). Con este índice pretendemos no solo describir sino cuantificar, como si de un rating se tratara, los contenidos de las memorias anuales y sitios web de las empresas que conforman la muestra.

Tabla 2.5. Índice de transparencia en GC propuesto

I. COMPOSICIÓN Y DESEMPEÑO DEL CA	
1.	Misión del consejo (OCDE, 1999)
2.	Principales funciones del consejo (OCDE, 1999)
Independencia del consejo	
3.	Si existe o no dualidad entre el CEO-COB, es decir que una sola persona ocupe ambas posiciones (OCDE, 1999; Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005)
4.	Estructura del consejo (miembros externos e independientes) (OCDE, 1999; Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005; Gandía y Andrés, 2005)
5.	Tamaño del consejo (entre cinco y nueve miembros, como recomendación internacional de buen GC) (Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005; Lefort y Walker, 2005; Gandía y Andrés, 2005)
6.	Reglas de organización y funcionamiento del consejo y de sus comisiones

(Gandía y Andrés, 2005)

7. Funciones y cargos de cada consejero dentro de la sociedad (Gandía y Andrés, 2005)
8. Procedimientos de selección, remoción o reelección (Gandía y Andrés, 2005)
9. Existe un documento que recoge las normas de conducta de los miembros del consejo (García y Andrés, 2005)
10. Se recogen las relaciones entre los consejeros y los accionistas de referencia (Gandía y Andrés, 2005)
11. Participación accionarial de los consejeros (Gandía y Andrés, 2005)
12. Condiciones que determinan la independencia de un consejero (Gandía y Andrés, 2005)
13. La empresa divulga el perfil y/o currículo de los miembros del consejo (Gandía y Andrés, 2005)
14. Hacen público si algún consejero independiente ocupa órganos de dirección en otras sociedades (Gandía y Andrés, 2005)
15. Remuneración del gerente general y miembros del CA (OCDE, 1999; Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005; Gandía y Andrés, 2005)

Comités de apoyo para el CA (OCDE, 1999; Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005; Lefort y Walker, 2005)

16. Tiene la empresa un comité de nombramientos
17. Tiene la empresa un comité de remuneraciones
18. Tiene la empresa un comité de GC
19. Tiene la empresa un comité de auditoría
20. Existen otros comités de apoyo adicionales a los mencionados anteriormente
21. Principales funciones de los comités de apoyo al consejo (OCDE, 1999)
22. Integración de los comités de apoyo: Número de miembros ejecutivos e independientes (OCDE, 1999)

II. DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

23. Se describe el proceso de voto de los accionistas (Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005)
24. Estructuras piramidales que reducen la concentración del control (Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005)
25. Acuerdos adoptados en la última Junta General celebrada (Gandía y Andrés, 2005)
26. Información sobre la convocatoria de la Junta (Gandía y Andrés, 2005)
27. Información sobre la orden del día (Gandía y Andrés, 2005)
28. Información sobre el texto de todos los acuerdos que se proponen para su adopción (Gandía y Andrés, 2005)
29. Acuerdos entre accionistas para reducir la concentración del control (Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005)
30. Si la empresa cotiza en otros mercados internacionales (Lefort y Walker, 2005)

IV. ÉTICA Y CONFLICTOS DE INTERÉS

31. Información relacionada a los conflictos de interés y transacciones entre partes relacionadas (Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005)
32. Si la empresa está libre de cualquier sanción o multa por incumplimiento de buenas prácticas de gobierno o de las normas en el mercado de valores durante el último año (Garay y González, 2008)
33. Se detallan los porcentajes de participación en la propiedad de la sociedad de los accionistas significativos (Gandía y Andrés, 2005)
34. Operaciones de la sociedad con sus administradores y altos directivos, así como en qué medida dichas transacciones han sido realizadas en condiciones de libre competencia (Gandía y Andrés, 2005)
35. Transacciones importantes que han ocurrido entre la empresa y los accionistas significativos (Gandía y Andrés, 2005)
36. Es algún miembro del consejo también miembro de otros consejos o ejecutivo de las empresas que pertenecen al mismo grupo (Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005)
37. Composición de su accionariado (Lefort y Walker, 2005, Gandía y Andrés, 2005)

IV. OTRA INFORMACIÓN RELACIONADA CON EL BUEN GOBIERNO

38. Utiliza la compañía los principios internacionales contables (OCDE, 1999; Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005)
39. Utiliza la empresa los servicios de una empresa auditora reconocida a nivel mundial (OCDE, 1999; Garay y González, 2008)
40. La información se divulga en inglés
41. Sanciones en contra de la gestión en caso de incumplimiento de sus prácticas de GC (Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005)
42. Situación y desempeño financieros (OCDE, 1999; Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005)
43. Prácticas de buen gobierno (OCDE, 1999; Garay y González, 2008; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005)

Fuente: Elaboración propia.

Nuestra metodología de análisis está basada en el trabajo realizado por Berglöf y Pajuste (2005), mientras que el ITGC no es ponderado, lo cual nos sugiere que todos los elementos que lo integran tienen la misma importancia. En esta línea, los índices no ponderados reducen la subjetividad y son ampliamente utilizados en el análisis de contenido de las memorias anuales de las empresas (Ahmed y Courtis, 1999). La ventaja de los índices no ponderados en relación a los ponderados, es que los primeros permiten un análisis independiente a la subjetividad que pudiera existir en un grupo de usuarios particulares (Chow y Wong-Boren, 1987; Hossain y Hammami,

2009). Por su parte existen varias razones para no asignar un peso a los índices de divulgación de información voluntaria. En primer lugar, se requiere una evaluación subjetiva del peso de cada elemento. En segundo lugar, la ponderación asignada puede no reflejar las preferencias de otros usuarios de las memorias anuales. Finalmente las empresas pueden ser evaluadas con el mismo criterio (Meek, Roberts y Gray, 1995). En esta misma línea, el trabajo de Wallace y Naser (1995) utiliza un índice no ponderado y sostienen que los pesos son generalmente recogidos en las percepciones de uno o dos grupos de usuarios, no reflejando la realidad y las percepciones estables de los ítems a través del tiempo. Del mismo modo, otros autores como Spero (1979), Robbins y Austin (1986) y Chow y Wong-Boren (1987), sugieren que los resultados obtenidos tanto en los índices ponderados como en los no ponderados son equivalentes.

La recogida de información en nuestro trabajo se enfoca principalmente a dos fuentes. Por un lado, la información contenida en los informes anuales y la cual es requerida en la mayoría de los casos por los CBG de cada país (por ejemplo, composición del CA, remuneración y participación en la propiedad de los consejeros y transacciones con partes relacionadas). Por otro lado, evaluaremos el uso de Internet como medio interactivo para divulgar la información sobre GC a través del apartado “*relación con inversores*” en donde se concentra la mayor parte de la información sobre buen gobierno. El nivel de transparencia en GC para cada empresa bajo estudio, se calculó para cada año durante el periodo 2004-2010 (Gandía y Andrés, 2005). Asimismo los informes anuales se han extraído de cada uno de los sitios web de las empresas, y en su defecto, de las Bolsas de Valores en que cotiza cada empresa. Para el caso del año 2010, se ha recurrido a la página web (apartado relación con inversores) para complementar la información faltante.

Para determinar el índice nos hemos basado en la metodología propuesta por Samaha et al. (2012); Ghazali y Weetman (2006); Chau y Gray, 2002; Cooke (1991); Haniffa y Cooke, 2002; Ho y Wong, 2001 y Gandía y Andrés (2005), tomando en cuenta la información recogida en la tabla 2.4. El índice no ponderado considera el siguiente criterio: si la empresa divulga un ítem de información en la memoria anual o sitio web se le asigna el valor de “1”; si no lo divulga se le asigna el valor de “0”. Esta

metodología ha sido utilizada por otros estudios relacionados con la divulgación de información voluntaria como los realizados por Aljifri (2008); Ahmed y Nicholls (1994); Hossain, Perera y Rahman (1995); Raffournier (1995) y Wallace, Naser y Mora (1994). Para asegurarnos de que las empresas bajo estudio no fueron sancionadas en elementos relevantes que han sido divulgados por éstas, cada informe anual se leyó dos veces en su totalidad, siendo evaluados una tercera vez (Cooke, 1991). Dado que el contenido del índice se agrupa en cuatro dimensiones, en primer lugar se calcula el índice parcial para cada empresa, para posteriormente agregar el índice global. El índice parcial es el cociente entre la suma de los puntos obtenidos respecto a los puntos totales que podía haber obtenido la empresa si hubiera difundido el máximo de ítems. Cada subíndice se obtiene de la siguiente forma:

$$ITGC^p = \frac{\text{número de elementos divulgados en el apartado}}{\text{Total de elementos que se podrían obtener}} \times 100$$

El ITGC global se define operativamente de la siguiente forma:

$$ITGC^T = \sum_{i=1}^n I_i^p \times P_i^t$$

Donde:

$ITGC^T$ = Valor global del índice

I^p = Valor del subíndice en base a las dimensiones que integran el $ITGC^T$

P^t = Proporción que representa el subíndice “i” respecto al número total de puntos del índice global

El índice total no se obtiene como una media simple de los diferentes subíndices, sino como una media ponderada, lo que representa el peso relativo de cada dimensión de GC. De acuerdo a esta metodología utilizada, tanto los subíndices como el índice global podrán obtener un valor comprendido entre 0 y 1 puntos (Gandía

y Andrés, 2005). Cada una de las memorias anuales fue leída para integrar los elementos del índice (Cooke, 1989; Hossain y Hammami, 2009).

En línea con los estudios realizados por Allegrini y Greco (2011), Botosan (1997) y Gul y Leung (2004), se ha considerado la preocupación relacionada con la fiabilidad en la construcción del índice, calculando las medidas de confiabilidad y consistencia interna a través del coeficiente alpha de Cronbach (Cronbach, 1951), para evaluar la consistencia interna del índice, la cual se refiere al grado en el cual los elementos de un índice miden el mismo constructo. En este sentido, el alfa de Cronbach es *“un coeficiente de correlación individual que estima el promedio del total de la correlación de los coeficientes de los elementos que integran el índice. Si el alpha de Cronbach es mayor a 0,80, los resultados sugieren que todos los ítems son confiables e internamente consistentes”* (Ho, 2006). En este sentido los cuatro subíndices que integran el índice global de GC, obtienen un alpha de Cronbach de 0,793 utilizando el método de matriz de correlaciones. Lo anterior nos sugiere que nuestro índice de GC es confiable y consistente.

2.3. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA OBJETO DE ESTUDIO

2.3.1. Selección de la muestra de estudio y periodo de análisis

El estudio se centra en las empresas con mayor índice de cotización bursátil en Argentina, Brasil, Chile y México. Los índices bursátiles han sido diseñados de acuerdo a los estándares de cálculo y reglas aplicadas internacionalmente, de forma que ponderan sus sociedades componentes considerando su patrimonio bursátil ajustado por *free-float*, permitiendo así que el peso relativo de cada sociedad en el índice sea representativo de la disponibilidad efectiva de acciones en el mercado (Bolsa de Comercio, 2011).

Los índices bursátiles son una medida estadística y reflejan el rendimiento del mercado a través del tiempo, en función de las variaciones de precio de la canasta de

instrumentos que los conforman. Proveen de un punto de referencia a los inversores y usuarios que desean conocer la evolución de los mercados. En Argentina, el índice Merval es el más difundido del mercado accionario local; se compone de 17 acciones seleccionadas de acuerdo a criterios que ponderan su liquidez y su capitalización en el mercado de valores (Reuters, 2011). En el caso de Brasil, el indicador más importante del desempeño medio de las cotizaciones del mercado de acciones brasileño es el IBOVESPA. Su relevancia proviene del hecho que éste retrata el comportamiento de los principales papeles negociados en la BM&FBOVESPA, las cuales representan el 80% del volumen negociado durante los últimos doce meses (BM&FBOVESPA, 2011). En Chile, el índice más conocido es el IPSA (Índice Precio Selectivo de Acciones), el cual se integra de las 40 sociedades con mayor participación bursátil (Bolsa de Comercio, 2011). Para el caso de México, se han seleccionado las empresas que pertenecen al Índice de Precios y Cotizaciones (IPyC), el cual representa el mercado accionariado en su conjunto, en función de las variaciones de precios de una selección de acciones (o muestra) balanceada, ponderada y representativa del conjunto de acciones cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Dentro del índice se toman en cuenta diferentes empresas de distintos sectores de la economía mexicana. Cada una de las acciones que participan en el cálculo del índice tiene un peso relativo de acuerdo con su valor de mercado (la capitalización bursátil). La muestra del IPyC de la BMV se revisa anualmente y está conformada por 35 empresas (BMV, 2010). Entre los estudios que han utilizado como muestra de estudio las empresas que pertenecen a los índices de mayor cotización bursátil para analizar los factores que inciden sobre el nivel de transparencia en GC, encontramos el realizado por Samaha et al. (2012), quienes adoptan el índice EGX 100 de la Bolsa de Valores de Egipto.

Al igual que el estudio realizado por (Hossain y Hammami, 2009), la información se recogerá de las memorias anuales contenidas en los sitios web de cada empresa y en las bolsas de valores en cada país. Para efectos de análisis, se excluirán las empresas que pertenecen al sector bancario y de seguros, dado que su regulación es más estricta y son sujetas a un mayor escrutinio en términos de divulgación de información (Garay y González, 2008), así como aquellas empresas cuya información no se encuentra disponible en sus memorias anuales o sitios web. Por otro lado, para el análisis empírico que se presenta en el capítulo tres y que adopta la metodología de

datos de panel, no se ha tomado en cuenta la información para las empresas que solamente contienen dos periodos de análisis, dado que se recomiendan al menos tres años de estudio. Para fines de agrupación, las empresas bajo estudio se analizarán por país y sector de actividad económica de acuerdo a la clasificación propuesta por Global Industry Classifications Standards (GICS), desarrollada por S&P y Morgan Stanley Capital International (MSCI), y la cual ha sido ampliamente aceptada en el ámbito empresarial y académico (Bhojraj, Lee y Oler, 2003). Nuestra muestra de estudio está en línea con el estudio realizado por Jaggi y Low (2000), donde el número de empresas analizadas por país supera las 20 observaciones, con excepción de Argentina en el que su índice Merval está integrado por solamente 17 empresas. A continuación se describe la muestra objeto de estudio tanto para el análisis comparativo del nivel de transparencia en GC para los países emergentes latinoamericanos, como para el estudio empírico que se presentará en el siguiente capítulo. La tabla 2.6 nos muestra que el número inicial de empresas a estudiar fue de 155, de las cuales se excluyeron 20 que pertenecen al sector financiero (bancarias y de seguros) y 7 de las que no encontramos la información suficiente para realizar el análisis, por lo que la muestra final de estudio es de 128 compañías.

Tabla 2.6. Número de empresas que integran la muestra de estudio

País	Número de empresas (incluidas las empresas financieras)	Número de empresas (no incluidas las empresas financieras)	Muestra de estudio final (datos de panel)
Argentina	17	12	10
Brasil	63	58	53
Chile	40	34	32
México	35	31	30
Total empresas	155	135	125

Fuente: Elaboración propia.

Respecto al número de observaciones que se integran al estudio empírico que cubre el periodo temporal de 2004 a 2010, encontramos 101 empresas en 2004, 111 en 2005, 116 en 2006, 123 en 2007, hasta llegar a un total de 125 en 2008, 2009 y

2010. Este incremento en los últimos años se debe a que las empresas que integran los índices de mayor cotización bursátil en 2008, 2009 y 2010 no pertenecían a éstos en años anteriores, en tanto que en otros casos la información no está disponible. El total de observaciones para el periodo de análisis es de 826 (Ver tabla 2.7).

Tabla 2.7. Muestra de estudio durante el periodo 2004-2010

País/Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total observaciones
Argentina	8	8	9	10	10	10	10	65
Brasil	41	46	49	52	53	53	53	347
Chile	24	28	29	31	32	32	32	208
México	28	29	29	30	30	30	30	206
Total observaciones	101	111	116	123	125	125	125	826

Fuente: Elaboración propia.

2.3.2. Distribución sectorial de la muestra de estudio

En la tabla 2.8 se observa la distribución sectorial de las empresas que pertenecen a los índices de mayor cotización bursátil seleccionados. Mientras que en Argentina la composición se divide en tres grupos principales: sectores de materiales (32,3%), productos básicos de consumo (21,5%) y empresas de servicios públicos (27,7%); en Brasil existe una distribución sectorial más uniforme: sector de materiales (19,7%), empresas de servicios públicos (17,9%), productos básicos de consumo (14,0%) e industrial (13,7%). Al igual que en Brasil, en Chile encontramos una distribución más homogénea entre los sectores de materiales (16,8%), industrial (19,2%), bienes de consumo (18,8%), productos básicos de consumo (15,4%) y empresas de servicios públicos (19,7%). Finalmente en México, son dos los sectores principales, el de bienes de consumo (30,3%) y el de productos básicos de consumo (34,6%). Se observa que en el caso de los países emergentes latinoamericanos existe un escaso desarrollo del sector de tecnologías de información con apenas un 2% en Brasil, mientras que los más desarrollados son el de materiales y productos básicos de

consumo. Por su parte el sector de empresas de servicios públicos está presente en todos los países analizados, con excepción de México.

Tabla 2.8. Distribución sectorial de la muestra de estudio

Sector industrial	País			
	Argentina %	Brasil %	Chile %	México %
Energía	10,8	4,0	0,0	0,0
Materiales	32,3	19,7	16,8	13,5
Industrial	0,0	13,7	19,2	9,6
Bienes de consumo	0,0	8,8	18,8	30,3
Productos básicos de consumo	21,5	14,0	15,4	34,6
Cuidado de la salud	0,0	0,0	0,0	1,9
Financiero (excluyendo el bancario y de seguros)	0,0	10,0	6,7	0,0
Tecnologías de información	0,0	2,0	0,0	0,0
Servicios de telecomunicaciones	7,7	10,0	3,4	10,1
Empresas de servicios públicos	27,7	17,9	19,7	0,0

Fuente: Elaboración propia.

2.3.3. Técnica adoptada en la recolección y tratamiento de los datos

La información sobre divulgación de información en GC para cada empresa y año, será recogida de cada una de las memorias anuales y sitios web, particularmente de la sección de GC a través de la técnica de análisis de contenido (Samaha et al., 2012). Del mismo modo, la información relacionada con las variables explicativas (dimensiones de GC, aspectos financieros y culturales) es también obtenida de estas fuentes. Según Kothari (2009), el principio que rige en el análisis de contenido es que muchas de las palabras de un texto se pueden clasificar en categorías, y por tanto ser sujetas de comparación. El análisis de contenido por lo tanto, puede ser útil en el análisis de diferentes tipos o niveles de comunicación de acuerdo al significado mismo de las palabras. La elaboración de índices forma parte del análisis de contenido evaluando la transparencia informativa de las empresas en determinados sectores y países. Como punto de partida analizamos el sitio web de cada empresa para obtener

los informes anuales, la divulgación de información relacionada con el GC, así como los informes individuales sobre GC. En caso de que alguna empresa no cuente con un sitio web o no proporcione en el mismo las memorias anuales, recurrimos a buscarlas en las bolsas de valores en que cotiza cada empresa.

2.4. ANÁLISIS COMPARATIVO DEL NIVEL DE TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE PAÍSES EMERGENTES LATINOAMERICANOS

2.4.1. Evolución del nivel de divulgación de información en GC en Latinoamérica por país

En este apartado nos centramos en analizar el grado de divulgación de información en GC por parte de las empresas que componen nuestra muestra. Para ello hacemos uso del ITGC explicado en el apartado anterior. Durante el periodo de análisis 2004-2010, podemos destacar que en materia de transparencia en GC se emiten los principios de la OCDE, dentro de los cuales se encuentra el referido a la “*divulgación de datos y transparencia*”. La CNV de Argentina emite en 2007, la Circular 516 que hace referencia al principio de “*cumplir o explicar*”, y en 2008 se publica el Código de Protección del Inversor, que garantiza la transparencia y protección al inversor. En Brasil se emiten en 2009 las reglas 480 y 481 de 2009, que se centran en la divulgación de información oportuna y periódica, así como la instrucción 361 que fue revisada en 2010 y la cual se compromete hacia una mayor transparencia y seguridad para los accionistas. Chile es el único país de los analizados que no cuenta con un CBG, aunque se apoya fuertemente en la Ley de OPA's o de GC. Sin embargo es hasta 2010, con la nueva Ley de Gobiernos Corporativos cuando Chile se integra como país miembro de la OCDE y hace frente a una mayor exigencia en la entrega de información, particularmente para el caso de operaciones entre partes relacionadas. Finalmente, en el caso de México podemos referirnos a la nueva LMV de 2006 y la

CUE modificada en 2009 en materia de transparencia en GC. La transparencia en GC ha ganado relevancia en los mercados emergentes latinoamericanos, ya que como afirma Mendes-Da-Silva y Christensen (2004), y de acuerdo a un estudio realizado por McKinsey y Company en 2001, el 83% de los inversores internacionales en la región estaría dispuesto a pagar una prima a las empresas con mejores prácticas de GC.

En la tabla 2.9 se presentan los resultados obtenidos, cuantificando la información presentada en los sitios web y memorias anuales de las empresas analizadas, correspondientes al periodo de 2004-2010. Las puntuaciones, expresadas en porcentajes, se presentan para toda la muestra en su conjunto, diferenciando por país y dimensiones de GC. Se muestran también otros estadísticos descriptivos relevantes (mediana, desviación estándar, máximo y mínimo). El análisis de los resultados mediante la aplicación de nuestro índice nos permite observar que el término medio del ITGC es de 73% para México, con un mínimo de 28% y un máximo de 88%. Argentina obtiene un promedio de 51%, un mínimo de 12% y un máximo de 84%. Por su parte Chile obtiene un término medio de 59%, un mínimo de 28% y un máximo de 86%. Finalmente Brasil muestra un promedio de 61%, un mínimo de 7% y un máximo de 88%. Teniendo en cuenta los cuatro subíndices en que se ha clasificado la información divulgada, puede observarse una gran variabilidad en el nivel de transparencia en cada categoría. Concretamente se observa que las empresas mexicanas concentran sus esfuerzos de difusión discrecional en el subíndice de ética y conflictos de interés (88%), seguido de la composición y desempeño del consejo (76%) y otra información relacionada con el GC (76%). Argentina se enfoca al igual que México en la ética y conflictos de interés (62%) y en otra información relacionada con GC (58%). Chile, por su parte, obtiene mayor puntuación para la ética y conflictos de interés (74%) y otra información relacionada con el buen gobierno (73%). Finalmente, Brasil se concentra en otra información relacionada con el buen gobierno (75%) y en la ética y conflictos de interés (67%).

Estos resultados van en línea con los encontrados por McGee (2008), quien realiza un análisis comparativo del cumplimiento en las dimensiones de GC para el caso de países latinoamericanos (Brasil, Chile y México). El estudio adopta la agrupación de categorías de GC propuesta por el Banco Mundial (derecho de los

accionistas, trato equitativo de los accionistas, el rol de los stakeholders en GC, divulgación de información y transparencia, y responsabilidades del CA), quien a través de la iniciativa del ROSC⁴ lleva a cabo un programa para asistir y evaluar el cumplimiento de GC en los países miembros (ROSC, 2012). En este sentido, los citados autores muestran que en relación a las dimensiones de divulgación de información y transparencia y responsabilidades del CA, México obtiene unos índices mayores (75% y 70%), comparado con Brasil (70% y 65%) y Chile (63,3% y 66,7%). En relación a la categoría de derechos de los accionistas Chile obtiene un mayor porcentaje (80%), mientras que Brasil le sigue con un 73,3% y México con un 60%. Con respecto a la dimensión del trato equitativo de los accionistas se obtiene un 73,3% en el caso chileno y un 66,7% para los casos de Brasil y México. Finalmente la dimensión de GC referida al rol de los stakeholders en el GC obtiene un 90% para Brasil, 85% para México y un 80% para Chile. El índice global que integra estas cinco dimensiones muestra un valor de 73% para Chile, 72,2% para Brasil y 70,4% para México (McGee, 2008).

Particularmente para el caso de Brasil, el estudio realizado por Di Miceli da Silveira y Franco Donaggio (2009), analiza la evolución de las prácticas de GC a través de la construcción de un índice de GC que integra las dimensiones de divulgación de información, composición y funcionamiento del CA, ética y conflictos de interés y derecho de los accionistas durante el periodo 1998-2004, encontrando un ligero incremento en el índice de GC que va de 41,6% en 1998 a 50,0% en 2004. En esta línea, Braga-Alves y Shastri (2011) sostienen que Brasil se caracteriza por una débil protección del inversor, bajos estándares de divulgación de información y grandes beneficios privados de control. En relación a Chile, Lefort y González (2008) afirman que la ley chilena se encuentra entre las más completas de la región en aspectos relacionados con la divulgación de información financiera, estructura de la propiedad y conflictos de interés. Sin embargo, se reconocen áreas de mejora en el contexto chileno, ya que a pesar de que las leyes se cumplen en tiempo y forma, el contenido de la misma no es integral, mientras que el nivel de anticipación a los anuncios corporativos es bajo, comparado con otros países latinoamericanos.

⁴ Reports on the Observance of Standards and Codes.

Tabla 2.9. Índice de transparencia en GC a nivel país

Estadístico	ITGC	País			
		Argentina	Brasil	Chile	México
Media	Composición y desempeño del CA	0,45	0,60	0,51	0,76
	Derechos de los accionistas	0,53	0,50	0,55	0,47
	Ética y conflictos de interés	0,62	0,67	0,74	0,88
	Otra información relacionada con el GC	0,58	0,75	0,73	0,76
	ITGC global	0,51	0,61	0,59	0,73
Mediana	Composición y desempeño del CA	0,36	0,64	0,50	0,77
	Derechos de los accionistas	0,50	0,50	0,50	0,50
	Ética y conflictos de interés	0,57	0,71	0,71	1,00
	Otra información relacionada con el GC	0,50	0,83	0,75	0,83
	ITGC global	0,47	0,65	0,58	0,74
Desviación estándar	Composición y desempeño del CA	0,21	0,22	0,12	0,12
	Derechos de los accionistas	0,12	0,16	0,17	0,16
	Ética y conflictos de interés	0,29	0,21	0,14	0,16
	Otra información relacionada con el GC	0,25	0,17	0,20	0,14
	ITGC global	0,19	0,17	0,10	0,10
Máximo	Composición y desempeño del CA	0,82	0,91	0,82	0,91
	Derechos de los accionistas	0,88	0,88	0,88	0,75
	Ética y conflictos de interés	1,00	1,00	1,00	1,00
	Otra información relacionada con el GC	1,00	1,00	1,00	1,00
	ITGC global	0,84	0,88	0,86	0,88
Mínimo	Composición y desempeño del CA	0,05	0,05	0,14	0,09
	Derechos de los accionistas	0,25	0,00	0,13	0,13
	Ética y conflictos de interés	0,00	0,00	0,29	0,14
	Otra información relacionada con el GC	0,17	0,17	0,33	0,50
	ITGC global	0,12	0,07	0,28	0,28

Fuente: Elaboración propia.

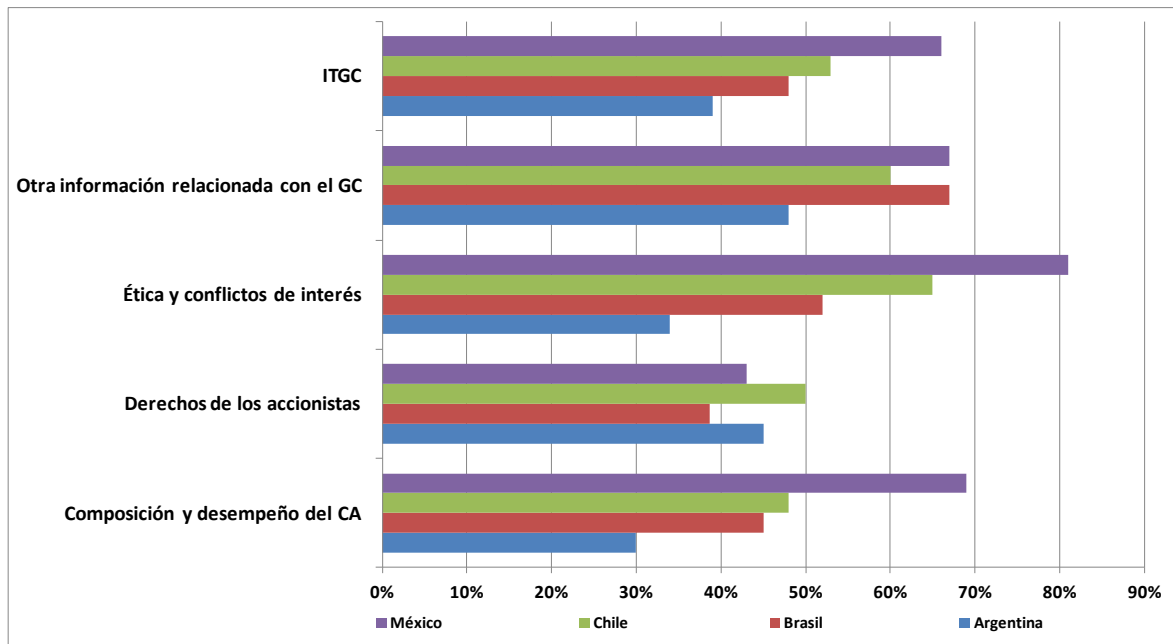
Siguiendo con el análisis, en las figuras 2.1 y 2.2 se muestra la evolución que han experimentado los países emergentes latinoamericanos en el nivel de divulgación de información en GC, diferenciando por país y dimensión de GC. En primer lugar, en el caso de Argentina se observa un notable incremento porcentual en el ITGC que va

del 39% en 2004 al 64% en 2010, lo que da una diferencia de 25% entre ambos años; mientras que Brasil pasó de un 48% en 2004 a un 71% en 2010, lo que representa un aumento del 23%. En el caso chileno encontramos que el rango del ITGC va de un 53% en 2004 a un 64% en 2010, lo que representa una mejora del 11%. Finalmente en México se alcanza un ITGC de 66% en 2004 y de 77% en 2010, dando por resultado un incremento del 11% en el nivel de divulgación de información en GC. En este sentido, los países que han mejorado en mayor medida la transparencia de información relacionada con el GC son Argentina y Brasil, en tanto que Chile y México se han mantenido más estables durante el periodo de análisis. Asimismo, México ha mantenido el liderazgo en el nivel de transparencia en GC durante el periodo de análisis, seguido de Chile en 2004 y de Brasil en 2010.

Con respecto a la evolución del nivel de transparencia en cada una de las dimensiones de GC, los resultados muestran que la divulgación relacionada con la ética y conflictos de interés incrementó en un 43% en Argentina de 2004 a 2010, mientras que la composición y desempeño del CA lo hizo en un 28%, otra información de GC en 22% y los derechos de los accionistas en un 18%. En el caso de Brasil se observa que los esfuerzos se han concentrado en fortalecer la ética y conflictos de interés (incremento de 25%) así como en la composición y desempeño del CA (incremento del 24%); en tanto que en Chile y México las dimensiones que han cobrado mayor relevancia son las relacionadas con otra información de GC y la ética y conflictos de interés. Analizando el aumento en la divulgación de información en cada dimensión de GC, los resultados ponen de manifiesto que la composición y desempeño del CA ha experimentado el mayor incremento en Argentina (28%), seguida de Brasil (24%), México (10%) y Chile (6%). En relación a los derechos de los accionistas, Brasil presenta un aumento del 20%, seguido de Argentina (18%), Chile (11%) y México (9%); en tanto que la dimensión de ética y conflictos de interés muestra un incremento del 43% en Argentina, 25% en Brasil y 13% en Chile y México. En el análisis se observa que la divulgación de información relacionada con otra información de GC, presenta una diferencia positiva del 27% en Chile, 22% en Argentina, 20% en México y 19% en Brasil.

Figura 2.1. Índice de transparencia en GC a nivel país (2004)

País	Composición y desempeño del CA	Derechos de los accionistas	Ética y conflictos de interés	Otra información relacionada con el GC	ITGC
Argentina	30%	45%	34%	48%	39%
Brasil	45%	39%	52%	67%	48%
Chile	48%	50%	65%	60%	53%
México	69%	43%	81%	67%	66%
Promedio	48%	44%	58%	61%	52%

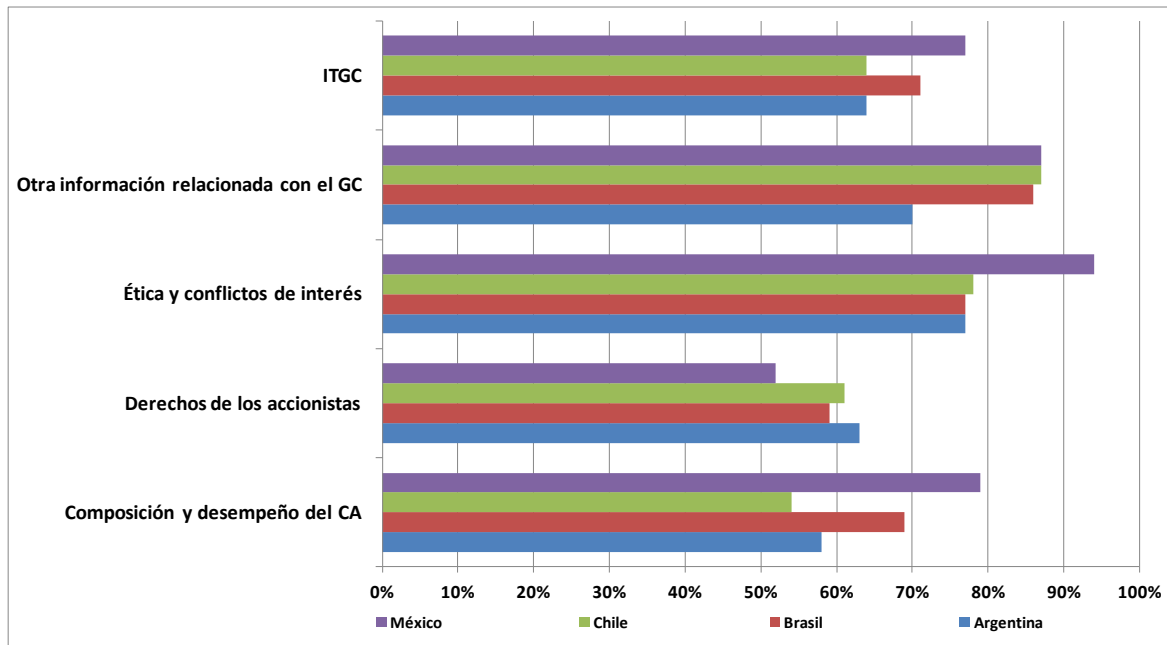


Fuente: Elaboración propia.

Si nos centramos en el término medio global obtenido por cada dimensión de GC, observamos que en el caso de países emergentes latinoamericanos, las dimensiones que obtienen una mayor puntuación durante el periodo 2004-2010 son las correspondientes a la ética y conflictos de interés (58% en 2004 vs 82% en 2010), otra información relacionada con el GC (61% en 2004 vs 83% en 2010), composición y desempeño del CA (48% en 2004 vs 65% en 2010) y derechos de los accionistas (44% en 2004 vs 59% en 2010).

Figura 2.2. Índice de transparencia en GC a nivel país (2010)

País	Composición y desempeño del CA	Derechos de los accionistas	Ética y conflictos de interés	Otra información relacionada con el GC	ITGC
Argentina	58%	63%	77%	70%	64%
Brasil	69%	59%	77%	86%	71%
Chile	54%	61%	78%	87%	64%
México	79%	52%	94%	87%	77%
Promedio	65%	59%	82%	83%	69%



Fuente: Elaboración propia.

2.4.2. Evolución del nivel de divulgación de información de GC en Latinoamérica por sector industrial

El término medio del nivel de transparencia en GC durante el periodo 2004-2010 a nivel sector industrial se muestra en la tabla 2.10. Se observa que el sector que obtiene un mayor índice de transparencia es el de energía (72%), seguido por el industrial (65%) y el de cuidado de la salud (65%). Siguiendo con el análisis, el sector de productos básicos de consumo obtiene un índice de 64%, el de bienes de consumo discrecional un 63%, mientras que algunas empresas incluidas en el sector financiero

alcanzan un 63%, el sector de servicios de telecomunicaciones un 62%, el de materiales un 61% y el de servicios públicos un 60%. Finalmente el sector que muestra el menor ITGC es el de tecnologías de información con un 49%. De acuerdo con Meek, Roberts y Gray (1995), podemos observar una variación de la transparencia en GC por sector industrial, existiendo una mayor sensibilidad de divulgación de información en aquellas empresas que invierten en mayor investigación y desarrollo que las de otros sectores, como es el caso del sector de tecnologías de información.

Tabla 2.10. Índice de transparencia en GC por sector industrial

ITGC	Sector industrial									
	Energía	Materiales	Industriales	Bienes de consumo discrecional	Productos básicos de consumo	Cuidado de la salud	Financieras	Tecnologías de información	Servicios de telecomunicaciones	Servicios públicos
Composición y desempeño del CA	0,71	0,57	0,62	0,62	0,64	0,77	0,63	0,41	0,57	0,56
Derechos de los accionistas	0,61	0,53	0,50	0,46	0,52	0,25	0,52	0,63	0,55	0,51
Ética y conflictos de interés	0,80	0,74	0,75	0,77	0,74	0,68	0,69	0,45	0,74	0,70
Otra información relacionada con el GC	0,81	0,70	0,81	0,73	0,73	0,71	0,75	0,67	0,74	0,71
ITGC global	0,72	0,61	0,65	0,63	0,64	0,65	0,63	0,49	0,62	0,60

Fuente: Elaboración propia.

La evolución de la divulgación de información en GC que han experimentado los diferentes sectores industriales se muestra en la tabla 2.11. Se observa que el sector de energía registra un ITGC de 78% en 2010 comparado con un 67% en 2004, seguido por el de productos básicos de consumo (72% en 2010 vs 53% en 2004), materiales (70% en 2010 vs 52% en 2004), cuidado de la salud (70% en 2010 vs 63% en 2007), financiero (70% en 2010 vs 52% en 2004) y de servicios públicos obtienen

un 70% (70% en 2010 vs 46% en 2004). El sector industrial obtiene un 69% en 2010 comparado con un 57% en 2004, en tanto que los sectores de bienes de consumo discrecional y el de servicios de telecomunicaciones alcanzan un 68% comparado con un 60% y 55% en 2004, respectivamente. Finalmente el sector de tecnologías de información obtiene un 65% en 2010, siendo éste sector el que más ha incrementado su transparencia en comparación con el año 2004 en que solo divulgaba el 21% de la información en GC.

Tabla 2.11. Análisis comparativo del ITGC a nivel sector industrial-año

Año	Sector industrial									
	Energía	Materiales	Industriales	Bienes de consumo discrecional	Productos básicos de consumo	Cuidado de la salud	Financieras	Tecnologías de información	Servicios de telecomunicaciones	Servicios públicos
2004	0,67	0,52	0,57	0,60	0,53	...	0,52	0,21	0,55	0,46
2005	0,70	0,53	0,58	0,57	0,55	...	0,57	0,28	0,56	0,51
2006	0,64	0,57	0,64	0,61	0,62	...	0,61	0,51	0,61	0,56
2007	0,73	0,62	0,66	0,62	0,64	0,63	0,63	0,56	0,63	0,61
2008	0,74	0,65	0,68	0,63	0,69	0,63	0,65	0,61	0,64	0,64
2009	0,76	0,68	0,67	0,66	0,71	0,65	0,68	0,63	0,66	0,67
2010	0,78	0,70	0,69	0,68	0,72	0,70	0,70	0,65	0,68	0,70

Fuente: Elaboración propia.

2.4.3. Evolución del nivel de divulgación de información de GC en Latinoamérica por dimensión de GC

La tabla 2.12 nos muestra la evolución del ITGC, particularmente para los ítems que componen la dimensión del CA. Se observa que para Argentina los elementos que más peso tienen en la divulgación de esta información, son la misión y funciones del CA para los años 2004, 2005, 2006, 2009 y 2010, mientras que en 2007 y 2008 es la independencia del CA. Por su parte, Brasil mantiene un mayor nivel de transparencia en aspectos relacionados con la misión y funciones del CA durante todo el periodo de análisis. En Chile, se da mayor importancia a la independencia del CA, al igual que en

México. La dimensión que obtiene un menor porcentaje en todos los países es la relacionada con los comités de apoyo, con excepción de México el cual registra un índice menor en la información relacionada con la misión y funciones del CA. En el caso de México, el CBG recomienda la integración de los comités de auditoría, compensación y evaluación, y el comité de finanzas y planeación; mientras que en Brasil se sugiere contar con los comités de compensaciones, finanzas, GC, consejo fiscal, auditoría y el family council. En Chile solo se ha fortalecido la creación del comité directivo. Finalmente en Argentina, se recomienda la integración de los comités de remuneraciones, nominaciones y gobierno y planeación y finanzas.

Tabla 2.12. Evolución del ITGC (Dimensión del CA)

País	ITGC	Año						
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Argentina	Misión y funciones del CA	0,31	0,44	0,44	0,50	0,50	0,65	0,70
	Independencia del CA	0,29	0,34	0,40	0,52	0,55	0,62	0,65
	Comités de apoyo	0,30	0,30	0,33	0,39	0,39	0,39	0,43
	Composición y desempeño del CA	0,30	0,34	0,38	0,47	0,49	0,55	0,58
Brasil	Misión y funciones del CA	0,48	0,51	0,64	0,66	0,70	0,69	0,73
	Independencia del CA	0,44	0,48	0,58	0,62	0,65	0,68	0,70
	Comités de apoyo	0,45	0,48	0,55	0,59	0,63	0,63	0,64
	Composición y desempeño del CA	0,45	0,49	0,58	0,61	0,65	0,66	0,69
Chile	Misión y funciones del CA	0,42	0,48	0,50	0,50	0,50	0,53	0,53
	Independencia del CA	0,51	0,51	0,54	0,55	0,56	0,57	0,58
	Comités de apoyo	0,45	0,44	0,45	0,45	0,45	0,46	0,45
	Composición y desempeño del CA	0,48	0,49	0,51	0,52	0,52	0,53	0,54
México	Misión y funciones del CA	0,48	0,48	0,48	0,50	0,50	0,50	0,52
	Independencia del CA	0,74	0,75	0,79	0,84	0,85	0,86	0,85
	Comités de apoyo	0,65	0,67	0,73	0,75	0,75	0,76	0,76
	Composición y	0,69	0,70	0,74	0,78	0,79	0,80	0,79

	desempeño del CA							

Fuente: Elaboración propia.

Con respecto a la dimensión de los derechos de los accionistas, la tabla 2.13 nos muestra la evolución que presentan los países bajo análisis. Los países que han incrementado la cantidad de información en este aspecto son Argentina (17%) y Brasil (20%); en tanto que Chile y México solo lo hacen en un 11% y 8% respectivamente. Los elementos del índice que muestran una mayor divulgación son los relacionados al proceso de voto de los accionistas, acuerdos adoptados e información sobre la convocatoria de la junta en los casos de Argentina y Brasil. En Chile los elementos que obtienen un mayor grado de transparencia son el proceso de voto de los accionistas, acuerdos adoptados, información sobre la convocatoria de la junta y texto de los acuerdos tomados en la junta. Finalmente en México, se observa una mayor adherencia en aspectos relacionados con el proceso de voto de los accionistas, información sobre la convocatoria de la junta y si la empresa cotiza en otros mercados.

Tabla 2.13. Evolución del ITGC (Derechos de los accionistas)

País	ITGC	Año						
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Argentina	Proceso de voto de los accionistas	0,88	0,88	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Estructura piramidal	0,00	0,13	0,11	0,20	0,30	0,30	0,30
	Acuerdos adoptados	0,75	0,75	0,78	0,80	0,90	0,90	0,90
	Información sobre la convocatoria de la junta	1,00	1,00	1,00	0,90	0,90	0,90	1,00
	Información sobre la orden del día	0,25	0,25	0,22	0,20	0,20	0,20	0,20
	Texto de todos los acuerdos	0,38	0,38	0,33	0,30	0,30	0,30	0,50
	Acuerdos para reducir la concentración de control	0,00	0,00	0,00	0,10	0,20	0,30	0,40
	Si la empresa cotiza en otros mercados	0,38	0,38	0,67	0,60	0,70	0,70	0,70
	Derechos de los accionistas	0,46	0,47	0,52	0,52	0,57	0,58	0,63
Brasil	Proceso de voto de los accionistas	0,83	0,87	0,90	0,94	0,92	0,89	0,91
	Estructura piramidal	0,17	0,15	0,14	0,13	0,17	0,16	0,16
	Acuerdos adoptados	0,54	0,59	0,67	0,73	0,81	0,84	0,91
	Información sobre la convocatoria de la junta	0,68	0,76	0,92	0,92	0,92	0,91	0,93
	Información sobre la orden del día	0,10	0,11	0,20	0,27	0,30	0,33	0,38

	Texto de todos los acuerdos	0,10	0,15	0,16	0,17	0,34	0,45	0,51
	Acuerdos para reducir la concentración de control	0,12	0,13	0,18	0,21	0,23	0,25	0,27
	Si la empresa cotiza en otros mercados	0,59	0,61	0,67	0,65	0,64	0,64	0,64
	Derechos de los accionistas	0,39	0,42	0,48	0,51	0,55	0,56	0,59
Chile	Proceso de voto de los accionistas	0,75	0,82	0,83	0,87	0,87	0,91	0,91
	Estructura piramidal	0,25	0,25	0,28	0,26	0,25	0,28	0,34
	Acuerdos adoptados	0,87	0,93	0,90	0,94	1,00	1,00	1,00
	Información sobre la convocatoria de la junta	0,67	0,64	0,66	0,74	0,81	0,88	0,88
	Información sobre la orden del día	0,08	0,07	0,14	0,13	0,13	0,13	0,13
	Texto de todos los acuerdos	0,83	0,86	0,86	0,87	0,91	0,94	0,97
	Acuerdos para reducir la concentración de control	0,08	0,11	0,14	0,13	0,13	0,13	0,16
	Si la empresa cotiza en otros mercados	0,46	0,39	0,38	0,39	0,41	0,44	0,47
	Derechos de los accionistas	0,50	0,51	0,52	0,54	0,57	0,59	0,61
México	Proceso de voto de los accionistas	0,96	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,94
	Estructura piramidal	0,32	0,28	0,34	0,43	0,43	0,48	0,45
	Acuerdos adoptados	0,39	0,34	0,41	0,43	0,47	0,52	0,55
	Información sobre la convocatoria de la junta	0,61	0,55	0,62	0,63	0,70	0,74	0,81
	Información sobre la orden del día	0,04	0,03	0,03	0,03	0,07	0,10	0,19
	Texto de todos los acuerdos	0,11	0,10	0,14	0,23	0,23	0,23	0,19
	Acuerdos para reducir la concentración de control	0,25	0,21	0,21	0,20	0,20	0,19	0,23
	Si la empresa cotiza en otros mercados	0,79	0,83	0,83	0,80	0,83	0,81	0,81
	Derechos de los accionistas	0,44	0,42	0,45	0,47	0,49	0,51	0,52

Fuente: Elaboración propia.

En la dimensión de ética y conflictos de interés, se observa que los elementos de ética y conflictos de interés, así como las transacciones entre accionistas significativos y la participación de los consejeros en CA de otras compañías son los aspectos más divulgados en el caso de Argentina y México. En Chile al igual que en Brasil existe una mayor tendencia a divulgar la situación legal de la empresa (por ejemplo si está libre de alguna multa o demanda), las operaciones de la sociedad con sus gestores, las transacciones con sus accionistas significativos y la composición de su accionariado.

Finalmente la dimensión de otra información relacionada con el GC, hace referencia a los siguientes elementos: si la empresa ha adoptado las NIIFs, si la empresa divulga la información en inglés, si se cuenta con el servicio de una empresa auditora reconocida, si la empresa divulga su situación y desempeño financieros, las sanciones en contra de la gestión en caso de incumplimiento, si se divulgan las prácticas de GC y a otra información relacionada con el buen gobierno. El análisis muestra que en los países bajo estudio, se observa un incremento en el uso de las NIIFs, particularmente en los dos últimos años (2009 y 2010) en que éstas son de carácter obligatorio para las empresas cotizadas. Por otro lado, las dimensiones referidas a si la empresa divulga su información en inglés, México es el que obtiene un mayor índice, en tanto que Argentina alcanza una puntuación menor. La divulgación de la situación y el desempeño financieros de la empresa es una práctica común en todos los países analizados (100% de las empresas diseminan esta información durante el periodo analizado), mientras que la información relacionada con el GC se ha incrementado, particularmente entre los años 2007 y 2008. Con respecto a si las empresas contratan los servicios de una empresa auditora reconocida, la mayoría de las empresas bajo estudio lo hacen, no existiendo una variación en los años analizados. El aspecto relacionado a la divulgación de las sanciones en contra de la gestión en caso de incumplimiento, es baja en los países analizados, con excepción de Chile, que ha fortalecido su marco normativo en este aspecto.

CAPÍTULO 3

LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES FORMALES SOBRE EL NIVEL DE TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES FORMALES SOBRE EL NIVEL DE TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

El presente capítulo se enfoca a analizar la relación existente entre los factores institucionales formales y el nivel de transparencia en GC en países emergentes latinoamericanos, quienes han fortalecido en los últimos años sus CBG y normativa en materia de GC y transparencia, como respuesta a la integración global y a la presión por parte de las economías desarrolladas (Reed, 2002). Los países emergentes se caracterizan por contar con mercados de capitales débiles y poco desarrollados, incertidumbre económica, una débil protección al inversor, frecuentes intervenciones del Gobierno, pobre desempeño, altos niveles de concentración de la propiedad (Ahunwan, 2002; Gugler, Mueller y Burcin, 2003; Rabelo y Vasconcelos, 2002; Tsamenyi, Enninfu-Adu y Onumah, 2007), un sistema legal y judicial débiles, instituciones débiles y las capacidades del personal son limitadas (Mensah, 2002; Young et al., 2008).

Existe una amplia literatura que ha identificado una relación significativa entre los factores institucionales formales, como el sistema legal, el desarrollo económico y el sistema político, en la adopción de determinadas prácticas empresariales. Estos estudios se han enfocado en países desarrollados y de origen anglosajón, siendo escasos los realizados para los países emergentes, particularmente para el caso de Latinoamérica. En este sentido, se ha intentado explicar empíricamente la relación existente entre el sistema legal y los factores económicos (crecimiento económico, desarrollo de los mercados y gobierno de las empresas), y la adopción de determinadas prácticas corporativas, dentro de las cuales encontramos el nivel de transparencia corporativa, el desempeño empresarial y la estructura de gobierno. Sin embargo, son pocos los estudios que se han centrado en aspectos particulares de la transparencia corporativa, como el nivel de divulgación de información en GC de las empresas cotizadas.

Bajo este contexto, consideramos oportuno estudiar a los países emergentes latinoamericanos, dado que, como sostiene Rabelo y Vasconcelos (2002), existen diferencias entre los factores que dan origen a la necesidad del GC en países en desarrollo y aquéllos en países desarrollados. Por otro lado, existen diferencias estructurales tales como la concentración de la propiedad en manos del Gobierno, familias o empresas que han creado la necesidad de adoptar otros sistemas de GC. Asimismo, existen diferencias importantes entre los países emergentes de Europa Oriental y China, o entre el Medio Oriente, el norte de África o el sur de África (Euromoney, 2007; Fawzy, 2004). Finalmente, existe una tendencia hacia la convergencia nacional e internacional de las prácticas de buen gobierno recogidas en los CBG, aunque se muestran diferencias significativas en términos de las prácticas y contenido de la divulgación de información corporativa entre países (Bhuiyan y Biswas, 2007).

Al tenor de lo expuesto, y partiendo de los estudios realizados por Archambault y Archambault (1999) y Jaggi y Low (2000), nuestro estudio intenta identificar aquellos factores institucionales formales que están asociados significativamente a la variación en el nivel de transparencia en GC. Hemos de adoptar como dimensiones a nivel país, al sistema legal, el desarrollo económico medido a través de la tasa del crecimiento del PIB y el nivel de inflación, los cuales representan la fortaleza del sistema legal y económico en los países bajo estudio.

Nuestro estudio se centra en aquellas empresas de mayor cotización bursátil en las cuatro economías más importantes de Latinoamérica: Argentina, Brasil, Chile y México. En el capítulo 2 se puso de manifiesto que la transparencia en GC ha experimentado un aumento significativo en los últimos años, por lo que resulta de gran relevancia identificar los factores formales que han incidido en éste. Además, es de gran relevancia actual en el ámbito académico y empresarial, ya que a partir de las emisiones de los CBG y normativa de carácter internacional, las empresas se han visto en la necesidad de ser más transparentes y adherirse a las prácticas de gobernanza empresarial, siendo interesante la identificación de aquéllos factores, además del entorno legal, que inciden en un mayor o menor nivel de transparencia en GC. Extiende la literatura de transparencia corporativa y de GC en países emergentes, los

cuales se caracterizan por una alta concentración de la propiedad, CA no independientes y conflictos de interés entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Asimismo, se agregan al análisis dimensiones a nivel país como el sistema legal, el desarrollo económico y el nivel de inflación; así como variables de GC a nivel empresa, los cual nos permitirá realizar un análisis más exhaustivo y completo. Finalmente, hemos sustentado nuestros resultados empíricos adoptando la metodología de datos de panel, la cual nos permitirá separar el efecto individual de cada observación y el efecto tiempo, a diferencia de la mayor parte de los estudios en esta línea, que han utilizado el análisis de regresión múltiple con mínimos cuadrados ordinarios (OLS).

En el presente capítulo se muestra, en primer lugar, el marco teórico de referencia que sustenta nuestras hipótesis de estudio y se propone el modelo teórico. Posteriormente se describe la metodología de estudio y el tratamiento de los valores extremos (*outliers*) de las variables financieras. Se realiza el análisis descriptivo de la muestra de estudio y de las variables explicativas y, finalmente, se muestran los resultados obtenidos para el estudio empírico, considerando los posibles problemas inherentes a la multicolinealidad, heterocedasticidad, endogeneidad, entre otros.

3.1. MARCO TEÓRICO

El sistema nacional de un país se integra de un conjunto de instituciones que afectan a la gestión de las empresas. La libertad política, medida a través de los derechos políticos y la libertad civil, o el tipo de gobierno, como la democracia o la monarquía, tienen una influencia en el nivel de divulgación de información (Belkaoui, 1983). Asimismo, la libertad económica está asociada al desarrollo económico y, por tanto, al nivel de transparencia corporativa (Salter, 1998). El sistema económico define las relaciones que existen entre la empresa y sus inversores, proveyendo de la estructura apropiada que cubre las necesidades de información demandadas por los diferentes grupos de interés. Chan y Cheung (2011) sostienen que factores macroeconómicos como la riqueza del país, medido a través del Producto Interno Bruto (PIB) per cápita o su tasa de crecimiento, inciden en el nivel de adopción y calidad de las prácticas de GC en los países. Factores macro, como la naturaleza de los

mercados de capitales, han sido asociados a los requerimientos de información de los inversores. En este sentido, Adhikari y Tondkar (1992) y Doupnik y Salter (1995) sostienen que el nivel de transparencia corporativa incrementa con el tamaño de los mercados de capitales. Otro factor que ha sido atribuido a la regulación contable y, por tanto, al nivel de transparencia corporativa es la prensa. Los periódicos constituyen una fuente importante de información tanto para la sociedad como para las propias empresas.

A pesar de que la literatura previa ha asociado diversos factores al nivel de transparencia corporativa, el que más ha atraído la atención es el sistema legal de un país. La reforma legal es el principal vehículo en manos de los encargados de las políticas para inducir de forma pacífica el cambio social. Salter y Doupnik (1992) clasifican al sistema legal de los países en dos grandes bloques. Por un lado, el sistema común, y por otro, el sistema civil, los cuales inciden en las prácticas contables adoptadas por las empresas. El sistema común se caracteriza por dar solución a casos específicos, mientras que el civil se enfoca al desarrollo de leyes codificadas. El sistema común crea un entorno de GC orientado al accionista, en donde el requerimiento del nivel de divulgación de información para cubrir las necesidades específicas de los inversores es mayor (Ball, Kothari y Robin, 2000). Bajo esta línea, los países bajo la influencia del sistema legal común obtienen índices mayores de transparencia que aquéllos que pertenecen a los países de ley común (Doupnik y Salter, 1995; Jaggi y Low, 2000). Las teorías legal y financiera ponen de manifiesto que las instituciones legales explican las diferencias internacionales en el desarrollo financiero (Beck y Levine, 2005).

Por otro lado, desde una perspectiva económica, se pone de manifiesto la relevancia del sistema financiero en las prácticas de GC. En este sentido, las instituciones bancarias surgen como un mecanismo supervisor corporativo a través de su participación de deuda y capital en el mercado de control corporativo (Edwards y Fischer, 1994). El sistema financiero de un país tiene una influencia en la adopción de prácticas de divulgación de información. Zysman (1983) identifica tres tipos de sistemas financieros: a) el basado en el mercado de capitales, en donde los precios son fijados en el propio mercado y que es propio de países anglosajones como EE.UU.

y Reino Unido; b) sistema basado en el crédito gubernamental, en el cual los recursos son administrados por el gobierno, siendo representantes de este sistema Francia y Japón; y c) el sistema basado en el crédito de instituciones financieras, en el cual éstas y los bancos dominan el mercado; tal es el caso de Alemania. En el sistema basado en el mercado existe una mayor demanda por la divulgación de información, dado que los que proveen el capital no están involucrados en la administración y no tienen acceso privado a la información de la empresa (Jensen y Meckling, 1976; Beaver, 1989).

Nuestra variable dependiente es definida como el nivel de transparencia en GC (ITGC), mientras que las independientes son aquellas referidas a los factores institucionales formales (sistema legal, tasa de inflación, crecimiento del PIB y las dimensiones de GC) y las variables de control (financieras y características de la empresa). Partimos, en primer lugar, del análisis de la influencia que tienen los factores institucionales formales sobre el ITGC. Posteriormente estudiamos la incidencia de los factores institucionales informales sobre la transparencia en GC. Finalmente se agregan ambos modelos con el objetivo de identificar aquellas variables, formales e informales, que siguen siendo significativas en el modelo global.

3.1.1. Revisión de estudios previos

El objetivo de este estudio es identificar aquellos factores institucionales formales que inciden en el nivel de transparencia en GC de las empresas de mayor cotización bursátil en países emergentes latinoamericanos. Como parte de la información corporativa divulgada por la empresa, encontramos la relacionada con el buen gobierno, razón por la cual hemos de partir nuestro análisis con una revisión de aquellos estudios previos que han identificado a los factores institucionales formales que inciden tanto en el nivel de transparencia corporativa como en la de GC. De acuerdo con Rouf (2011), la decisión de proveer o no determinada información por parte de las empresas está sujeta a una serie de características como su tamaño, rentabilidad, tamaño e independencia de los miembros del CA, estructura del CA, el comité de auditoría y la estructura de su propiedad. Las dimensiones de GC, vistas desde el enfoque de la teoría de la agencia, son consideradas un factor clave que

incide en la decisión de divulgar información corporativa voluntaria (Samaha et al., 2012). En esta línea, encontramos los trabajos realizados por Ho y Wong (2001); Chau y Gray (2002); Haniffa y Cooke (2002); Eng y Mak (2003); Makhija y Patton (2004); Ajinkya, Bhojraj y Sengupta (2005); Arcay y Vazquez (2005); Barako, Hancock e Izan (2006); Cheng y Courtenay (2006); Lim, Matolcsy y Chow (2007); entre otros; quienes han asociado a factores formales, como el sistema legal y las características de GC, con la divulgación de información corporativa en las memorias anuales. La mayor parte de la literatura se ha centrado sólo en estudiar el efecto individual del atributo de GC sobre el nivel de transparencia, principalmente en países desarrollados.

Particularmente para el caso del nivel de transparencia en GC, los estudios realizados son escasos. Berglöf y Pajuste (2005) ponen de manifiesto que para los países de Europa Oriental existen diferencias significativas en el nivel de divulgación de información, siendo el entorno legal uno de los factores con mayor impacto, así como otras características corporativas como el tamaño de la empresa, el nivel de endeudamiento, el ratio de valor de mercado a valor en libros y la concentración de la propiedad. Por su parte, Bujaki y McConomy (2002) sostienen que los consejeros independientes son más propensos a divulgar información sobre GC; en tanto que Vander Bauwhede y Willekens (2008) asocian a la estructura de la propiedad con el nivel de transparencia en GC en una muestra de empresas europeas. Para el caso de las economías emergentes encontramos el realizado por Akhtaruddin et al. (2009), quienes no encuentran relación alguna entre las dimensiones de GC y su nivel de transparencia en el caso de Malasia. Por su parte, Al-Moataz y Hussainey (forthcoming) ponen en evidencia que la independencia del CA y el tamaño del comité de auditoría son incentivos relevantes al momento de divulgar información sobre el buen gobierno en empresas de Arabia Saudita. En esta misma línea, Samaha (2010) pone en evidencia que la independencia del CA afecta de forma significativa el nivel de divulgación en GC; mientras que Samaha y Dahawy (2011) identifican que la composición y tamaño del CA, la dualidad COB-CEO, la propiedad en manos de los ejecutivos, la propiedad en manos de blockholders y la existencia del comité de auditoría son factores determinantes en la transparencia de GC.

En el caso particular de Latinoamérica, no hemos identificado estudios similares al nuestro. Los trabajos realizados hacen referencia al entorno regulatorio de estos países. Así, el estudio realizado por Stolper (2007) estudia las reformas realizadas en Latinoamérica de forma general, mientras que Franck (2007) lo hace particularmente para el caso de México. Por otro lado, encontramos los estudios realizados por Chong, Guillén y Lopez-de-Silanes (2009) y Chong y López-de-Silanes (2006), quienes ponen en evidencia a través de la construcción de un índice de GC, que las empresas mejor gobernadas en México tienen una mayor valuación, mejor desempeño y mayor distribución de dividendos. Para el caso de Brasil se encuentran resultados similares en lo que respecta al valor de mercado de la empresa y desempeño operativo (Braga-Alves y Shastri, 2011; Leal y Carvalho-da-Silva, 2005).

3.2. HIPÓTESIS DE ESTUDIO

3.2.1. Sistema legal

Existen diferencias significativas entre países en cuanto a la importancia y desarrollo de los mercados de capitales, en la capacidad de la empresa para acceder a la financiación externa y en la estructura de propiedad sostenida por las compañías (Stulz y Williamson, 2003). Es a partir de los trabajos seminales de La Porta et al. (1998 y 2000) cuando se muestra que el elemento común de estas diferencias es el grado en el cual los inversores son protegidos de la expropiación del equipo gerencial y accionistas mayoritarios. En este sentido, Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1998) encuentran que el sistema legal afecta directamente al nivel de asimetría de la información entre inversores y accionistas. Por su parte, Dixit (2003) y Anderson y Bandiera (2001) sugieren que, en ausencia de un sistema judicial robusto para el cumplimiento de contratos, existirán acuerdos alternativos basados en la relación y mecanismos privados de aplicación. Bajo este contexto, el sistema legal ha sido considerado la institución social más relevante en la actividad empresarial (La Porta et al., 1996; Jaggi y Low, 2000).

Es extensa la literatura que se ha centrado en analizar cómo el sistema legal da forma a las diferentes dimensiones de GC y cómo éste puede explicar las diferencias en los sistemas de GC adoptados. Generalmente, los países se distinguen unos de otros por el nivel de fortaleza en su sistema de derechos de los accionistas (La Porta et al., 1998). Esto tiene su origen en la literatura relacionada con el origen legal (ley civil vs ley común). La principal hipótesis de este estudio es que la pobre protección del inversor conduce a una alta concentración de la propiedad, debido a que los blockholders necesitan sostener un mayor número de acciones para asegurar el control sobre la gestión. En esta línea, Gray (1988) sugiere que el sistema legal tiene una influencia en el desarrollo de los sistemas contables (principios, prácticas y divulgación de información financiera); en tanto que Meek y Saudagaran (1990) sostienen que distintos sistemas legales tienen un impacto en la formulación de las reglas contables. En este sentido, en el sistema de ley civil se establecen unos requerimientos mínimos, mientras que en el sistema de ley común se fijan ciertas limitaciones y juicios profesionales. Asimismo, Salter y Doupnik (1992) ponen de manifiesto que el sistema legal explica las diferencias en el desarrollo de los sistemas contables. Por su parte, Klapper y Love (2004) encuentran que en países con un fuerte sistema legal, las empresas generalmente obtienen altos índices de GC, mientras que Doidge, Karolyi y Stulz (2007) sostienen que las propias características de los países explican la variabilidad en las prácticas de GC.

Partiendo de la premisa de que el origen del sistema legal (común vs civil) tiene una incidencia en el desarrollo de la propiedad corporativa, estructura de capital y los mercados de capital (La Porta y López-de-Silanes, 1998; La Porta et al., 1996), estudios previos sostienen que una fuerte protección legal proporciona a los acreedores una mayor protección en los países de ley común, lo cual genera una mayor capacidad de endeudamiento y, por tanto, la utilización de una mayor financiación de la deuda. De acuerdo con Jaggi y Low (2000), el sistema legal puede incidir directamente o indirectamente en la transparencia de la información financiera, ya sea a través de la emisión de leyes o a través de la protección legal de los derechos de los inversores y acreedores. En este sentido, una propiedad dispersa y un alto nivel de deuda en los países de ley común supone una fuerte demanda de las empresas para conocer en detalle los informes financieros. La gerencia de aquellas empresas

con una propiedad dispersa estará más inclinada a realizar una mayor divulgación de información para satisfacer las necesidades de información de los distintos grupos de inversores, permitiendo a los tenedores de deuda vigilar el cumplimiento de los convenios de deuda.

El sistema legal se ha operacionalizado a través de distintas dimensiones como el origen legal, la eficiencia del sistema judicial y el grado de protección de los inversores. Los trabajos realizados por La Porta et al. (1998, 2002 y 2006) han propuesto índices que miden la fortaleza de la aplicación de la ley con respecto a la protección de los inversores y acreedores, siendo adoptados en diversos estudios. Por un lado, el *anti-director rights index* que se basa en seis derechos legales específicos para los accionistas. Por otro lado, el índice de los derechos de los acreedores el cual indica el número de derechos reconocidos en la ley. En esta misma línea, el origen legal ha sido ampliamente utilizado para buscar los determinantes en las diferencias de GC. La literatura previa sugiere una relación positiva entre el nivel de divulgación en GC y la fortaleza del sistema legal/judicial, siendo más alta en países con un régimen de ley común y una alta eficiencia judicial (Bushman, Piotroski y Smith, 2004). Estudios adicionales han encontrado que en países con un sistema débil, como es el caso de Latinoamérica, la demanda de la transparencia corporativa es mayor, existiendo una variación entre países (Bhat, Hope y Kang, 2006; Leuz, Nanda y Wysocki, 2003).

Por su parte, Hermalin y Weisbach (2007) sostienen que las reformas legales que buscan un incremento en el nivel de transparencia pueden llevar a una reducción de la rentabilidad de la empresa, incrementar la compensación ejecutiva y la rotación del CEO. Otro factor que ha cobrado relevancia en la literatura comparativa internacional sobre GC es el debate entre la efectividad de las leyes suaves vs las leyes duras, en donde ésta última se hace cumplir por el Estado a diferencia de las primeras que se apoyan en la adopción de códigos voluntarios. Aguilera y Cuervo-Cazurra (2004) muestran que la proliferación de los CBG (en oposición a la ley dura) se explica por la dificultad que tienen los países para aprobar leyes duras, así como la necesidad de incrementar rápidamente la eficiencia en los mercados de capitales y atraer el ahorro interno y la inversión extranjera.

De acuerdo con Leuz, Nanda y Wysocki (2003), la aplicación de la ley se puede medir a través de tres variables: a) la eficiencia del sistema judicial, b) la evaluación del estado de derecho, y c) el índice de corrupción. En esta línea, Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2003) integran una serie de indicadores de gobernabilidad a partir de indicadores propuestos por diferentes instituciones internacionales, bases de datos y empresas consultoras. Este indicador integra las dimensiones de calidad regulatoria, el estado de derecho y el control de la corrupción. Por su parte, el Índice Mundial de Gobierno (WGI), publicado por el Banco Mundial, recoge las tradiciones e instituciones a través de las cuales la autoridad de un país es aplicada, incluyendo el proceso a través del cual el gobierno es elegido y controlado, su capacidad para formular e implementar efectivamente las políticas y la interacción entre las instituciones económicas y sociales. Bajo este contexto, hemos adoptado este índice (WGI) en nuestro estudio para medir el grado de aplicación de la ley en cada uno de los países analizados.

El índice se construye a partir de cuatro fuentes de información: proveedores de información comercial de negocios, encuestas realizadas a las empresas y hogares, organizaciones no gubernamentales e información del sector público. El índice global se integra por cientos de variables y explica los márgenes de error de estimación para cada país. Un mayor valor del WGI corresponde a países mejor gobernados (Mundial, 2010). De acuerdo con Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2010), la presencia de márgenes de error implica que el WGI pueda ser utilizado para realizar comparaciones entre países y en el tiempo. El índice se integra de seis dimensiones de gobierno para 213 economías durante el periodo 1996-2010. A continuación se explica brevemente cada dimensión recogida en el WGI.

Voz y rendición de cuentas: Captura las percepciones del grado en el cual los ciudadanos de un país participan en la selección del gobierno, libertad de expresión, libertad de asociación y libertad de prensa.

Estabilidad política y ausencia de violencia: Mide la percepción de la probabilidad de la inestabilidad en el gobierno, así como la violencia doméstica y el terrorismo.

Efectividad del gobierno: Captura las percepciones de la calidad de los servicios públicos y civiles, así como el grado de independencia de las presiones políticas, la calidad de la formulación e implementación de las políticas y la credibilidad en el gobierno público.

Calidad regulatoria: Se refiere a las percepciones de la capacidad del gobierno para formular e implementar las políticas y normativa que promueven el desarrollo del sector privado.

Estado de derecho: Se enfoca a las percepciones del grado en el cual los agentes tienen confianza, y en particular la calidad en la ejecución de contratos, derechos de propiedad, la policía y los tribunales, así como la probabilidad de crimen y violencia.

Control de la corrupción: Captura las percepciones del grado en el cual el poder público es ejercido para generar beneficios privados, incluye tanto pequeños como niveles a gran escala de corrupción, así como el control del Estado por minorías selectas e intereses privados.

Al tenor de lo expuesto, planteamos la siguiente hipótesis de estudio:

H1: *Existe una relación positiva entre el WGI y el nivel de divulgación de información en GC en las empresas de mayor cotización bursátil de Latinoamérica.*

3.2.2. Desarrollo económico (PIB)

El desarrollo económico y el nivel de riqueza de los países están asociados a la estructura de GC de las empresas (Chan y Cheung, 2011). Estos resultados son sustentados por el modelo teórico propuesto por Doidge, Karolyi y Stulz (2007), quienes afirman que el desarrollo económico es un factor relevante en la evolución de los sistemas de GC. Se pone de manifiesto una relación positiva entre la calidad de las

prácticas de GC y el crecimiento y productividad de la economía (Nicolo, Laeven y Ueda, 2008). El sistema económico afecta la forma de interacción entre la empresa y sus stakeholders, teniendo una influencia en las necesidades de información de estos grupos de usuarios (Archambault y Archambault, 2003). Berry (1987) y Nobes (1983) han identificado dos grupos de países con diferente orientación económica. Por un lado, aquellos países con una orientación macroeconómica, y por otro, las economías que se centran en aspectos microeconómicos. El primer enfoque está subordinado a la política económica nacional, mientras que el segundo muestra una mayor preocupación por el desarrollo de empresas, y es independiente del gobierno. Douprnik y Salter (1993) sostienen que los países con un enfoque microeconómico tienen mayores niveles de divulgación que aquellos con una visión macroeconómica. Del mismo modo, en una economía más desarrollada, las empresas requieren de una mayor financiación, lo cual incrementa la demanda hacia una mayor transparencia. En este contexto, Salter (1998) y Adhikari y Tondkar (1992) sostienen que el nivel de divulgación de información corporativa es mayor en países desarrollados que en aquellos que están en vías de desarrollo.

Para medir el desarrollo económico o el nivel de riqueza de un país, encontramos que los estudios realizados por Hope et al. (2008) y Chan y Cheung (2011), adoptan el logaritmo natural del PIB per cápita, aunque la tasa de crecimiento del PIB también representa las condiciones macroeconómicas del desarrollo económico. En nuestro estudio adoptamos la tasa de crecimiento anual del PIB para cada uno de los países bajo estudio¹, proponiendo la siguiente hipótesis:

H2: Existe una relación positiva entre la tasa de crecimiento del PIB y el nivel de transparencia en GC para las empresas de mayor cotización bursátil en países emergentes latinoamericanos.

¹ La tasa de crecimiento del PIB ha sido extraída para el periodo 2004-2010 del Banco Mundial. <http://api.worldbank.org/datafiles/NY.GDP.MKTP.KD.ZG> Indicator MetaData es EXCEL.xls

3.2.3. Nivel de inflación

El nivel de inflación en un país es un factor relevante en el entorno económico, y por tanto, tiene un impacto significativo en las prácticas contables adoptadas por la empresa (Meek y Saudagaran, 1990). Una alta tasa de inflación podría generar una fuerte distorsión en los estados financieros históricos. En este contexto, las empresas que operan en países con altas tasas de inflación son más propensas a utilizar la contabilidad del nivel de precios, lo cual incrementa el volumen de información a disposición de los inversores (Archambault y Archambault, 1999). Lo anterior nos sugiere que los sistemas económico y contable de un país están interrelacionados, razón por la cual el nivel de inflación tendrá un efecto sobre el sistema económico de un país, particularmente sobre el tratamiento contable de las unidades monetarias que tendrían que ser usadas, lo que a su vez incide en el nivel de transparencia corporativa. Del mismo modo, Douppnik y Salter (1993) ponen de manifiesto una asociación positiva entre el nivel de inflación y la divulgación de información en países con una orientación macroeconómica. En base a los estudios mencionados, proponemos la siguiente hipótesis:

***H3:** Existe una relación positiva entre la tasa de inflación y el nivel de transparencia en GC de las empresas de mayor cotización bursátil en países emergentes latinoamericanos.*

3.2.4. Dimensiones de gobierno corporativo

Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, las dimensiones de GC constituyen un factor clave al explicar las decisiones de divulgación de información en GC. Si bien es cierto que una amplia literatura se ha enfocado a analizar la influencia de las dimensiones de GC sobre la divulgación de información voluntaria y obligatoria, es escasa la que se centra particularmente en la transparencia sobre GC. De acuerdo con Leftwich, Watts y Zimmerman (1981) y Jensen y Meckling (1976), y siguiendo el enfoque de la teoría de la agencia, el nivel de transparencia voluntaria aumenta para

aquellas empresas con mejores prácticas de GC, asegurando la actuación equitativa de los gerentes hacia los accionistas. El trabajo realizado por Allegrini y Greco (2011) pone de manifiesto una relación existente entre determinadas características de GC y la divulgación de información voluntaria, para el caso de empresas cotizadas en Italia, las cuales se caracterizan por una alta concentración accionarial.

Entre los estudios que han asociado a los atributos de GC con el nivel de divulgación de información financiera, encontramos los realizados por Adhikari y Tondkar (1992), Zarzeski (1996) y Salter (1998), quienes encuentran como variables significativas a la concentración de la propiedad corporativa, la estructura de capital y los mercados de capital. Entre las dimensiones más asociadas con el nivel de transparencia podemos referirnos a la estructura de la propiedad (Craswell y Taylor 1992; Mckinnon y Dalimunthe 1993; Hossain, Lin y Adams, 1994; Raffournier, 1995); la proporción de consejeros independientes (Forker, 1992; Malone, Fries y Jones, 1993); el nombramiento de un director no ejecutivo como presidente del consejo y la existencia de un comité de auditoría (Forker, 1992). Ho y Wong (2001) identifican cuatro atributos del buen gobierno que inciden en el nivel de transparencia: proporción de consejeros independientes, la existencia del comité de auditoría, la dualidad COB-CEO y la proporción de miembros familiares en el CA. Tsamenyi, Enninful-Adu y Onumah (2007) y Mangena y Taurigana (2007) sostienen que la concentración de la propiedad, la independencia del CA, el tamaño de la empresa y la existencia del comité de auditoría tienen una influencia significativa en el nivel de transparencia corporativa.

3.2.4.1. Consejo de Administración

Samaha et al. (2012) y Hannifa y Cooke (2002) sostienen que el CA es el principal responsable de la divulgación de información recogida en las memorias anuales. De acuerdo con Fama (1980) y Hermalin y Weisbach (2003), el CA es el mecanismo principal de control interno que garantiza el rendimiento empresarial y una gestión gerencial eficiente. Es un mecanismo endógeno diseñado para mitigar los problemas de agencia. Bajo el concepto que proponen Schellenger y Wood (2001), el CA es la primera línea de defensa contra la gestión incompetente. De acuerdo con

Clarke y Clegg (2000) y Huse (2007), además de las funciones relacionadas con el establecimiento de objetivos organizacionales, metas de desempeño, rendición de cuentas a los stakeholders y el cumplimiento con los estatutos legales, el CA juega un papel central en la creación de valor y el establecimiento de las normas éticas de conducta corporativa. Por otro lado, el CA selecciona y nombra al director general de la empresa y toma las decisiones sobre la identidad global de la sociedad y su posición en el mercado, incluyendo por ejemplo, su estilo de relación con los empleados, la responsabilidad social corporativa, su ética del medio ambiente y sus intereses filantrópicos (Casey, Skibnes y Pringle, 2011).

Aunque no existe un consenso en relación a lo que constituye un buen consejo, Donnelly y Mulcahy (2008) consideran que la independencia del consejo y la presencia de un presidente no ejecutivo son aspectos cruciales. Del mismo modo, Geneen (1984) sostiene que los CA dominados por internos o por el CEO no constituyen una dimensión de control efectiva del desempeño de la gestión. Siguiendo por una parte el trabajo realizado por Donnelly y Mulcahy (2008), partiremos de la premisa referida a que los accionistas estarán mejor representados con un CA independiente de la gerencia, siendo las variables que representan esta condición: 1) la proporción de miembros independientes en el CA, y 2) la presencia de un presidente en el CA no ejecutivo o externo. En esta línea, Samaha (2010) sugiere que las dimensiones del CA relacionadas al nivel de transparencia son el tamaño, su composición y la dualidad COB-CEO.

a) Tamaño

Un aspecto relevante a ser considerado es el tamaño del CA, el cual tiene una influencia en el nivel de divulgación de la empresa. Así, Gandía (2008) sostiene que el CA deberá estar integrado por un número razonable de consejeros, siendo el tamaño óptimo del CA el que incide en su buen funcionamiento y capacidad supervisora. Desde el enfoque de la teoría de la agencia, los CA más grandes desempeñan un papel crucial en las actividades de supervisión del CA y en el proceso estratégico de toma de decisiones. En este sentido, en un CA con un mayor número de consejeros,

existe menos probabilidad de que éste sea controlado por la gestión (Hussainey y Wang, 2010), incrementándose la diversidad y experiencia del mismo, lo cual tiene una incidencia en el nivel de divulgación de información financiera (Yermack, 1996; Laksmana, 2008).

Son diversos los estudios que sostienen una relación positiva entre el tamaño del CA y el nivel de transparencia corporativa en las memorias anuales y sitios web de la empresa (Barako, Hancock e Izan, 2006; Laksmana, 2008; Hussainey y Al-Najjar, 2011). Otros estudios ponen de manifiesto que un mayor número de consejeros afecta negativamente la eficacia del CA sobre el control de la gestión, dado que los consejeros estarán menos motivados para participar en la toma de decisiones estratégica, lo cual podría verse reflejado en una menor divulgación de información corporativa (Goodstein, Gautman y Boeker, 1994; Yermack, 1996; Eisenberg, Sundgren y Wells, 1998; Andres, Azofra y Lopez, 2005 y Mak y Kusnadi, 2005). En esta línea, Cai, Keasey y Short (2006) sostienen que los CA pequeños han ganado popularidad con respecto a los grandes, dado que éstos generan mayores costes y burocracia, lo que lleva a disminuir la transparencia corporativa. Por otro lado, la complejidad del control de la gestión y de la veracidad de la información exigen un mayor número de consejeros con la experiencia y diversidad necesarias para realizar sus funciones, lo cual genera un aumento en la transparencia corporativa (Gallego, García y Rodríguez, 2009). Estudios adicionales no encuentran relación alguna entre ambas variables (Lakhal, 2005; Willekens et al., 2005).

En relación a la transparencia en GC, Gandía (2008), Kent y Steward (2008), Willekens et al. (2005) y Ezat y El-Masry (2008), encuentran un efecto positivo entre el tamaño del consejo y la divulgación de información en GC. Otros autores como Karamanou y Vafeas (2005) y Cheng y Courtenay (2006) demuestran la ausencia de una relación. Esta variable ha sido medida como el logaritmo del número total de consejeros en el CA (Pham, Suchard y Zein, 2011). Bajo este escenario proponemos la siguiente hipótesis de estudio:

H4: *El tamaño del CA influye positivamente en el nivel de transparencia de GC en las empresas de mayor cotización bursátil de economías emergentes latinoamericanas.*

b) Composición

Fama y Jensen (1983) reconocieron que la composición del CA es una dimensión relevante de control en la estructura de gobierno de una empresa. En esta línea, Patelli y Prencipe (2007) afirman que la composición del CA es uno de los principales mecanismos que mitiga el conflicto de agencia, y sostienen que los miembros independientes son necesarios en el CA para controlar las acciones de la gerencia. El CA se integra por consejeros que pertenecen a la alta dirección y consejeros externos o no ejecutivos. De acuerdo con Donnelly y Mulcahy (2008), los consejeros externos están en una mejor posición para supervisar a la gestión, dado que no forman parte del equipo gerencial de la empresa. Asimismo, tienen un incentivo adicional para vigilar y facilitar el control de los accionistas, debido a que su propia reputación en el mercado laboral depende de su desempeño corporativo (Fama y Jensen, 1983; Harrison y Harrell, 1993). La presencia de los consejeros externos reduce los conflictos de interés entre los proveedores de capital y los gestores de la empresa (Brennan, 2006; Ingley y Van der Walt, 2004; Rhoades, Rechner y Sundaramurthy, 2001). Es un mecanismo que controla las acciones de los gestores y asegura la consecución de los objetivos de los accionistas, lo cual incide en un incremento de la calidad y cantidad de información divulgada (Fama y Jensen, 1983; Agrawal y Knoeber, 1996). La independencia del CA es un principio fundamental propuesto por la OCDE: *“el CA deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, la supervisión efectiva de la gestión y ser responsable ante la empresa y sus accionistas.”*

Los consejeros internos generalmente pertenecen al grupo familiar o directivo de la empresa, mientras que los consejeros externos sólo pertenecen al CA, no teniendo ningún otro tipo de vínculo financiero o personal con la gestión de la empresa, además de sus honorarios y acciones, lo cual no compromete el ejercicio de su

independencia (Rouf, 2011; Cai, Keasey y Short, 2006). Un consejero independiente deberá cumplir con dos características que le permitan cumplir con la función de supervisión: 1) su independencia; y 2) su reputación en el mercado laboral (Cadbury, 1992; Fama y Jensen, 1983). La presencia de miembros independientes en el CA representa un medio de control que mejora la efectividad de éste, y su función se enfoca a la realización de tareas que involucren serios problemas de agencia entre los consejeros internos y los accionistas, tales como el establecimiento de los planes de compensación para los ejecutivos o el nombramiento de los miembros del equipo gerencial (Lim, Matolcsy y Chow, 2007; Haniffa y Cooke, 2002; Barako, Hancock e Izan, 2006; Simon y Kar, 2001; Eng y Mak, 2003; entre otros).

El impacto que tiene la independencia del CA en la divulgación de información corporativa ha sido ampliamente estudiado. De acuerdo con Rouf (2011), los consejeros independientes son más efectivos en la maximización del valor para los accionistas, y por tanto, pueden contribuir con un mayor conocimiento y experiencia. Y aunque los resultados previos no son claros en la dirección en que la independencia del CA incide en la transparencia de información corporativa, Cheng y Courtenay (2006) ponen en evidencia una relación positiva y significativa entre ambas variables para el caso Singapur; al igual que Chen y Jaggi (2000) en Hong Kong, Arcay y Vazquez (2005) en España, y Lim, Matolcsy y Chow (2007) en Australia. Estos resultados son confirmados en los estudios realizados por Aktaruddin et al. (2009), Karamanou y Vafeas (2005), Ajinkya, Bhojraj y Sengupta (2005); Willekens et al. (2005), Leung y Horwitz, 2004, Kent y Steward (2008), Leftwich, Watts y Zimmerman (1981), Williamson (1984), Forker (1992), Abdelsalam y Street (2007), Gupta, Nair y Gogula (2003), entre otros.

Otros estudios, especialmente los realizados para países en desarrollo, no encuentran una relación significativa entre el nivel de divulgación de información voluntaria y la independencia del CA (Ghazali y Weetman, 2006; Ho y Wong, 2001; Haniffa y Cooke, 2002), esto debido a los vínculos existentes entre los consejeros independientes y la empresa, lo cual compromete su independencia en estos países (Tengamnuay y Stapleton, 2009).

Finalmente, los estudios realizados por Eng y Mak (2003), Forker (1992), Haniffa y Cooke (2005), Gul y Leung (2004) y Barako, Hancock e Izan (2006), sostienen una relación negativa entre el nivel de transparencia en información voluntaria y la independencia del CA. Particularmente en la divulgación de información sobre GC, Al-Moataz y Hussainey (forthcoming) ponen en evidencia una asociación negativa entre ambas variables para el caso de empresas de Arabia Saudita, mientras que Ezat y El-Masry (2008) y Samaha y Dahawy (2010 y 2011) sostienen una relación positiva. En nuestro estudio, hemos clasificado como consejeros no independientes a aquéllos que han sido empleados de la empresa, si tienen contratos de negocios con ésta o si están relacionados familiarmente con los ejecutivos de la compañía. La independencia del CA se mide como la proporción de consejeros externos con respecto al total de miembros en el CA (Pham, Suchard y Zein, 2011; Eng y Mak, 2003; Donnelly y Mulcahy, 2008; Shamser y Annuar, 1993). Al tenor de lo expuesto, y tomando en cuenta que la mayor parte de la literatura ha encontrado una asociación positiva, la hipótesis que nos planteamos es la siguiente.

H5: *Existe una relación positiva entre la proporción de consejeros independientes y el ITGC de las empresas de mayor cotización bursátil en Latinoamérica.*

3.2.4.2. Dualidad COB-CEO

La dualidad COB-CEO hace referencia a la situación en que la misma persona ocupa ambas posiciones en una empresa. Los representantes de los accionistas y los reguladores han defendido que la separación de ambos cargos ayuda a mantener la imparcialidad, reducir los costes de agencia y mejorar el rendimiento de la empresa. Desde el punto de vista de la teoría de la agencia, la eficacia y eficiencia del CA pueden verse comprometidas si ambas posiciones son sostenidas por la misma persona (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Blackburn, 1994). De acuerdo con Haniffa y Cooke (2002), la separación entre ambas posiciones ayuda a mejorar la calidad de la supervisión y a reducir las ventajas obtenidas por la retención de información, mejorando la calidad en la divulgación de información corporativa. Bajo

esta premisa, la concentración de poder de ambas posiciones está asociada a erosionar la independencia del CA y a reducir la divulgación y calidad de la información corporativa (Brickley, Coles y Terry, 1994; Worrell, Nemec y Davidson, 1997; Simon y Wong, 2001; Forker, 1992).

Del mismo modo, Jaggi y Low (2006) sugieren que la efectividad del CA puede verse afectada cuando el CEO tiene el control sobre las reuniones del CA, la selección de los elementos del orden del día y sobre los consejeros. Gandía (2008) sostiene que la dualidad COB-CEO va en detrimento de la empresa, mientras que la separación de éstas conduce a un aumento en la eficacia del CA, una mayor disposición del COB como asesor del director general y al logro de una mayor independencia entre el CA y la gestión empresarial (Fama y Jensen, 1983; Baysinger y Hoskisson, 1990; Blackburn, 1994). En contraste, la ventaja potencial de tener una sola persona ocupando ambas posiciones es que ésta puede poseer un mayor entendimiento y conocimiento del entorno operativo de la empresa. Asimismo, cuando ambas posiciones son ocupadas por la misma persona, el CEO puede ser capaz de dar forma a la empresa, alcanzando los objetivos organizacionales y con una menor interferencia. De acuerdo a la teoría del *stewardship*, la cual sostiene que los directivos actúan a favor de los intereses de los accionistas, la dualidad COB-CEO favorece la efectividad del CA (Eisenhardt, 1989; Dahya, Lonie y Power, 1996; Donaldson y Davis, 1991; Rechner y Dalton, 1991).

Desde el punto de vista normativo, los CBG sugieren una separación entre ambas responsabilidades (Weir, Laing y McKnight, 2002). Sin embargo, la mayor parte de la literatura sostiene que la separación de ambas funciones puede tener importantes consecuencias económicas para la empresa. De acuerdo con Forker (1992), la separación de ambas posiciones ayudan a mejorar la calidad de la supervisión, reduciendo las ventajas generadas por la retención de información.

A pesar de que los resultados previos no son concluyentes, la mayor parte de los estudios han encontrado una asociación negativa entre la dualidad del COB-CEO y la divulgación de información voluntaria (Lakhal, 2005; Laksmana, 2008; Haniffa y Cooke, 2002; Eng y Mak, 2003; Gul y Leung, 2004; Ezat y El-Masry, 2008); mientras que otros estudios no encuentran relación alguna (Arcay y Vazquez, 2005; Cheng y

Courtenay, 2006; Ghazali y Weetman, 2006; Ho y Wong, 2001). En nuestro estudio la dualidad COB-CEO es una variable dicotómica que toma el valor de 1 si la dualidad existe en la empresa, y 0 en caso contrario (Samaha et al., 2012). Al tenor de lo expuesto, la hipótesis propuesta es la siguiente:

H6: *Existe una relación negativa entre la dualidad COB-CEO y el nivel de transparencia en GC para aquellas de mayor cotización bursátil en Latinoamérica.*

3.2.4.3. Participación femenina en el Consejo

En los últimos años, el tema de la diversidad de género en los negocios ha recibido atención en el mundo académico y la prensa. Particularmente en la mayoría de los países de la OCDE, los esfuerzos por extender las oportunidades para las mujeres en el mercado laboral y para establecer la igualdad de género en el lugar de trabajo han sido parte de los objetivos de política en décadas recientes (Casey, Skibnes y Pringle, 2011). Bajo este escenario, son diversos los estudios que están a favor de la presencia de un mayor número de mujeres en los CA (Carver, 2002; Cassell, 2000; Huse, 2005; Singh, Vinnicombe y Terjesen, 2006), aunque en muchos casos las mujeres que se desempeñan como miembros del CA siguen siendo figuras simbólicas (Daily y Dalton, 2003; Singh, Vinnicombe y Johnson, 2001; Terjesen, Sealy y Singh, 2009). La composición de género del CA ha incrementado la atención de los stakeholders, siendo uno de los indicadores más utilizados en la literatura de GC. De acuerdo con Torchia, Calabró y Huse (2011), las mujeres difieren en distintos aspectos en comparación con los hombres. Algunos autores sostienen que las mujeres pueden añadir puntos de vistas únicos, experiencias y estilos de trabajo con respecto a sus homólogos masculinos (Daily y Dalton, 2003). Por otro lado, las mujeres poseen una mayor sabiduría y diligencia que muchos de los consejeros masculinos (Huse y Solberg, 2006); mientras que son capaces también de crear un buen ambiente en las reuniones del CA, representando la diversidad, los valores y problemas de las mujeres (Selby, 2000).

Entre las variables que han sido asociadas a la presencia de la mujer en los CA, encontramos el desempeño financiero de la empresa (Francoeur, Labelle y Sinclair-Desgagne, 2008; Adams y Ferreira, 2004; Bilimoria y Piderit, 1994; Daily, Trevis y Dalton, 1999; Farrell y Hersch, 2001); el nivel de innovación (Miller y Triana, 2009; Torchia, Calabró y Huse, 2011); y el nivel de divulgación de información (Gul, Srinidhi y Ng, 2011). Y aunque los resultados son inconclusos, Carter, Simkins y Simpson (2003) sostienen que el porcentaje de mujeres en el CA está positivamente relacionado con el valor de la empresa; mientras que Erhardt, Werbel y Shrader (2003) encuentran una relación significativa y positiva entre el porcentaje de mujeres en el CA y las medidas de desempeño contables. Por su parte, Farrell y Hersch (2005) ponen en evidencia que una mayor diversidad en el CA mejora el desempeño de la empresa.

De acuerdo con Gul, Srinidhi y Ng (2011) la diversidad de género en el CA, podría mejorar la calidad de los debates en el CA e incrementar la capacidad de éste en la supervisión del proceso de divulgación de información corporativa diseminada por la empresa en sus memorias anuales. En este sentido, son diversos los estudios que sugieren que la diversidad de género en el CA está asociada a una mayor calidad de las deliberaciones del CA (Stephenson, 2004; Huse y Solberg, 2006; McNerney-Lacombe, Bilimoria y Salipante, 2008), así como a una comunicación más efectiva del CA (Joy, 2008), lo cual facilita una mayor diseminación de información hacia los inversores. En esta misma línea, la literatura actual llega a la conclusión de que la participación femenina en el CA proporciona un mayor control sobre las acciones e informes emitidos por la gestión (Hillman, Shropshire y Cannella, 2009) a través de una mayor asistencia en las reuniones realizadas por el CA, la participación en posiciones de control de los comités de auditoría, nombramientos y de GC, lo cual incrementa la exigencia hacia aquellas gestiones con un pobre desempeño.

Desde una perspectiva cultural, y siguiendo la clasificación de Hofstede (2001), los resultados son opuestos. La masculinidad se refiere a una preferencia por el logro, el heroísmo, la asertividad y el éxito material; mientras que la feminidad tiene una preferencia por las relaciones, modestia, debilidad y calidad de vida (Gray, 1988). En este contexto, existe una diferencia en el trato entre hombres y mujeres en las sociedades con una alta masculinidad y con una orientación hacia el ego (Hofstede,

2001). La gente tiende a ser difícil en esas sociedades y a los hombres se les alienta a ser asertivos y ambiciosos, mientras que las mujeres suelen enfocarse a los sentimientos. De acuerdo con Hofstede (2005), las sociedades enfocadas a la masculinidad hacen hincapié en los retos, beneficios, reconocimiento y el avance. En esta línea, algunos estudios sostienen que en consejos con alta masculinidad existe una mayor divulgación de información (Jaggi y Low, 2000; Hope, 2003); mientras que Gray y Vint (1995) no encuentran relación alguna.

Para capturar el efecto de la diversidad de género, se han utilizado diversas medidas y métodos, tales como el porcentaje de participación de las mujeres en el CA, el número de mujeres en el CA o como variable dummy que toma el valor de 1 si existen mujeres en el CA (Gul, Srinidhi y Ng, 2011). En nuestro estudio adoptaremos el ratio de mujeres que participan en los CA. Bajo lo antes expuesto nos hemos planteado la siguiente hipótesis:

***H7:** El índice de feminidad en el CA incide positivamente en el nivel de transparencia en GC de las empresas con mayor cotización bursátil en Latinoamérica.*

3.2.4.4. Estructura de la propiedad

La literatura previa sugiere que el control accionarial desempeña también una función de supervisión en la actuación gerencial. Bajo el enfoque de la teoría de la agencia, el principal busca mecanismos que mitiguen la expropiación por parte de la gerencia (Shleifer y Vishny, 1997). Un factor importante que da forma al sistema de GC es la estructura de la propiedad, la cual se define como el grado de concentración que determina la distribución de poder y control corporativo, o bien como la proporción de acciones con derecho a voto que son de propiedad directa o indirecta de los familiares de los altos directivos o del CA (Owusu-Ansah, 1998). El grado de concentración de la propiedad determina la distribución del poder sobre el control corporativo (Shan y McIver, 2011, Aoki, 1995). De acuerdo con McKinnon y Dalimunthe (1993), cuando la estructura de propiedad es difusa, existe la necesidad de fortalecer el control (y

consecuentemente un mayor nivel de divulgación de información corporativa) para mantener la equidad de acceso a los accionistas minoritarios. Este supuesto es sustentado por la teoría de la agencia la cual sugiere que las empresas divulgarán más información cuando la estructura de propiedad es difusa, reduciendo a su vez los costes de agencia (Schipper, 1981). Los costes de agencia tienden a ser altos para las empresas con una propiedad dispersa, de tal forma que existe una mayor presión por parte de los accionistas de tales empresas por una mayor divulgación de información.

En este sentido, Haniffa y Cooke (2002) sostienen que la estructura de la propiedad determina el nivel de transparencia corporativa, particularmente en aquellas empresas con una gran dispersión de su propiedad, en donde el equipo gerencial generará mayor información como una señal de su actuación en beneficio de los intereses del principal; mientras que en estructuras de propiedad muy concentradas los niveles de divulgación de información son más bajos. Por otro lado, la concentración de la propiedad puede reducir la libertad de los ejecutivos en la toma de decisiones estratégicas y de riesgos, lo cual puede conducir a una gestión más eficiente. De acuerdo con Donnelly y Mulcahy (2008), la gestión divulgará una mayor información para reducir los costes de control por parte de los accionistas, y esta transparencia se verá incrementada con la participación en la propiedad de accionistas externos. Por otro lado, una alta concentración de propiedad, es señal de un bajo nivel de protección de los accionistas minoritarios y una causa del bajo grado de desarrollo del mercado de capitales (Lefort y González, 2008). El sistema legal de un país condiciona la calidad de la protección del inversor, y por tanto el grado de concentración de la propiedad (La Porta et al., 1998). Bajo este enfoque, en los países latinoamericanos se ha buscado fortalecer el entorno regulatorio del GC para incrementar la protección del inversor y disminuir la concentración accionarial.

La incidencia que tiene la estructura de la propiedad sobre las prácticas de divulgación de información corporativa ha sido ampliamente estudiada. Así, Chau y Gray (2002) encuentran una relación negativa entre la concentración de propiedad familiar y el nivel de divulgación de información, al igual que los resultados obtenidos por Ho y Wong (2001), Hossain, Lin y Adams (1994), Haniffa y Cooke (2002), Barako, Hancock e Izan (2006), Vander Bauwhede y Willekens (2008), Gandía (2008), Makhija

y Patton (2004), entre otros. Eng y Mak (2003) sostienen que la divulgación de información voluntaria es un sustituto del control externo y está negativamente relacionada con la concentración gerencial. En empresas con grandes accionistas o una alta concentración de propiedad, la transparencia en la información será menor, dado que la información puede ser transferida directamente a través de los canales informales, o simplemente porque existe una mayor alineación de intereses, lo cual reduce la necesidad de un mejor gobierno sobre los accionistas minoritarios. Por otro lado, Eng y Mak (2003) y Haniffa y Cooke (2002) no encuentran relación alguna entre ambas variables.

La literatura ha propuesto distintas dimensiones para medir a la concentración de la propiedad, como la proporción de acciones sostenidas por el CEO y el equipo directivo, las acciones sostenidas por los blockholders y por el número de accionistas (Samaha et al., 2012). En nuestro estudio, la concentración de la propiedad se calcula como la proporción de acciones sostenidas por los 10 principales accionistas o blockholders (Shan y McIver, 2011). Al tenor de lo expuesto, planteamos la siguiente hipótesis:

H8: Existe una asociación negativa entre la concentración accionarial y el ITGC en las empresas de mayor cotización bursátil en Latinoamérica.

3.2.4.5. Comité de auditoría

El CA generalmente delega responsabilidades trascendentes al comité de auditoría. Este comité se encarga de garantizar la integridad de la información financiera, lo cual a su vez permite la divulgación de información veraz y oportuna a todos los grupos de interés de la empresa (Willekens et al., 2005; Wallace y Naser, 1995). Históricamente los comités de auditoría surgieron como un mecanismo de supervisión voluntario con el objetivo de mejorar el flujo de información entre el principal y el agente (Bradbury, 1990; Collier, 1997; Rouf, 2011). Es a partir de las décadas de los 80 y 90 cuando se observa un crecimiento sustancial en la creación de los comités de auditoría en las empresas, como una respuesta a los escándalos

financieros, recibiendo aún más atención en los últimos años (Mangena y Tauringana, 2008). Fama y Jensen (1980) sostienen que el comité de auditoría constituye un mecanismo importante de control interno que garantiza la calidad de la contabilidad financiera y los sistemas de control (Collier, 1993).

La investigación empírica previa pone en evidencia una asociación positiva entre la existencia del comité de auditoría y las prácticas de divulgación de información corporativa (Ho y Wong, 2001; McMullen y Raghunandan, 1996; Forker, 1992). En esta misma línea, Barako, Hancock e Izan (2006) ponen de manifiesto que la presencia del comité de auditoría incide de forma positiva en el nivel de transparencia corporativa en el caso de empresas cotizadas en Kenya. Por su parte, Samaha y Dehawy (2010 y 2011) sostienen que la existencia del comité de auditoría afecta el nivel de divulgación de información corporativa voluntaria; en tanto que Samaha (2010) no encuentra una asociación significativa. En nuestro estudio, esta variable toma el valor de 1 si el comité existe en la empresa bajo estudio y 0 en caso contrario. En este sentido nos planteamos la siguiente hipótesis.

H9: El nivel de transparencia en GC es mayor para aquellas empresas que cuentan con un comité de auditoría.

3.2.5. Variables de control

La literatura financiera previa sugiere que son distintos los atributos corporativos que inciden en el grado de divulgación de información corporativa (Weir, Laing y McKnight, 2002; Eng y Mak, 2003; Ahmed y Nicholls, 1994; Wallace y Naser, 1995). El trabajo pionero desarrollado por Cerf (1961) sostiene que las diferencias significativas en el nivel de divulgación de información está en función de una variedad de factores corporativos como el tamaño de la empresa, el número de accionistas y la rentabilidad. Las variables de control se refieren generalmente a las características propias de la empresa. En esta línea, Berglöf y Pajuste (2005) sostienen que el nivel de transparencia corporativa variará sustancialmente, de acuerdo al país en que cotiza la empresa, el tamaño de la empresa, el nivel de endeudamiento, mayores ratios de valor

de mercado a valor a libros y una alta concentración de la propiedad. De forma similar Black, Jang y Kim (2006) encuentran que el tamaño de la empresa, su nivel de riesgo y su rentabilidad explican significativamente los índices de calidad en GC. Por su parte, Raffournier (1995) pone de manifiesto que el tamaño e internacionalización de la empresa juegan un papel importante en las políticas de divulgación de la empresa. Empresas de mayor tamaño y más diversificadas tienden a divulgar más información que aquellas empresas pequeñas y en mercados domésticos. Ramsay y Hoad (1997) sostienen que el grado y calidad de la información divulgada es mayor para las empresas grandes en el caso de Australia, mientras que Gupta, Nair y Gogula (2003) ponen en evidencia que el tamaño de la empresa y la cotización de la empresa en otros países, determinan un mayor nivel de transparencia en GC para el caso de empresas cotizadas en la India.

Por otro lado, se han identificado los mismos factores para el nivel de transparencia corporativa en Internet. Entre éstos encontramos el tamaño de la empresa (Ashbaugh, Johnstone y Warfield, 1999; Craven y Marston, 1999; Pirchegger y Wagenhofer, 1999; Ettredge, Richardson y Scholz, 2002; Oyelere, Laswad y Fisher, 2003; Marston y Polei, 2004; Bonsón y Escobar, 2002 y 2004); el sector industrial (Oyelere, 2003; Bonsón y Escobar, 2002 y 2004; Olea de Cárdenas, 2004; Xiao, Yang y Chow, 2004); la rentabilidad (Khanna, Palepu y Srinivasan, 2004) y el nivel de endeudamiento (Xiao, Yang y Chow, 2004).

La literatura previa coincide en afirmar que el tamaño de la empresa tiene una incidencia positiva en el nivel de divulgación de información voluntaria, dada que a más tamaño de la empresa, existirá una mayor proyección hacia los mercados internacionales (Chow y Wong-Boren, 1987; Bradbury, 1992; Malone, Fries y Jones, 1993; Kanto y Schadewitz, 1997). Otros factores identificados son el grado de liquidez (Chow y Wong-Boren, 1987; Jensen y Meckling, 1976); la rentabilidad de la empresa (Cooke, 1989), el sector industrial (Watts y Zimmerman, 1986); la estructura de capital (Doupnik y Salter, 1995) o la composición accionarial (La Porta et al., 1998). Por su parte, Black, Jang y Kim (2006) sostienen que algunos factores específicos de las empresas como su tamaño, riesgo y rentabilidad, explican significativamente el nivel de adopción de prácticas de GC en empresas coreanas. Owusu-Ansah (1998) pone en

evidencia que el tamaño de la empresa, la calidad del auditor externo, la estructura de la propiedad, el sector industrial, la edad de la empresa, su presencia internacional, la rentabilidad y la liquidez, son factores que inciden en el nivel de divulgación de información obligatoria.

Al tenor de lo expuesto, observamos que la decisión de divulgar o no información está relacionada a variables como el tamaño y edad de la empresa, la rentabilidad, el tipo de estrategia utilizada, sector industrial, la cotización en mercados internacionales, el nivel de endeudamiento o la estructura de gobierno (Rouf, 2011; Singhvi y Desai, 1971; Chow y Wong-Boren, 1987; Meek, Roberts y Gray, 1995; Hanley, Kumar y Seguin, 1993; Welker, 1995; Brockman y Chung, 2003; Hedge y McDermott, 2004). Estudios más recientes han asociado a los atributos mencionados con el nivel de divulgación de información voluntaria de las empresas: Aktaruddin et al. (2009) en Malasia; Hossain y Hammami (2009) en Qatar; Ho (2001) en Hong Kong; Barako (2007) en Kenya; Chau y Gray (2002) en Hong Kong y Singapore; Lim, Matolcsy y Chow (2007) en Australia; Myburgh (2001) en Sudáfrica; Hong-xia, Zong-jun y Xiao-lan (2008) en China; Bradbury (1992) en Nueva Zelanda; Hossain, Perera y Rahman (1995) en Nueva Zelanda; Hossain, Ferguson, Lam y Lee (2002) en Hong Kong; Hossain y Reaz (2007) en la India; Alsaheed (2006) en Arabia Saudita; Naser et al. (2006) en Qatar y Al- Shammari (2008) en Kuwait.

Centrándonos en aquellos estudios que identifican los factores que inciden sobre el nivel de divulgación en GC, encontramos el realizado por Holder-Webb et al. (2008), quienes demuestran que la variabilidad en la presentación y nivel de divulgación de información en GC depende de distintos factores como la normativa y el tamaño de la empresa, en el caso de empresas en EE.UU. El citado estudio pone de manifiesto que las empresas grandes divulgan mayor información relacionada con la independencia y selección de los consejeros, actividades del comité de auditoría y sus sistemas de control. Por su parte, Samaha et al. (2012), proponen como variables de control el nivel de endeudamiento, el tamaño de la empresa, la rentabilidad y el sector industrial. A continuación se describe el signo esperado para cada una de las variables de control.

a) Endeudamiento (LEV): De acuerdo con Watts y Zimmerman (1986), el nivel de endeudamiento de una empresa es una aproximación a los costes de agencia entre la compañía y sus tenedores de deuda. Las empresas con mayores niveles de deuda están generalmente bajo un escrutinio más estricto por parte de los acreedores, teniendo mayores incentivos para divulgar más información sobre su gestión (Giner et al., 2003; Xiao, Yang y Chow, 2004; Prencipe, 2004; Alvarez, 2007; Jaggi y Low, 2000; Willekens et al., 2005; Meek, Roberts y Gray, 1995; Raffournier, 1995; Wallace y Naser, 1995; Ho y Wong, 2001; Camfferman y Cooke, 2002; Chau y Gray 2002; Ferguson, Lam y Lee, 2002; Chow y Wong-Boren, 1987; Ahmed y Nicholls, 1994; Hossain, Lin y Adams, 1994; Malone, Fries y Jones, 1993). Otros estudios, como los realizados por Giner (1997), Oyelere, Laswad y Fisher, 2003; y Gul y Leung (2004), no encuentran relación alguna. Mientras que Eng y Mak (2003) encuentran una asociación negativa. Se espera, por tanto, una relación positiva entre el nivel de endeudamiento de la empresa (deuda a largo plazo/total de activos) y el ITGC en las empresas de mayor cotización bursátil en Latinoamérica (Samaha et al., 2012).

b) Edad de la empresa (Yquoted): La edad de la empresa puede incidir en el nivel de transparencia corporativa, ya que representa la etapa de desarrollo y crecimiento de la misma (Owusu-Ansah, 1998). Bajo esta premisa, las empresas jóvenes tienden a divulgar menos información en comparación con las maduras por tres razones: 1) una mayor transparencia puede afectar su ventaja competitiva si revelan información relacionada con gastos de capital, investigación y desarrollo de productos; 2) el costo y la facilidad de procesamiento y diseminación de la información es mayor; y 3) carecen de un historial de información, lo cual disminuye el nivel de transparencia. La edad de la empresa suele ser asociado por otros estudios con el número de años que la empresa tiene cotizando en el mercado de valores, la cual hace referencia a la asimetría de información entre inversores y accionistas mayoritarios (Gandía, 2008; Helwege y Liang 1996; Petersen y Rajan 1994). En este sentido, la asimetría de información se relaciona negativamente con la edad de la empresa, por lo cual las empresas nuevas tienen mayores incentivos para combatir el escepticismo y aumentar la confianza de los inversores (Haniffa y Cooke, 2002). En nuestro estudio esperamos encontrar una relación negativa entre

la edad de la empresa (número de años desde su fundación) y el nivel de transparencia en GC (Hossain y Hammami, 2009).

c) Tamaño de la empresa (Lnta): La mayoría de los estudios han encontrado que el tamaño de la empresa incide en el nivel de divulgación de información corporativa (Meek, Roberts y Gray, 1995; Williams, 1999; Ho y Wong, 2001; Eng y Mak, 2003; Rouf, 2011; Ahmed y Nicholls, 1994; Wallace y Naser, 1995; Adams, Hill y Roberts, 1998; Barako, Hancock e Izan, 2006; Brammer y Pavelin, 2006; Alsaeed, 2005). Las empresas de mayor tamaño presentan ciertas características que las diferencian de las pequeñas. Tal es el caso de una diversidad mayor de productos, redes de distribución más complejas y una mayor necesidad de financiación en los mercados de capital (Wallace y Naser, 1995; Gallego, García y Rodríguez, 2009). De acuerdo con Giner (1997) el objetivo que persigue la empresa al divulgar información al exterior es el de obtener financiación a un coste menor. Por su parte, desde el enfoque de la teoría de la agencia, los conflictos de interés y costes de agencia incrementan con el tamaño de la empresa, por lo que surge la necesidad de utilizar la divulgación de información como medio para reducir tales costes y la asimetría de información en el mercado (Jensen y Meckling, 1976).

Desde la perspectiva de la teoría coste-beneficio, la divulgación de información detallada es menos costosa para las grandes empresas que para las pequeñas, dado que éstas pueden verse afectadas competitivamente (Aripin, Tower y Taylor, 2008; Watson, Shrivies y Marston, 2002; Da-Silva y Christensen, 2004; Wallace, Naser y Mora, 1994; Ho, 2001; Gandía, 2008; Healy y Palepu, 1995). En tanto que la teoría de las señales sostiene que las empresas grandes están más vigiladas por el gobierno y las autoridades regulatorias, lo que obliga a las empresas a incrementar la transparencia para disminuir las presiones del gobierno (Lev y Penman, 1990; Buzby, 1975; Watts y Zimmerman, 1978; Firth, 1979). La teoría del coste de capital afirma que las empresas grandes tienen una necesidad mayor de financiación externa en comparación con las pequeñas. Un aumento en la divulgación de información incrementa la confianza del inversor y la liquidez, lo que disminuye el coste del capital (Singhvi y Desai, 1971; Choi, 1973). En este sentido, las grandes empresas son más visibles en el mercado y en la sociedad, lo cual

conduce a una mayor cobertura por parte los analistas y una mayor sensibilidad a la imagen pública, lo que genera la necesidad de una mayor demanda de información y una presión hacia la empresa para incrementar su divulgación de información (Chan y Cheung, 2011).

De acuerdo con Jaggi y Low (2000), las empresas grandes, en comparación con las pequeñas, están motivadas a divulgar más información por contar con un mayor número de accionistas y stakeholders que requieren de información más amplia y detallada (Cooke, 1991). La evidencia empírica ha demostrado que el tamaño de la empresa es una variable significativa y positiva en el nivel de divulgación de información voluntaria (Chow y Wong-Boren, 1987; Craven y Marston, 1999; Pirchegger y Wagenhofer, 1999; Gul y Leung, 2004; Ajinkya, Bhojraj y Sengupta, 2005; Arcay y Vázquez, 2005; Cheng y Courtenay, 2006; Bassett, Koh y Tutticci, 2007; Cooke, 1989, 1991, 1992; Raffournier, 1995; Depoers, 2000; Bonsón y Escobar, 2002, 2004 y 2006; Cormier, Magnan y Van Velthoven, 2005; Debreceny, Gray y Rahman, 2002; Ettredge, Richardson y Scholz, 2002; Bollen, Hassink y Bozic, 2006). Otros estudios no encuentran una asociación significativa (Aljifri, 2008; Dulacha, 2007; Hossain, Islam y Andrew, 2006).

Esta variable es utilizada como una aproximación de los costes de propiedad y de producción y generalmente se mide en términos del total de activos o la capitalización de mercado (Collet y Hrasky, 2005). La distribución del tamaño de la empresa es sesgada y para mitigar este problema hemos de utilizar el logaritmo natural del total de los activos de la empresa, el cual ha sido adoptado en la literatura previa (Ammann, Oesch y Schmid, 2011; Lim, Matolcsy y Chow, 2007; Glaum y Street, 2003; Hossain y Hammima, 2009; Samaha et al., 2012). Esperamos encontrar una relación positiva entre el tamaño y el ITGC de la empresa.

d) Rentabilidad (ROA): La rentabilidad de la empresa ha sido identificada en estudios previos como un factor que incide en el nivel de información obligatoria recogida en los informes anuales (Cerf, 1961; Singhvi y Desai, 1971; Wallace y Naser, 1995; Inchausti, 1997). De acuerdo con Rouf (2011), los directivos divulgarán más información detallada para garantizar la continuidad de sus posiciones y

remuneración y como señal de confianza institucional. Inchausti (1997) sostiene que aquéllas empresas más rentables harán un mayor uso de la información para obtener ventajas competitivas, mientras que aquellas empresas con bajo desempeño podrían ser menos transparentes. Por su parte, Watts y Zimmerman (1986) sugieren que las empresas más rentables son más vulnerables a la intervención reguladora, por lo que muestran más interés en divulgar información más detallada en sus memorias anuales para justificar su desempeño financiero y reducir los costes políticos. Inchausti (1997) sugiere que tomando como referencia la teoría de las señales, la gestión divulgará mayor información ante la presencia de buenas noticias.

Aunque no existe un consenso sobre la dirección existente entre la rentabilidad de la empresa y la divulgación de información corporativa, estudios previos muestran una relación positiva (Cerf, 1961; Singhvi y Desai, 1971; Dye, 1985; Verrecchia, 1990; Darrough y Stoughton, 1990; Kahl y Belkaoui, 1981; Wallace, 1987; Wallace, Naser y Mora, 1994; Wallace y Naser, 1995; Raffournier, 1995; Inchausti, 1997; Hossain, 2001; Apostolos y Konstantinos, 2009; Haniffa y Cooke, 2002; Leventis y Weetman, 2004; Karim, 1996; Meek, Roberts y Gray, 1995; Owusu-Ansah, 1998; Gompers, Ishii y Metrick, 2003; Bauer, Gunster y Otten, 2004; Core, Guay y Rusticus, 2006; Hossain y Hammami, 2009). Por su parte Larrán y Giner (2002); Oyelere, Laswad y Fisher (2003); Giner et al. (2003); Marston y Polei (2004); Prencipe (2004), Lang y Lundholm (1993) y Wallace, Naser y Mora (1994) no encuentran una evidencia significativa y clara.

Como variable relativa a la rentabilidad, hemos calculado la rentabilidad de los activos (ROA). Es una variable continua que se mide como el cociente obtenido entre la ganancia neta y los activos totales de la empresa al final de cada año de estudio (Erhardt, Werbel y Shrader, 2003; Collet y Hrasky, 2005; Gallego, García y Rodríguez, 2009). En este sentido esperamos un signo positivo entre el ITGC y la rentabilidad de la empresa.

e) Sector industrial (Ind): El sector industrial es otra de las variables que con frecuencia ha sido utilizada para explicar la cantidad de información

suministrada por las empresas (Meek, Roberts y Gray, 1995; Carson, 1996; Williams, 1999; Eng y Mak, 2003). Las empresas que operan en un mismo sector, divulgarán información similar en el mercado, pues en caso contrario pueden ser malas señales para los inversores (Watts y Zimmerman, 1986). Por su parte, aquellas empresas que se encuentran en sectores más visibles políticamente tendrán mayores incentivos para divulgar información voluntaria, con el fin de minimizar los costes políticos (Collet y Hrasky, 2005; Oyelere, Laswad y Fisher, 2003). Por su parte, Owusu-Ansah (1998) pone de manifiesto que determinados sectores industriales están sujetos a una regulación más estricta, debido a su contribución total de las exportaciones del país al ingreso nacional, lo cual genera diferencias significativas en el nivel de divulgación de información obligatoria. De acuerdo con Willekens et al. (2005), existe una diferencia significativa entre las operaciones realizadas entre las instituciones financieras (bancos, inmobiliarias y holdings) y las empresas manufactureras y comerciales. Por su parte Collet y Hrasky (2005), clasifican a las empresas en dos grupos de sectores industriales. Por un lado aquellas compañías que pertenecen al sector de recursos industriales (metales, petróleo y gas, recursos diversificados) como industrias políticamente sensibles, y aquellas que se integran en otros sectores. En tanto que Aljifri (2008) adoptan cuatro sectores industriales para explicar el nivel de transparencia corporativa (bancario, seguros, industrial y servicios). Entre los estudios que han encontrado una relación significativa entre el sector industrial y la divulgación de información voluntaria podemos citar a Gandía (2008), Roberts y Gray (1988), Wagenhoffer (1990), Cooke (1991), Bonsón y Escobar (2002, 2004, 2006), Ettredge, Richardson y Scholz (2001); Oyelere, Laswad y Fisher (2003), Gul y Leung (2004); Botosan (1997); Nagar, Nanda y Wysocki (2003); Meek, Roberts y Gray (1995). Así por ejemplo Cooke (1992) y Aljifri (2008), encuentran que las empresas manufactureras divulgan más información que otros sectores. Sin embargo, otros estudios, como los realizados por Wallace, Naser y Mora (1994), Larrán y Giner (2002) o Craven y Marston (1999), no muestran evidencia significativa entre el sector y la cantidad de información divulgada. En nuestro estudio adoptaremos la clasificación industrial propuesta por la Standard Industrial Classification (SIC), la cual realiza una agrupación de diez

sectores industriales (Lefort y Walker, 2005). La tabla 3.1 muestra un resumen de las hipótesis planteadas en este primer estudio, las cuales se centran en los factores formales que inciden en el ITGC.

Tabla 3.1. Hipótesis planteadas en el primer modelo (factores formales)

Hipótesis	Descripción	Signo esperado
H1	El sistema legal (WGI) incide en el nivel de transparencia en GC	+
H2	El nivel de inflación está asociada al nivel de divulgación de GC	+
H3	El crecimiento del PIB tiene una influencia sobre la transparencia en GC	+
H4	El tamaño del CA incide en el nivel de transparencia en GC	+
H5	La composición del CA influye en la divulgación de información sobre GC	+
H6	La dualidad COB-CEO tiene una incidencia en la transparencia en GC	-
H7	La participación femenina en el CA tiene una influencia en el ITGC	+
H8	La existencia del comité de auditoría incide en la divulgación sobre GC	+
H9	La concentración de la propiedad incide en la transparencia en GC	-
Control	Endeudamiento (+), edad de la empresa (-), tamaño de la empresa (+), rentabilidad (+), sector industrial, año de estudio	

Fuente: Elaboración propia.

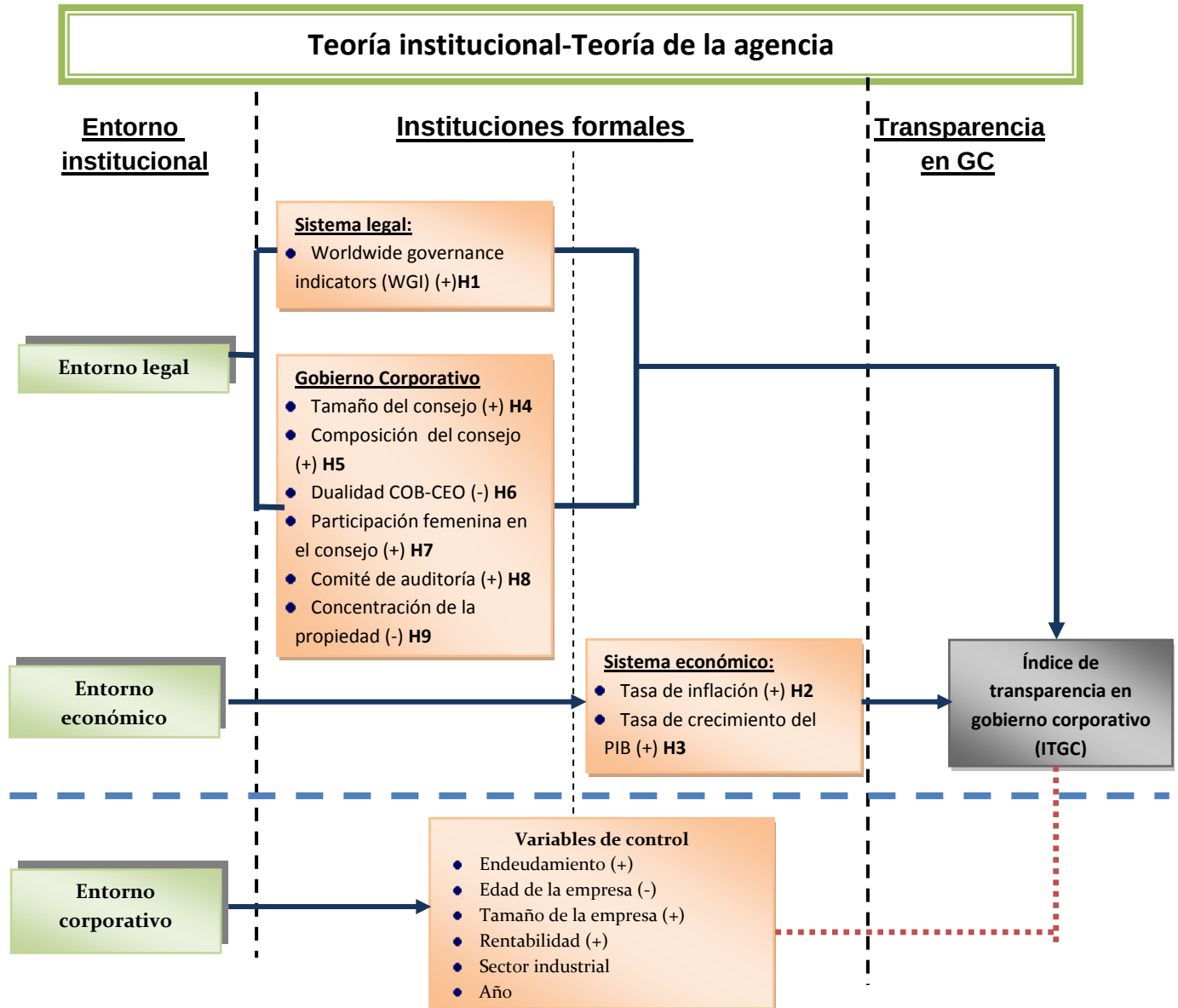
3.3. MODELO TEÓRICO PROPUESTO

A partir de las hipótesis propuestas en el apartado anterior, proponemos el siguiente modelo teórico (ver figura 3.1), el cual muestra las posibles relaciones entre los factores institucionales formales a nivel país (sistema legal, desarrollo económico y nivel de inflación) y a nivel empresa (dimensiones de GC) sobre el nivel de transparencia en GC. En línea con el estudio realizado por Archambault y Archambault (2003), nuestro modelo considera la influencia de los factores a nivel nacional (sistema legal y económico) y corporativos (GC y características de las empresas) sobre el nivel de divulgación de información en GC. Por su parte, también hemos tomado como referencia los trabajos desarrollados por Jaggi y Law (2000), Hope (2003), Vander Bauwhede y Willekens (2008) y Bushman, Piotroski y Smith (2004), quienes ponen de manifiesto que el sistema legal es un factor determinante en la decisión de divulgar información sobre GC en las empresas.

Por otro lado, son diversos los estudios que han asociado a los atributos de GC con el nivel de divulgación de información corporativa (Adhikari y Tondkar, 1992; Zarzeski, 1996; Salter, 1998; Ho y Wong, 2001; Berglöf y Pajuste, 2005; Tsamenyi, Enniful-Adu y Onumah, 2007); por lo que hemos de considerar en nuestro modelo la posible influencia de las dimensiones de GC.

Finalmente se incluyen las variables de control referidas generalmente a las propias características de las empresas, y que tienen una incidencia en la decisión de divulgar o no información corporativa (Samaha et al., 2012; Holder-Webb et al., 2008).

Figura 3.1. Modelo teórico: La incidencia de los factores institucionales formales sobre el nivel de transparencia en GC



Fuente: Elaboración propia basado en los estudios de Jaggi y Low (2000), Archambault y Archambault (2003), Hope (2003), Bauwhede y Willekens (2008), Ho y Wong (2001), Berglöf y Pajuste (2005) y Samaha et al. (2012).

3.4. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

3.4.1. Herramienta estadística adoptada en el estudio

Dada las características de nuestra base de datos y que nuestro análisis toma en cuenta las características individuales de la muestra de estudio y su evolución en el tiempo, la metodología a aplicar más adecuada es la de datos de panel. Cuando se dispone de un conjunto de unidades sociales o secciones cuyos valores se observan durante un periodo de tiempo, nos encontramos ante datos longitudinales de sección cruzada (pooled time series), también denominados datos de panel (Baltagi, 2006). Una base de datos longitudinal de sección cruzada es una matriz con tres dimensiones: unidades de análisis, variables y tiempo. El objetivo de los datos de panel es realizar un análisis dinámico que integra las dimensiones temporal y transversal de los datos longitudinales de sección cruzada, lo cual captura la variación a través de unidades sociales diferentes y a través del tiempo.

De acuerdo con Baltagi (2006), los modelos de datos de panel más utilizados en la literatura empírica son los de coeficientes constantes, los modelos de efectos fijos y los de efectos aleatorios. El mismo autor (2008) distingue entre paneles de datos micro y paneles macro, según su amplitud transversal y temporal. Los primeros hacen referencia a un número muy amplio de observaciones transversales (cientos o miles) y un número de periodos temporales reducidos (con un mínimo de dos años a un máximo de veinte años). En tanto que en los paneles macro el número de periodos de análisis es elevado (entre 20 y 60 años) y la información transversal es reducida. También se distingue entre los paneles de datos completos (balanced panels) y los incompletos (unbalanced panel), en donde los primeros recogen el mismo número de observaciones transversales para cada periodo temporal. Al tenor de lo expuesto, nuestro estudio es clasificado como un micro panel incompleto, dado que el periodo de análisis es reducido, mientras que no todas las empresas están presentes durante todo el periodo de análisis.

De acuerdo con Hsiao (2003), entre las principales ventajas que se obtienen al adoptar esta metodología podemos destacar las siguientes:

- 1) Controlar la heterogeneidad individual. Los datos de panel sostienen que los individuos, empresas, estados o países son heterogéneos. Los estudios de series de tiempo y sección cruzada no controlan esta heterogeneidad, existiendo el riesgo de obtener un sesgo en los resultados.
- 2) Los datos de panel proporcionan mayor información, mayor variabilidad, menos problemas de multicolinealidad entre las variables, mayores grados de libertad y mayor eficiencia. En este sentido, la variación de la información se puede descomponer en dos elementos: la variación entre individuos y el efecto a lo largo del tiempo, lo que permite la estimación de parámetros más confiables.
- 3) A diferencia de los datos de corte transversal, los datos de panel están en mejores condiciones para modelar los efectos dinámicos de ajuste. Las distribuciones de sección cruzada, que parecen ser relativamente estables, ocultan una multitud de cambios a lo largo del tiempo.
- 4) Los datos de panel permiten construir y comprobar modelos de comportamiento más complejos que el simple análisis de sección cruzada o series de tiempo.
- 5) Los datos de panel micro recogidos de individuos, empresas y hogares, se pueden medir con mayor precisión que las variables recogidas a nivel macro. Los sesgos resultantes de la agregación de empresas o individuos puede ser reducida o eliminada.
- 6) Finalmente, los datos de panel permiten resolver o reducir los problemas relacionados con las variables omitidas (inobservadas u observadas con error) que están correlacionadas con las variables explicativas del modelo (Mur y Angulo, 2008).

También es importante reconocer las limitaciones al utilizar esta metodología (Hsiao, 2003):

- 1) Problemas asociados al diseño y recogida de información. Kasprzyk et al. (1989) discuten ampliamente estos problemas, entre los que se pueden mencionar los relacionados con la no representatividad de la muestra elegida,

las posibles no respuestas (falta de cooperación del que responde o por errores del entrevistador), el que responde no recuerda correctamente su comportamiento, frecuencia y espacio de entrevista, periodo de referencia, el uso de la delimitación y el tiempo en la selección de la muestra.

- 2) Distorsiones debido a los errores de medición. Los errores de medición pueden incrementarse debido a la falta de respuestas por preguntas no claras, errores de memoria, distorsión deliberada de las respuestas o por la falsificación de respuestas y efectos del entrevistador.
- 3) Problemas de selección. Que incluye los problemas de autoselección del propio investigador con lo cual la muestra se trunca artificialmente (Hausman y Wise, 1979), o bien por la no respuesta debido a que el encuestado rechaza participar o no está disponible.
- 4) En la mayoría de casos la dimensión temporal del panel es corta, lo que hace que los procedimientos de estimación e inferencia recaigan casi exclusivamente en el número de individuos encuestados.
- 5) Dependencia de las secciones cruzadas. Los datos de panel macro sobre países o regiones con series de tiempo largas que no tienen en cuenta la dependencia entre países puede dar lugar a inferencias engañosas.

Dado que la información recogida en las memorias anuales integra las dimensiones de individuos (empresas) y el periodo temporal (2004-2010), y vistas las ventajas que tiene el utilizar esta herramienta estadística, es adoptada en nuestro estudio. A pesar de las limitaciones mostradas en el epígrafe anterior, en el presente trabajo se mitigan algunas de ellas, dado que no se ha utilizado la encuesta como método de recogida de información, sino que se ha recurrido al análisis de contenido de las memorias anuales.

Nuestro modelo empírico partirá del siguiente modelo básico:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{kit} + U_{it} \quad (3.1)$$

Donde $i = 1, \dots, N$ unidades sociales y $t = 1, \dots, T$ observaciones en el tiempo, y además donde U_{it} es el término de error que representa los efectos de todas las demás variables omitidas en el modelo, es decir, la variación observada de la variable dependiente y que no se consigue explicar mediante la variación observada en las k variables independientes (Pérez López, 2009). De acuerdo con Baltagi (2008), el componente de error unidireccional que se aplica a la mayor parte de datos de panel se integra de dos elementos:

$$U_{it} = \mu_i + v_{it} \quad (3.2)$$

Donde μ se refiere al efecto específico individual no observado y v_{it} al resto de la perturbación. En el modelo especificado se asume que el término de perturbación aleatoria (U_{it}) cumple con las hipótesis básicas; es decir, que se distribuye de forma idéntica e independiente sobre individuos y sobre el tiempo, con media 0 y varianza σ_ε^2 .

Por otra parte, Wallace y Hussain (1969), Nerlove (1971) y Amemiya (1971), entre otros, consideraron el modelo de regresión 4.1 pero con dos vías de componentes de perturbación:

$$U_{it} = \mu_i + \lambda_t + v_{it} \quad (3.3) \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Donde μ_i se refiere a los efectos individuales no observados, λ_t denota el efecto del tiempo no observado y v_{it} el resto de las perturbaciones. λ_t no varía a nivel individual y representa cualquier efecto específico de tiempo que no está incluida en la regresión. En nuestro estudio este supuesto es aplicado, ya que durante el periodo de tiempo analizado se han emitido diversas leyes y CBG relacionadas con el GC y transparencia, así como algunos otros eventos no observados que pudieran incidir en el nivel de transparencia en GC.

3.4.2. Identificación de variables endógenas en el modelo

Es de gran relevancia tomar en cuenta los posibles problemas de endogeneidad² entre las variables de nuestro estudio. En esta línea, el trabajo desarrollado por Schultz y Tan (2010) pone de manifiesto que la literatura previa en GC se caracteriza por su incapacidad para llegar a un consenso sobre la naturaleza de la relación entre las dimensiones de GC y el desempeño de la empresa, siendo una causa las deficiencias en las herramientas estadísticas utilizadas en el ajuste de la endogeneidad. Así, el citado estudio sugiere que cuando se emplea el método generalizado de momentos (GMM), no se observa una relación causal entre las variables, lo que lleva a suponer que el empleo del OLS y el método de efectos fijos dan como resultado correlaciones falsas. Diversos autores, como Hermalin y Weisbach (2003), Himmelberg y Palia (1999), Denis y Kruse (2000) y Wintoki, Linck y Netter (2009), sostienen que el desempeño de la empresa y las dimensiones de GC están simultáneamente determinadas por factores específicos no observados, y que los cambios en el GC están determinados por el pasado, presente y características esperadas de la empresa. El citado estudio identifica tres fuentes posibles de endogeneidad: heterogeneidad no observada, simultaneidad y endogeneidad dinámica.

Por otro lado, Chi (2005) afirma que los estimadores con efectos fijos ayudan a controlar la heterogeneidad no observada si la fuente de endogeneidad es una empresa específica, que no varía en el tiempo y que es omitida en la especificación del modelo. Otros métodos como el estimador intra-grupos y el GMM primeras diferencias son sesgados o no cuentan con instrumentos confiables (Nickell, 1981 y Alonso-Borrego y Arellano, 1999). En este sentido, Wintoki, Linck y Netter (2009) adoptan para su análisis el sistema GMM para estimar la relación existente entre el GC y el desempeño de la empresa, controlando la heterogeneidad no observada y la simultaneidad. Ellos sostienen que la estimación del modelo por mínimos cuadrados ordinarios, o incluso con métodos más sofisticados de datos de panel, como el de

²Cualquier fenómeno que genera algún grado de correlación entre los términos de error (ϵ_{it} o $\epsilon_{it} + U_i$, dependiendo del método empleado) y uno o mas regresores, lo que viola el supuesto de consistencia del estimador y que es esencial en esta metodología. Dicha correlación se debe a errores de medición de variables relevantes omitidas que se correlacionan con las variables explicativas (Di Miceli da Silveira et al., 2009).

efectos fijos y aleatorios, son inadecuados debido a que no tienen en cuenta algunas fuentes importantes de endogeneidad.

Di Miceli da Silveira et al. (2009) proponen al GMM como uno de los métodos más adecuados para analizar las covarianzas endógenas en los estudios empíricos sobre finanzas corporativas y en cuyo caso no existen instrumentos exógenos confiables. El sistema GMM fue desarrollado por Holtz-Eakin, Newey y Rosen (1988), Arellano y Bond (1991), Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998), y supera los problemas a las estimaciones introducidos por heterocedasticidad no observada, simultaneidad y endogeneidad dinámica, generando estimaciones no sesgadas y consistentes mediante el empleo de instrumentos válidos internos durante la estimación y los cuales no están correlacionadas con el término de error. Asimismo, es importante considerar en el análisis de heterogeneidad inobservable, la omisión de determinadas variables, lo cual puede alterar los resultados obtenidos. Recientemente Hillier et al. (2011) proponen el sistema GMM como la mejor opción para utilizar variables instrumentales que controlan la endogeneidad o causalidad inversa.

La mayor parte de la literatura que relaciona los factores que inciden en la transparencia corporativa han utilizado el método OLS, siendo escasos los estudios que adoptan la metodología de datos de panel. De acuerdo con Schultz y Tan (2010), las relaciones generadas en estos estudios podrían ser falsas por no considerar las características endógenas de las variables. Bajo este escenario, y tomando como referencia el trabajo realizado por Chong, Guillén y López-de-Silanes (2009), en nuestro estudio podrían existir fuentes potenciales de endogeneidad. En primer lugar, las oportunidades de crecimiento en el futuro y que es una variable no observada, podría inducir a los principales accionistas y a los directivos a fortalecer la transparencia corporativa y la protección de los accionistas minoritarios, con el objetivo de incrementar el capital a un bajo coste. La segunda fuente se refiere a la misma naturaleza de la firma, sus activos y flujos de efectivo. Empresas con grandes flujos de capital y menores activos intangibles requieren la adopción de mejores prácticas de GC para garantizar la seguridad al inversor (Klapper y Love, 2002). Finalmente, el tamaño o la edad de la empresa pueden afectar las prácticas corporativas. Las operaciones de una empresa pequeña son menos complejas que la de una grande, por lo que ésta

adoptará un mejor GC. En esta línea, Durnev y Kim (2005) sugieren que en el análisis de series de tiempo se requiere abordar este problema.

En el contexto de la relación entre el GC y el desempeño de la empresa, Braga-Alves y Shastri (2011) sostienen que al analizar la relación entre las prácticas de buen gobierno y la valuación en el mercado, todas las variables explicativas con excepción de la edad de la empresa y el año de estudio son endógenas. Los citados autores utilizan tres y cuatro periodos como instrumentos para las variables endógenas con el estimador GMM, siendo las variables explicativas retardadas el ROA, el valor en libro de los activos, el crecimiento anual en ventas, la deuda, los gastos de capital y el número de años de cotización de la empresa. La evidencia empírica sugiere que la variable dependiente que representa la calidad de las prácticas de GC puede influir en algunas variables explicativas, así como los regresores pueden influir en la calidad de las prácticas de GC. Entre las variables que han sido identificadas encontramos el nivel de endeudamiento, la rentabilidad, el valor de mercado y la estructura de la propiedad (Di Miceli da Silveira et al., 2009). Ellos tratan la causalidad de las variables como un problema de determinación simultánea que crea endogeneidad en forma de correlación contemporánea entre las variables y el término de error, asumiendo que cualquiera de los regresores en el modelo, con excepción del año de estudio, edad de la firma y cualquier variable dummy son fuentes posibles de endogeneidad.

3.4.3. Procedimiento estadístico aplicado en el estudio

Si bien es cierto que la mayor parte de la literatura en GC ha utilizado el método de OLS para estudiar la relación entre el nivel de divulgación de información en GC y las variables empresariales, estudios más recientes han adoptado los datos de panel para analizar esta relación, incorporando el efecto temporal de los datos y la descomposición del término de error. Tomando en cuenta las ventajas que ofrece la herramienta y que han sido expuestas en el epígrafe anterior, utilizaremos el software Sata 11 para estimar nuestros modelos. El procedimiento adoptado para el análisis de los tres estudios empíricos propuestos, se basa en la metodología publicada por Aparicio y Márquez (2005), así como en el sistema GMM el cual ha sido ampliamente

recomendado por estudios más recientes en GC (Pham, Suchard y Zein, 2011; Schultz y Tan, 2010). Nuestro objetivo es realizar un comparativo de los resultados obtenidos con cada estimador y visualizar qué variables explicativas mantienen su significatividad a lo largo del análisis (Braga-Alves y Shastri, 2011).

1. Nuestro trabajo parte del análisis de regresión múltiple (OLS), incluyendo en el análisis los posibles efectos del sector industrial y el año, los cuales se han codificado como variables dummies. El comando a ejecutarse en Stata es *reg*.

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + e_{it} \quad (3.4)$$

2. El modelo de efectos aleatorios supone que cada unidad transversal tiene un intercepto diferente, lo cual no es considerado en el OLS, siendo necesario controlar el carácter “*individual*” de cada empresa. Este modelo es adecuado si los individuos recogidos en la muestra de estudio provienen aleatoriamente de una población muy grande. Este análisis se realiza con el comando *xtreg*, *re* en Stata.

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + e_{it} \quad (3.5)$$

Donde $\alpha_i = \alpha + u_i$, lo cual significa que en vez de considerar a α como fija, se considera una variable aleatoria con un valor medio α y una desviación aleatoria u_i de valor medio. Sustituyendo $\alpha_i = \alpha + u_i$, se obtiene:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + u_i + e_{it} \quad (3.6)$$

Para asegurarse de que el modelo de efectos aleatorios es más eficiente que el OLS, es necesario aplicar la prueba del multiplicador de Lagrange para efectos aleatorios desarrollada por Breush y Pagan, la cual establece como hipótesis nula que la varianza del error es igual a 0. Si la prueba se rechaza, sí

existe diferencia entre el OLS y el modelo de efectos aleatorios. Se utiliza el comando *xttest0* después de la estimación de efectos aleatorios.

3. Otra forma de modelar el carácter “*individual*” de cada empresa es a través del modelo de efectos fijos, el cual no supone que las diferencias entre individuos sean aleatorias, sino constantes o fijas. En el modelo de efectos fijos el término de error μ_i , asume que los parámetros son fijos y el resto de la perturbación v_{it} es estocástica e independiente para todas las observaciones. El modelo de efectos fijos es una especificación apropiada si el estudio se centra en un conjunto de empresas y la inferencia está restringida al comportamiento de ese conjunto de empresas. Sin embargo, el modelo de efectos fijos podría conducir a una enorme pérdida de grados de libertad (Baltagi, 2008). Este método estima cada intercepto para el término de error de cada individuo a través de la inclusión de vectores de variables dicotómicas v_i a través del comando *xtreg, fe*.

$$Y_{it} = v_i + \beta_1 X_{1it} + e_{it} \quad (3.7)$$

Al igual que en el modelo de efectos aleatorios, la prueba F de significancia de los efectos fijos se obtiene automáticamente con el comando *xtreg, fe*. La H_0 sostiene que todas las variables dicotómicas son iguales a 0. Si la prueba se rechaza, significa que al menos algunas variables dicotómicas sí pertenecen al modelo, y por tanto es necesario adoptar el modelo de efectos fijos.

4. Para decidir si nuestro modelo se ajusta más al modelo de efectos aleatorios o fijos, Hausman (1978) propone un test basado en las diferencias entre los estimadores de efectos fijos y aleatorios. En esta línea, Chamberlain (1984) muestra que el método de efectos fijos impone restricciones comprobables sobre los parámetros del modelo de forma reducida, debiéndose comprobar la validez de estas restricciones antes de adoptar este modelo. Por su parte, Mundlak (1978) sugiere que el método de efectos aleatorios asume

exogeneidad de todos los regresores con los efectos individuales aleatorios. El test de Hausman demuestra que la diferencia entre los coeficientes de efectos fijos y aleatorios $(\beta_{ef} - \beta_{ea})$ puede ser usada para probar la hipótesis nula de que u_i y las variables X no están correlacionadas. La H_0 de Hausman sostiene que los estimadores de efectos aleatorios y de efectos fijos no difieren sustancialmente. Si ésta se rechaza, los estimadores sí difieren, y la conclusión es que el modelo de efectos fijos es más conveniente que el de efectos aleatorios (comando *hausman FIXED RANDOM*).

5. Asimismo es importante agregar variables dicotómicas temporales al estudio, las cuales capturan eventos comunes a todas las empresas durante un periodo u otro –como la emisión de una nueva normativa o CBG o algún otro evento que pueda incidir en el ITGC. Agregando los efectos temporales, obtenemos:

$$Y_{it} = v_i + \eta_t + \beta_1 X_{1it} + e_{it} \quad (3.8)$$

Donde η_t representa un vector de variables dicotómicas para cada año, permitiendo controlar por aquellos eventos a los que fueron sujetos las empresas en un año dado reduciendo sesgos importantes (*comando en Stata xti*). La prueba F nos confirma la significatividad de las variables dicotómicas temporales agregadas en el modelo a través de la ejecución del comando *testparm* en Stata.

6. Para corregir los problemas de autocorrelación³, heterocedasticidad⁴ y correlación contemporánea⁵, hemos de utilizar determinadas pruebas estadísticas propuestas en la literatura pveia. Para detectar si nuestros datos tienen problemas de autocorrelación se utiliza la prueba desarrollada por Wooldridge (2002) y también utilizada en el estudio realizado por Espinosa,

³ Cuando los errores dentro de cada unidad se correlacionan temporalmente.

⁴ Cuando la varianza de los errores de cada unidad transversal no es constante.

⁵ Cuando los errores de diferentes unidades están correlacionados.

Tapia y Trombetta (2008) y que puede ejecutarse en Stata 11 con el comando *xtserial*. La hipótesis nula de esta prueba es que no existe autocorrelación, por lo que si se rechaza se concluye que ésta sí existe. Este problema es solucionado a través de un modelo de efectos fijos con término (p) autorregresivo de grado 1 (AR1) que controla por la dependencia de t con respecto a t-1, y se ejecuta con el comando *xtregar*. Para detectar los problemas de heterocedasticidad hemos de adoptar la prueba modificada de Wald, cuya hipótesis nula de esta prueba es que no existe problema de heterocedasticidad (Greene, 2000). Cuando la H_0 se rechaza estamos ante este problema (comando *xttest3* en Stata después de estimar el modelo de efectos fijos). Finalmente el problema de correlación contemporánea se identifica con la prueba de Breush y Pagan, en donde la H_0 se refiere a la existencia de una “*independencia transversal*”, es decir, que los errores entre las unidades son independientes entre sí. Si la H_0 se rechaza, existe entonces un problema de correlación contemporánea (comando *xttest2* en Stata).

Una alternativa para solucionar conjuntamente los problemas descritos anteriormente es utilizando estimadores de Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (Feasible Generalized Least Squares ó FGLS), o bien con Errores Estándar Corregidos para Panel (Panel Corrected Standard Errors ó PCSE) (Beck, 2001). Beck y Katz (1995) ponen de manifiesto que los errores estándar de PCSE son más precisos que los de FGLS, los cuales han sido utilizados en estudios previos. Los comandos a ejecutar en Stata son *xtgls* y *xtpcse*.

7. Finalmente hemos de adoptar como estimador el sistema GMM para eliminar la heterogeneidad individual y endogeneidad entre las variables (Milanés y Pérez, 2011). De acuerdo con Blundell y Bond (1998), el desarrollo de un sistema de diferencias simultáneas en el nivel de ecuaciones y dentro del contexto del GMM, podría ser más eficiente que el método GMM por diferencias y que el OLS, incrementando la eficiencia del estimador. En línea con Petersen (2009) y Schultz, Tan y Walsh (2010), los residuos pueden estar correlacionados a través de las empresas y el tiempo, por lo que el OLS puede generar un sesgo sobre los errores estándar de los coeficientes estimados.

Con el objetivo de demostrar el impacto que tiene la selección de las técnicas econométricas en los resultados de nuestro estudio, hemos de comenzar nuestro análisis con el OLS, dado que es el más utilizado en la literatura previa, a pesar de sus premisas estrictamente exógenas con el objetivo de comparar los resultados obtenidos en estudios previos, para posteriormente realizar el análisis a través del método de datos de panel de efectos fijos y el estimador del sistema GMM (Pham et al., 2011; Schultz y Tan, 2010). En la tabla 3.2 se muestran los estudios más recientes que han adoptado esta metodología en la investigación sobre GC y divulgación de información corporativa.

Tabla 3.2. Estudios de GC basados en la metodología de datos de panel

Autor es	País	Period o de análisis	Variables analizadas	Muestra de estudio/ Metodología utilizada	Resultados obtenidos
Hillier et al. (2011)	Unión Europea, EE.UU. y Japón	1990 - 2003	- Dependiente: I+D - Independientes: Protección legal (tradición legal, protección del inversor minoritario, fortaleza de su aplicación), sistema financiero, dimensiones de GC a nivel país (concentración de la propiedad, estructura del consejo, mercado de control corporativo)	Muestra: 1,287 empresas cotizadas en la NSE. 6,466 observaciones Metodología: Panel Data (GMM)	<u>Variables significativas:</u> Protección legal (-) Sistema financiero basado en los bancos (-) Dimensiones de GC (-)
Shan y McIver (2011)	China	2001 - 2005	<u>Dependiente:</u> Q de Tobin. <u>Independientes:</u> Composición del CA (independencia y tamaño del CA). Estructura de la propiedad (concentración e identificación de los accionistas) <u>Control:</u> Edad de la empresa (años de cotización), tamaño de la empresa (Ln activos)	Muestra: 117 empresas. 540 observaciones Metodología: OLS Efectos fijos Sistema GMM	<u>Variables significativas:</u> Concentración de la propiedad Independencia del consejo solo para empresas grandes <u>No significativas:</u> Experiencia del consejo

Capítulo 3. La influencia de los factores institucionales formales sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

			totales), firma auditora (BIG4: Dicotómica)		
Braga-Alves y Shastr i (2011)	Brasil	2001 - 2005	• <u>Dependiente</u>: Índice de GC • <u>Independientes</u>: Q de Tobin, ROA • <u>Control</u>: Valor de los activos, crecimiento anual de ventas, nivel de deuda, ratio de activos fijos a activos totales, ratio de gastos de capital a activos totales, número de años cotizando en bolsa	Muestra: 236 empresas. 849 observaciones. Metodología: Pooled OLS OLS con efectos fijos Sistema GMM	<u>Variables significativas:</u> Q de Tobin <u>No significativas:</u> ROA Valor de los activos, crecimiento anual de ventas, nivel de deuda, ratio de activos fijos a activos totales, ratio de gastos de capital a activos totales, número de años cotizando en bolsa
Pham et al. (2011)	Australia	1994-2003	• <u>Dependiente</u>: Q de Tobin (como proxy a las oportunidades de crecimiento). EVA (desempeño) • <u>Independientes</u>: Independencia del CA. Tamaño del CA Concentración de la propiedad en manos de insiders Concentración de la propiedad en manos de outsiders • <u>Control</u>: Ratio de gastos de capital Log de activos totales (tamaño de la empresa). Activos tangibles/Activos totales Endeudamiento (deuda total/Activos totales). Riesgo de la empresa (desviación estándar del retorno mensual)	Muestra: 136 empresas. 861 observaciones. Metodología: OLS Efectos fijos. Sistema GMM	<u>Variables significativas:</u> Concentración de la propiedad Independencia del consejo solo para empresas grandes <u>No significativas:</u> Experiencia del consejo
Ammann et al. (2011)	22 países desarrollados	2003-2007	• <u>Dependiente</u>: Q de Tobin • <u>Independientes</u>: 64 atributos de GC emitidos por la GMI (responsabilidad del CA,	Muestra: 6,663 observaciones Metodología: Efectos fijos	<u>Variables significativas:</u> Tamaño del CA. Informe del auditor cualificado

Capítulo 3. La influencia de los factores institucionales formales sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

			divulgación de información financiera y de control, derechos de los accionistas, remuneración, mercado de control corporativo, y comportamiento corporativo ● <u>Control:</u> Tamaño de la empresa (log activos totales, crecimiento de ventas, gastos de investigación y desarrollo, ratio de total de efectivos a activos totales, gastos de capital/activos totales, activos fijos/ventas totales, utilidad antes de intereses e impuestos/ventas totales, total de deuda/activos totales, si la empresa emite ADR, y el % de acciones sostenidas por los principales accionistas con un más de 5%)	Panel dinámico GMM Modelo de Heckman	Política de una acción-un voto Derechos de los accionistas en la Asamblea General. Independencia del comité de auditoría. Variables de control <u>No significativas:</u> Endeudamiento Crecimiento en ventas Gastos de investigación y desarrollo/Ventas totales
Milanés y Pérez (2009)	Europa	2007-2009	● <u>Dependiente:</u> Nivel de divulgación de información ambiental (GRI3) ● <u>Independientes:</u> Desempeño ambiental (Índice EUSI) Sector industrial sensible ● <u>Control:</u> Tamaño de la empresa (activos totales)	Muestra: 196 empresas. 360 observaciones Metodología: GMM	<u>Variables significativas:</u> Desempeño ambiental Sector industrial Tamaño de la empresa
Di Miceli da Silveira (2009)	Brasil	1998-2004	● <u>Dependiente:</u> Índice de calidad en GC ● <u>Independientes:</u> Crecimiento de la empresa, activos fijos/utilidad operativa, tamaño de la empresa, free float, participación de la empresa en los segmentos de cotización de BOVESPA, Q de Tobin, rentabilidad	Muestra: 200 empresas 823 observaciones Metodología: OLS. Efectos fijos (Datos de panel)	<u>Variables significativas:</u> Perspectivas de crecimiento, (+), cotización en los segmentos de BOVESPA (+), tamaño de la empresa (+), estructura de la propiedad (-), Q de Tobin (+), tipo de accionista

Capítulo 3. La influencia de los factores institucionales formales sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

			Control: Sector industrial, tipo de accionista controlador, año de estudio		No significativas: Free float, activos fijos/utilidad operativa, rentabilidad
Espinoza, Tapia y Trombetta (2008)	España	1994-2000	- Dependiente: Índice de la calidad de divulgación de información - Independientes: Liquidez Control: Volatilidad, tamaño de la empresa (ln de la capitalización del mercado), volumen efectivo de acciones, precio inverso	Muestra: 196 empresas. 360 observaciones Metodología: OLS Datos de panel GLS	Variables significativas: Liquidez (+) Volatilidad (+) Tamaño de la empresa (+) Volumen efectivo de acciones (-) Precio inverso (-)
Kyereboah-Coleman y Biekpe (2006)	Nairobi	1999-2003	- Dependiente: Endeudamiento (Deuda/Activos) - Independientes: Tamaño del consejo, composición del consejo (consejeros no ejecutivos/total consejeros), dualidad CEO (dummy) - Control: Rentabilidad (ROA), tamaño de la empresa (total de activos), tasa de crecimiento de retorno, edad de la empresa (número de años de operación de la empresa), el riesgo de la empresa (variabilidad de la utilidad)	Muestra: 47 empresas. 540 observaciones Metodología: Ordinary least squares (OLS) con efectos aleatorios (Hsiao, 1989)	Variables significativas: Concentración de la propiedad Tamaño del consejo (+), independencia del consejo (positivo con la deuda a largo plazo y negativo con la deuda a corto plazo), dualidad CEO (+) Rentabilidad (-), riesgo (-), edad (+), tamaño de la empresa (?) No significativas: Tamaño del consejo, tasa de crecimiento
Barako, Hancock y Izan (2006)	Kenia	1992 - 2001	- Dependiente: Índice de divulgación de información voluntaria - Independientes: Composición del CA Dualidad COB-CEO Tamaño del CA Existencia del comité de auditoría Concentración de la propiedad (20 mayores accionistas) Propiedad sostenida por	Muestra: 54 empresas Metodología: OLS con errores estándar de datos de panel corregidos (PCSEs)	Variables significativas: Comité de auditoría (+) Composición del CA (-) Concentración de la propiedad (-) Propiedad sostenida por accionistas extranjeros e institucionales (+) Tamaño de la empresa (+) Endeudamiento (+)

			accionistas extranjeros. Propiedad sostenida por accionistas institucionales Edad de la empresa Endeudamiento Firma auditora (Big 4) Rentabilidad Liquidez • <u>Control:</u> Sector industrial		Sector industrial (Agricultura e industria y financiero y de inversiones) (+) Año de estudio (+) <u>No significativas:</u> Dualidad COB-CEO (-) Liquidez (-) Rentabilidad (-) Tipo de auditor externo (-)

Fuente: Elaboración propia.

3.4.4. Tratamiento de outliers (valores extremos)

La evidencia empírica muestra que los outliers (valores extremos) presentes en la muestra de estudio son uno de los factores que origina que la distribución de los ratios financieros de sección cruzada sea sesgada y que no se distribuyan de forma normal (So, 1987). Por su parte, Frecka y Hopwood (1983) afirman que la presencia de outliers incide sobre el parámetro estimado de las distribuciones, por lo que es recomendable su tratamiento para aproximar los datos a una distribución normal. Foster (1978) considera que el tratamiento de outliers es un problema importante pero poco discutido en el análisis de relación. Son diversas las técnicas sistemáticas utilizadas, tales como su eliminación o cambio de su valor por aquellos más cercanos a los que no son outliers, y otras transformaciones sugeridas. Aunque la tendencia general es ignorar su presencia y sus posibles efectos (Frecka y Hopwood, 1983).

Los outliers en nuestros datos han sido identificados y analizados, y aquellos valores que se encuentren por encima del percentil 99, tomarán el valor de este percentil. Por su parte, aquellos valores por debajo del primer percentil de cada variable se truncarán de la misma forma (Shumway, 2001; Braga-Alves y Shastri, 2011; Ammann, Oesch y Schmid (2011)). En nuestro estudio, los outliers identificados se aplican a variables cuantitativas como el tamaño de la empresa y ratios financieros que pueden tener un impacto importante en el modelo de regresión múltiple.

3.5.RESULTADOS EMPÍRICOS

3.5.1. Análisis descriptivo de los datos

En esta parte de la investigación empírica se realiza un estudio descriptivo de las variables recogidas de cada empresa con el objetivo de mostrar, en una primera aproximación, las diferencias más relevantes entre cada una de ellas en los países seleccionados. Asimismo, pretendemos mostrar la evolución que han experimentado estas variables a lo largo del periodo temporal de análisis.

Si bien es cierto que en el capítulo 2 se describió el ITGC por país y dimensión de GC, en la tabla 3.3 se muestra un mayor detalle de los estadísticos descriptivos para la variable dependiente (ITGC), tanto por país como por año de estudio. La evolución que ha mostrado el ITGC en los países es ascendente. Así, encontramos que el promedio del ITGC es de 0,36 (mediana de 0,33) en 2004 para Argentina, con un amplio rango que va de un mínimo de 0,12 a un máximo de 0,61. En el caso de Brasil el término medio es de 0,48 (mediana de 0,49), un mínimo de 0,12 y un máximo de 0,79. En el caso de empresas chilenas el promedio es de 0,53 (mediana de 0,50), un mínimo de 0,37 y un máximo de 0,72. Finalmente México obtiene un término medio de 0,66 (mediana de 0,67), un mínimo de 0,28 y un máximo de 0,81. Por su parte, el ITGC muestra un incremento a lo largo del periodo analizado y en cada uno de los países. Así encontramos que en 2010 Argentina alcanzó un promedio de 0,64 (mediana de 0,66), Brasil un término medio de 0,72 (mediana de 0,74), Chile un término medio de 0,64 (mediana de 0,61), y México un promedio de 0,78 (mediana de 0,79). Siguiendo con el análisis se observa que el país que alcanza un índice mayor en todos los años es México (de 0,66 en 2004 a 0,78 en 2010), seguido de Chile en los años 2004 y 2005 (de 0,53 y 0,54, respectivamente) y de Brasil durante el periodo 2006 a 2010 (de 0,58 a 0,72). Finalmente Argentina obtiene el menor porcentaje durante todos los años (de 0,36 en 2004 a 0,64 en 2010). Estas diferencias se deben prácticamente a que los CBG en cada uno de estos países exigen distintos elementos a divulgar, siendo en muchos de los casos de carácter voluntario.

Por su parte, la tabla 3.4 muestra los estadísticos descriptivos para las variables institucionales formales a nivel país: la fortaleza en el sistema legal (WGI), el nivel de inflación y la tasa anual de crecimiento del PIB. Se observa que el país que obtiene un WGI mayor es Chile a lo largo del tiempo analizado (de 0,86 en 2004 a 0,84 en 2010), siendo su dimensión más débil la relacionada con la estabilidad política y la ausencia de violencia. Brasil está posicionado en el segundo lugar con un WGI de 0,51 en 2004 y 0,57 en 2010, existiendo áreas de oportunidad al igual que en Chile en la estabilidad política y ausencia de violencia. En el caso de México se observa un descenso en el índice a partir de 2005 (de 0,52 en 2004 a 0,46 en 2010), cuyas dimensiones más afectadas son las relacionadas con la estabilidad política y ausencia de violencia y el estado de derecho. Finalmente Argentina registra el WGI más bajo (de 0,38 en 2004 a 0,42 en 2010) siendo sus limitaciones hacia aspectos relacionados con la calidad regulatoria, el estado de derecho y el control de la corrupción.

En relación al nivel de inflación, se observa que el país que ha experimentado una mayor tasa es Argentina (de 4,52% en 2004 a 10,65% en 2010), seguido de Brasil (de 6,60% en 2004 a 4,99% en 2010), México (de 4,69% en 2004 a 4,24% en 2010), mientras que Chile solamente registra 1,06% en 2004 y 1,72% en 2010. Con respecto a la tasa de crecimiento del PIB, encontramos que el país que ha mantenido su crecimiento es Argentina con un 9,00% en 2004 y 9,20% en 2010, excepto en 2009 que registra una tasa del 0,90%. Le siguen Brasil con un 5,70% en 2004 y 7,50% en 2010, Chile con una tasa de 6,00% en 2004 y 5,20% en 2010 y México con un 4,00% en 2004 y 5,40% en 2010.

Tabla 3.3. Estadísticos descriptivos del ITGC

Año	Estadístico	Argentina	Brasil	Chile	México
2004	Media	0,36	0,48	0,53	0,66
	Mediana	0,33	0,49	0,50	0,67
	Mínimo	0,12	0,12	0,37	0,28
	Máximo	0,61	0,79	0,72	0,81
	Percentil 25	0,28	0,35	0,45	0,61
	Percentil 75	0,47	0,63	0,59	0,74
	Desviación típica	0,16	0,18	0,10	0,12
2005	Media	0,39	0,51	0,54	0,67
	Mediana	0,34	0,56	0,51	0,67
	Mínimo	0,26	0,12	0,28	0,28
	Máximo	0,63	0,79	0,77	0,81
	Percentil 25	0,29	0,37	0,47	0,61
	Percentil 75	0,49	0,65	0,63	0,74
	Desviación típica	0,15	0,19	0,11	0,12
2006	Media	0,45	0,58	0,57	0,71
	Mediana	0,37	0,61	0,54	0,72
	Mínimo	0,28	0,23	0,44	0,40
	Máximo	0,77	0,84	0,79	0,84
	Percentil 25	0,33	0,49	0,51	0,67
	Percentil 75	0,61	0,67	0,63	0,79
	Desviación típica	0,17	0,14	0,10	0,10
2007	Media	0,53	0,61	0,58	0,74
	Mediana	0,49	0,63	0,56	0,74
	Mínimo	0,33	0,28	0,44	0,58
	Máximo	0,79	0,84	0,81	0,86
	Percentil 25	0,35	0,54	0,54	0,70
	Percentil 75	0,72	0,72	0,63	0,79
	Desviación típica	0,18	0,14	0,09	0,07
2008	Media	0,56	0,66	0,60	0,75
	Mediana	0,52	0,67	0,58	0,77
	Mínimo	0,33	0,28	0,37	0,61
	Máximo	0,81	0,86	0,84	0,86
	Percentil 25	0,40	0,58	0,54	0,70
	Percentil 75	0,74	0,74	0,65	0,79
	Desviación típica	0,19	0,13	0,10	0,06
2009	Media	0,60	0,69	0,62	0,77
	Mediana	0,59	0,72	0,61	0,79
	Mínimo	0,37	0,33	0,49	0,65
	Máximo	0,81	0,86	0,86	0,88
	Percentil 25	0,42	0,65	0,56	0,74
	Percentil 75	0,77	0,77	0,67	0,81
	Desviación típica	0,18	0,12	0,09	0,06
2010	Media	0,64	0,72	0,64	0,78
	Mediana	0,66	0,74	0,61	0,79
	Mínimo	0,40	0,37	0,54	0,61
	Máximo	0,84	0,88	0,86	0,88
	Percentil 25	0,49	0,65	0,58	0,74
	Percentil 75	0,77	0,79	0,67	0,81
	Desviación típica	0,16	0,12	0,08	0,07

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3.4. Estadísticos descriptivos de variables a nivel país

Variable	Año	Argentina	Brasil	Chile	México
WGI	2004	0,38	0,51	0,86	0,52
	2005	0,44	0,49	0,87	0,49
	2006	0,44	0,50	0,83	0,49
	2007	0,43	0,50	0,83	0,47
	2008	0,40	0,51	0,82	0,45
	2009	0,38	0,56	0,82	0,46
	2010	0,42	0,57	0,84	0,46
Nivel de inflación	2004	4,42%	6,60%	1,06%	4,69%
	2005	9,64%	6,88%	3,05%	3,99%
	2006	10,90%	4,20%	3,99%	3,63%
	2007	8,83%	3,64%	4,41%	3,97%
	2008	8,59%	5,67%	8,72%	5,13%
	2009	6,27%	4,90%	1,68%	5,30%
	2010	10,65%	4,99%	1,72%	4,24%
Tasa de crecimiento del PIB	2004	9,00%	5,70%	6,00%	4,00%
	2005	9,20%	3,20%	5,60%	3,20%
	2006	8,50%	4,00%	4,60%	4,90%
	2007	8,70%	6,10%	4,60%	3,40%
	2008	6,8%	5,20%	3,70%	1,50%
	2009	0,90%	-0,60%	-1,70%	-6,10%
	2010	9,20%	7,50%	5,20%	5,40%

Fuente: Elaboración propia.

Entre las variables explicativas referidas a los factores instituciones formales, encontramos el tamaño y la composición del CA. El tamaño del CA para los cuatro países se muestra en la tabla 3.5. Argentina obtiene un término medio de 10 (mediana de 9) en el año 2004, y de 10 (mediana de 9) en 2010, no observándose una variación significativa. En tanto que en Brasil se observa que el promedio del tamaño del CA es de 8 (mediana de 9) en 2004 y de 9 (mediana de 9) en 2010. En el caso de Chile encontramos que el CA está integrado por un término medio de 8 consejeros (mediana de 7) en 2004 al igual que en 2010. Finalmente, México es el que cuenta con CA de mayor tamaño, obteniendo un promedio de 13 (mediana de 12) en 2004 y de 13 (mediana de 13 en 2010). Si bien es cierto que los países bajo estudio no han mostrado una variación importante en el tamaño de sus CA durante el periodo analizado, si encontramos que la normativa y CBG en cada país adopta distintos criterios con respecto al tamaño del CA (entre 5 y 9 miembros en Brasil, un mínimo de 7 consejeros en Chile, entre 3 y 15 en el caso de México, mientras que en Argentina no se especifica). En este sentido, un estudio realizado por el Centro para el Gobierno de la Empresa y Spencer-Stuart en el 2006, muestra que los CA en empresas chilenas se

integran de 7,5 consejeros, de los cuales 2 son independientes de acuerdo con la Ley de sociedades anónimas.

Tabla 3.5. Estadísticos descriptivos del tamaño del CA

Tamaño del CA (Número de consejeros)					
Año	Estadístico	Argentina	Brasil	Chile	México
2004	Media	10,00	8,49	7,62	13,11
	Mediana	9,00	9,00	7,00	12,00
	Mínimo	6,00	3,00	5,00	7,00
	Máximo	14,00	15,00	11,00	20,00
	Percentil 25	8,50	7,00	7,00	10,00
	Percentil 75	12,50	10,00	9,00	16,00
	Desviación típica	2,83	3,08	1,24	3,84
2005	Media	10,38	8,33	7,68	13,14
	Mediana	10,00	8,00	7,00	12,00
	Mínimo	6,00	3,00	5,00	7,00
	Máximo	14,00	16,00	11,00	20,00
	Percentil 25	8,50	7,00	7,00	10,00
	Percentil 75	13,00	10,00	9,00	16,00
	Desviación típica	2,88	3,15	1,22	3,85
2006	Media	9,78	8,57	7,72	13,45
	Mediana	9,00	8,00	7,00	12,00
	Mínimo	6,00	3,00	5,00	7,00
	Máximo	14,00	15,00	11,00	20,00
	Percentil 25	8,00	7,00	7,00	11,00
	Percentil 75	12,00	10,00	9,00	16,00
	Desviación típica	2,91	2,84	1,22	3,84
2007	Media	10,00	8,58	7,74	13,30
	Mediana	9,50	8,00	7,00	12,50
	Mínimo	6,00	3,00	7,00	7,00
	Máximo	17,00	17,00	11,00	20,00
	Percentil 25	8,00	7,00	7,00	11,00
	Percentil 75	12,00	10,00	9,00	16,00
	Desviación típica	3,27	2,69	1,09	3,89
2008	Media	10,00	8,94	7,75	13,40
	Mediana	9,50	9,00	7,00	13,00
	Mínimo	6,00	3,00	7,00	7,00
	Máximo	17,00	17,00	11,00	20,00
	Percentil 25	8,00	7,00	7,00	11,00
	Percentil 75	12,00	10,00	9,00	16,00
	Desviación típica	3,27	2,70	1,08	3,85
2009	Media	9,80	9,28	7,66	13,23
	Mediana	9,50	9,00	7,00	13,00
	Mínimo	6,00	3,00	5,00	7,00
	Máximo	17,00	16,00	11,00	20,00
	Percentil 25	7,00	8,00	7,00	10,00
	Percentil 75	11,00	11,00	9,00	16,00
	Desviación típica	3,29	2,63	1,21	3,84
2010	Media	9,90	9,21	7,88	13,43
	Mediana	9,50	9,00	7,00	13,00
	Mínimo	6,00	3,00	7,00	6,00
	Máximo	17,00	16,00	11,00	21,00
	Percentil 25	7,00	7,00	7,00	11,00
	Percentil 75	11,00	11,00	9,00	16,00
	Desviación típica	3,18	2,92	1,21	3,95

Fuente: Elaboración propia.

Con respecto a la composición del CA, la tabla 3.6 nos muestra que Argentina obtiene un término medio de consejeros independientes de 0,20 (mediana de 0,18) en 2004 y de 0,31 (mediana de 0,32) en 2010. En Brasil, los resultados muestran un término medio de 0,25 (mediana de 0,21) en 2004 y de 0,34 (mediana de 0,33) en 2010. De acuerdo con Black, Gledson de Carvalho y Gorga (2010), la independencia del CA es un área notablemente débil en Brasil, dado que la mayoría de los CA de las empresas están compuestos por representantes del grupo de control o ejecutivos de la empresa. En Chile, los resultados ponen de manifiesto que el promedio de consejeros independientes es de 0,38 (mediana de 0,33) en 2004 y de 0,38 (mediana de 0,33) en 2010. Finalmente en el caso de las empresas mexicanas encontramos un término medio de 0,46 (mediana de 0,47) en 2004 y de 0,49 (mediana de 0,50) en 2010. Bajo este escenario, el país que cuenta con CA más independientes es México, cuyo código de gobernanza empresarial establece un mínimo de consejeros independientes (25%), mientras que en el resto de países no se especifica el número o porcentaje de éstos.

En relación a la práctica en la que las posiciones de COB y CEO son sostenidas por la misma persona (dualidad COB-CEO), encontramos que el 37,5% (2004) y el 50% (2010) de empresas argentinas la han adoptado, mientras que en Brasil es una práctica menos común (26,8% en 2004 y 15,1% en 2010). En Chile tienden a separar ambas funciones obteniendo un porcentaje mínimo en la práctica de dualidad COB-CEO (0% en 2004 y 6,2% en 2010). Por su parte México, ha ido disminuyendo la adopción de la dualidad COB-CEO (de un 53,6% en 2004 a un 40,0% en 2010). En este contexto, el CBG y la normativa en Argentina y Chile, sugieren la separación de ambas posiciones, en tanto que en México y Argentina, no existe una directriz general sobre esta separación, razón por la cual éstos países tienden a concentrar el poder de ambas posiciones en una sola persona (ver tabla 3.7).

Tabla 3.6. Estadísticos descriptivos de la composición del CA

Composición del CA (% de consejeros independientes)					
Año	Estadístico	Argentina	Brasil	Chile	México
2004	Media	0,20	0,25	0,38	0,46
	Mediana	0,18	0,21	0,33	0,47
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,20
	Máximo	0,55	0,67	0,67	0,73
	Percentil 25	0,00	0,09	0,18	0,33
	Percentil 75	0,33	0,43	0,67	0,58
	Desviación típica	0,20	0,19	0,26	0,16
2005	Media	0,21	0,27	0,33	0,48
	Mediana	0,23	0,25	0,31	0,47
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,20
	Máximo	0,55	0,80	0,67	0,75
	Percentil 25	0,00	0,11	0,14	0,36
	Percentil 75	0,33	0,43	0,67	0,62
	Desviación típica	0,21	0,20	0,25	0,16
2006	Media	0,24	0,28	0,33	0,48
	Mediana	0,33	0,25	0,29	0,50
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,25
	Máximo	0,55	0,67	0,67	0,75
	Percentil 25	0,00	0,14	0,14	0,32
	Percentil 75	0,33	0,43	0,50	0,60
	Desviación típica	0,22	0,19	0,23	0,16
2007	Media	0,30	0,31	0,35	0,49
	Mediana	0,33	0,28	0,33	0,54
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,25
	Máximo	0,55	0,67	1,00	0,75
	Percentil 25	0,13	0,18	0,14	0,36
	Percentil 75	0,50	0,44	0,50	0,60
	Desviación típica	0,20	0,20	0,24	0,15
2008	Media	0,29	0,31	0,35	0,48
	Mediana	0,33	0,33	0,33	0,47
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,25
	Máximo	0,55	0,67	1,00	0,79
	Percentil 25	0,13	0,20	0,14	0,33
	Percentil 75	0,43	0,44	0,55	0,58
	Desviación típica	0,19	0,19	0,24	0,16
2009	Media	0,33	0,33	0,35	0,48
	Mediana	0,33	0,33	0,33	0,46
	Mínimo	0,09	0,00	0,00	0,23
	Máximo	0,55	0,71	0,67	0,77
	Percentil 25	0,22	0,20	0,18	0,32
	Percentil 75	0,44	0,44	0,55	0,60
	Desviación típica	0,15	0,18	0,21	0,16
2010	Media	0,31	0,34	0,38	0,49
	Mediana	0,32	0,33	0,33	0,50
	Mínimo	0,09	0,00	0,00	0,24
	Máximo	0,55	0,71	0,78	0,77
	Percentil 25	0,22	0,20	0,26	0,33
	Percentil 75	0,43	0,46	0,50	0,59
	Desviación típica	0,14	0,20	0,20	0,15

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3.7. Estadísticos descriptivos de la dualidad COB-CEO

Dualidad COB-CEO (En que % estas posiciones son sostenidas por la misma persona)

Variable	Año	Argentina	Brasil	Chile	México
Existe dualidad COB-CEO	2004	37,5%	26,8%	0,0%	53,6%
	2005	37,5%	28,3%	0,0%	48,3%
	2006	33,3%	24,5%	0,0%	41,4%
	2007	50,0%	23,1%	6,5%	43,3%
	2008	50,0%	18,9%	9,4%	43,3%
	2009	50,0%	18,9%	9,4%	43,3%
	2010	50,0%	15,1%	6,2%	40,0%
No existe dualidad COB-CEO	2004	62,5%	73,2%	100,0%	46,4%
	2005	62,5%	71,7%	100,0%	51,7%
	2006	66,7%	75,5%	100,0%	58,6%
	2007	50,0%	76,9%	93,5%	56,7%
	2008	50,0%	81,1%	90,6%	56,7%
	2009	50,0%	81,1%	90,6%	56,7%
	2010	50,0%	84,9%	93,8%	60,0%

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la existencia del comité de auditoría, a pesar de que los CBG y normativa de los países bajo estudio sugieren la creación de este comité, encontramos que para el caso de Chile solo el 25,0% (2004) y el 28,1% (2010) han seguido esta recomendación, existiendo otros órganos de control como el mismo directorio o el comité directivo quien lleva a cabo dichas funciones. En Brasil el 80,5% (2004) y 98,1% (2010) de las empresas cuenta con el comité de auditoría, existiendo otros órganos como el Consejo Fiscal. En México y Argentina el 100% de las empresas han instituido la participación del comité de auditoría. La tabla 3.8 muestra la evolución de esta dimensión de GC.

Tabla 3.8. Estadísticos descriptivos de la existencia del comité de auditoría

Comité de auditoría (% en que las empresas han creado este comité)

Variable	Año	Argentina	Brasil	Chile	México
Existencia del comité de auditoría	2004	100,0%	80,5%	25,0%	100,0%
	2005	100,0%	84,8%	35,7%	100,0%
	2006	100,0%	95,9%	31,0%	100,0%
	2007	100,0%	96,2%	29,0%	100,0%
	2008	100,0%	98,1%	25,0%	100,0%
	2009	100,0%	98,1%	28,1%	100,0%
	2010	100,0%	98,1%	28,1%	100,0%

Fuente: Elaboración propia.

La participación de la mujer en los CA ha cobrado gran relevancia en la investigación sobre GC. Sin embargo, se observa que en los países emergentes latinoamericanos no existe una participación significativa. Así, la tabla 3.9 nos muestra que no existen cambios relevantes a lo largo del periodo analizado, siendo Brasil el país que obtiene el mayor porcentaje de participación (0,07 en 2004 y 0,07 en 2010), mientras que México alcanza un 0,03 en 2004 y un 0,04 en 2010. Por su parte, Chile solamente registra un 0,02 tanto en 2004 como en 2010, mientras que en Argentina la participación femenina es nula en todos los años exceptuando 2010 que obtiene un 0,01.

El porcentaje promedio de acciones en manos de los principales cinco accionistas es del 52% (mediana de 51%) en 2004 y de 53% (mediana de 54%) en 2010 para Argentina. En el caso de Brasil, encontramos un término medio de 57% (mediana de 55%) en 2004 y de 53% (mediana de 52%) en 2010, mientras que Chile alcanza un término medio de 59% (mediana de 56%) en 2004 y de 57% (mediana de 56%) en 2010. Finalmente México, muestra un patrón similar al resto de países con un promedio de 58% en 2004 (mediana de 58%) y de 52% (mediana de 54%) en 2010 (Ver tabla 3.10). Se observa que el control de la empresa se encuentra concentrado en manos de los accionistas mayoritarios en todos los países analizados, lo cual coincide con el trabajo realizado por Lefort y González (2008) para el caso de Chile, quienes muestran que los principales accionistas de aquellas empresas no financieras cotizadas en bolsa, poseen en promedio el 55% de las acciones.

Tabla 3.9. Estadísticos descriptivos de género en el CA

Género (% de participación femenina en el CA)					
Año	Estadístico	Argentina	Brasil	Chile	México
2004	Media	0,00	0,07	0,02	0,03
	Mediana	0,00	0,00	0,00	0,00
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	0,00	0,33	0,33	0,16
	Percentil 25	0,00	0,00	0,00	0,00
	Percentil 75	0,00	0,13	0,00	0,07
	Desviación típica	0,00	0,09	0,07	0,05
2005	Media	0,00	0,08	0,02	0,02
	Mediana	0,00	0,00	0,00	0,00
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	0,00	0,33	0,33	0,16
	Percentil 25	0,00	0,00	0,00	0,00
	Percentil 75	0,00	0,13	0,00	0,00
	Desviación típica	0,00	0,09	0,07	0,04
2006	Media	0,00	0,06	0,02	0,04
	Mediana	0,00	0,00	0,00	0,00
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	0,00	0,33	0,33	0,25
	Percentil 25	0,00	0,00	0,00	0,00
	Percentil 75	0,00	0,11	0,00	0,06
	Desviación típica	0,00	0,09	0,06	0,07
2007	Media	0,00	0,05	0,01	0,05
	Mediana	0,00	0,00	0,00	0,03
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	0,00	0,33	0,33	0,27
	Percentil 25	0,00	0,00	0,00	0,00
	Percentil 75	0,00	0,11	0,00	0,07
	Desviación típica	0,00	0,09	0,06	0,07
2008	Media	0,00	0,06	0,02	0,05
	Mediana	0,00	0,00	0,00	0,00
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	0,00	0,33	0,33	0,40
	Percentil 25	0,00	0,00	0,00	0,00
	Percentil 75	0,00	0,13	0,00	0,07
	Desviación típica	0,00	0,09	0,07	0,09
2009	Media	0,00	0,06	0,03	0,04
	Mediana	0,00	0,00	0,00	0,00
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	0,00	0,33	0,33	0,25
	Percentil 25	0,00	0,00	0,00	0,00
	Percentil 75	0,00	0,11	0,00	0,07
	Desviación típica	0,00	0,09	0,07	0,06
2010	Media	0,01	0,07	0,02	0,04
	Mediana	0,00	0,00	0,00	0,00
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	0,11	0,33	0,14	0,25
	Percentil 25	0,00	0,00	0,00	0,00
	Percentil 75	0,00	0,11	0,00	0,07
	Desviación típica	0,03	0,08	0,05	0,07

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3.10. Estadísticos descriptivos de la concentración de la propiedad

Concentración de la propiedad (% de participación de los principales 10 accionistas)					
Año	Estadístico	Argentina	Brasil	Chile	México
2004	Media	0,52	0,57	0,59	0,58
	Mediana	0,51	0,55	0,56	0,58
	Mínimo	0,34	0,21	0,31	0,15
	Máximo	0,65	0,93	0,99	0,86
	Percentil 25	0,45	0,40	0,50	0,48
	Percentil 75	0,62	0,75	0,64	0,77
	Desviación típica	0,11	0,20	0,16	0,20
2005	Media	0,51	0,58	0,59	0,54
	Mediana	0,52	0,57	0,56	0,53
	Mínimo	0,34	0,28	0,31	0,13
	Máximo	0,64	0,87	0,99	0,86
	Percentil 25	0,45	0,48	0,49	0,45
	Percentil 75	0,58	0,74	0,65	0,71
	Desviación típica	0,10	0,17	0,16	0,22
2006	Media	0,52	0,57	0,59	0,52
	Mediana	0,53	0,58	0,57	0,53
	Mínimo	0,34	0,16	0,31	0,13
	Máximo	0,64	1,00	0,91	0,86
	Percentil 25	0,46	0,44	0,49	0,39
	Percentil 75	0,60	0,71	0,61	0,70
	Desviación típica	0,09	0,18	0,15	0,21
2007	Media	0,54	0,55	0,58	0,53
	Mediana	0,54	0,53	0,55	0,53
	Mínimo	0,27	0,16	0,31	0,15
	Máximo	0,84	0,87	0,91	0,86
	Percentil 25	0,46	0,43	0,50	0,39
	Percentil 75	0,61	0,67	0,62	0,71
	Desviación típica	0,16	0,16	0,14	0,20
2008	Media	0,55	0,55	0,59	0,54
	Mediana	0,54	0,53	0,59	0,59
	Mínimo	0,28	0,28	0,31	0,15
	Máximo	0,84	0,87	0,93	0,86
	Percentil 25	0,46	0,42	0,52	0,45
	Percentil 75	0,61	0,68	0,63	0,69
	Desviación típica	0,17	0,15	0,14	0,20
2009	Media	0,55	0,54	0,57	0,53
	Mediana	0,54	0,53	0,56	0,53
	Mínimo	0,31	0,28	0,31	0,13
	Máximo	0,84	0,87	0,85	0,86
	Percentil 25	0,46	0,41	0,49	0,45
	Percentil 75	0,61	0,63	0,63	0,69
	Desviación típica	0,16	0,15	0,13	0,20
2010	Media	0,53	0,53	0,57	0,52
	Mediana	0,54	0,52	0,56	0,54
	Mínimo	0,15	0,27	0,32	0,13
	Máximo	0,84	0,87	0,84	0,86
	Percentil 25	0,46	0,39	0,50	0,41
	Percentil 75	0,61	0,62	0,63	0,69
	Desviación típica	0,21	0,16	0,13	0,20

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados descriptivos de las variables de control propuestas en nuestro estudio se muestran en las tablas 3.11, 3.12 y 3.13. El nivel de endeudamiento es mayor para las empresas que pertenecen a Brasil, Chile y México. Así estas empresas obtienen un término medio de nivel de deuda de 0,28 (2004) y 0,34 (2010) en Brasil, un 0,27 (2004) y 0,28 (2010) para Chile, en tanto que las empresas mexicanas registran un promedio de 0,17 (2004) y 0,22 (2010). Las empresas argentinas por su parte, hacen un menor uso del endeudamiento alcanzando un 0,09 (2004) y un 0,19 (2010). Se observa un incremento en la utilización de apalancamiento para todos los países durante el periodo analizado (Ver tabla 3.11). Con respecto a la edad de la empresa, la tabla 3.12 pone de manifiesto que las empresas chilenas son las más antiguas obteniendo un término medio de 63,5 años en 2004 y de 63,72 en 2010. Le siguen Argentina con un promedio de 46,13 (2004) y 50,10 (2010), mientras que Brasil y México obtienen un promedio de 42 y 45,15 años respectivamente en 2004 y de 43,13 años en 2010 en ambos casos.

El tamaño de la empresa medida a través del logaritmo natural de los activos es presentada en la tabla 3.13. Se observa que las empresas de mayor tamaño pertenecen a Brasil, con una media (mediana) de 8,10 (8,49) en 2004, y 9,40 (9,21) en 2010. Por su parte Argentina alcanza un tamaño promedio de 7,24 (6,90) en 2004 y de 7,74 (7,74) en 2010. En el caso de Chile se obtiene un término medio de 7,49 (7,52) en 2004 y de 8,14 (8,07) en 2010. Finalmente, las empresas mexicanas son las más grandes después de Brasil con una media (mediana) de 7,90 (7,73) en 2004 y de 8,46 (8,36).

Finalmente, los estadísticos descriptivos de la variable que mide el desempeño financiero de la empresa (ROA) se exponen en la tabla 3.14. El país que muestra un mejor desempeño con respecto a este indicador es Argentina con una media (mediana) de 0,15 (0,12) en 2004 y de 0,12 (0,11) en 2010, seguido de las empresas mexicanas que obtienen un término medio de 0,11 (0,12) en 2004 y de 0,11 (0,10) en 2010. Brasil muestra por su parte un rendimiento similar al caso mexicano, alcanzando un promedio de 0,12 (0,10) en 2004 y de 0,10 (0,08) en 2010. Finalmente Chile es el país con la tasa más baja de ROA, adjudicándose un 0,08 (0,08) en 2004 y 0,09 (0,08) en 2010.

Asimismo se observa que Chile y México son los que mantienen estas tasas a lo largo del tiempo, en tanto que las de Argentina y Brasil se han visto disminuidas.

Tabla 3.11. Estadísticos descriptivos del nivel de endeudamiento

Endeudamiento (Deuda total/Activos totales)					
Año	Estadístico	Argentina	Brasil	Chile	México
2004	Media	0,09	0,28	0,27	0,17
	Mediana	0,07	0,27	0,25	0,20
	Mínimo	0,02	0,00	0,11	0,00
	Máximo	0,19	0,59	0,48	0,33
	Percentil 25	0,03	0,18	0,21	0,08
	Percentil 75	0,16	0,39	0,36	0,27
	Desviación típica	0,07	0,15	0,10	0,11
2005	Media	0,14	0,30	0,26	0,17
	Mediana	0,13	0,32	0,24	0,20
	Mínimo	0,02	0,00	0,10	0,00
	Máximo	0,41	0,66	0,47	0,35
	Percentil 25	0,05	0,25	0,20	0,10
	Percentil 75	0,18	0,37	0,32	0,24
	Desviación típica	0,12	0,15	0,10	0,10
2006	Media	0,22	0,30	0,27	0,16
	Mediana	0,13	0,30	0,23	0,13
	Mínimo	0,03	0,00	0,12	0,00
	Máximo	0,41	0,68	0,49	0,42
	Percentil 25	0,10	0,16	0,21	0,09
	Percentil 75	0,36	0,39	0,33	0,22
	Desviación típica	0,15	0,18	0,09	0,10
2007	Media	0,22	0,30	0,26	0,17
	Mediana	0,28	0,30	0,24	0,13
	Mínimo	0,04	0,01	0,07	0,00
	Máximo	0,40	0,64	0,46	0,46
	Percentil 25	0,06	0,18	0,19	0,08
	Percentil 75	0,32	0,41	0,32	0,25
	Desviación típica	0,14	0,15	0,10	0,12
2008	Media	0,22	0,32	0,27	0,18
	Mediana	0,17	0,33	0,26	0,16
	Mínimo	0,07	0,00	0,06	0,00
	Máximo	0,44	0,62	0,49	0,53
	Percentil 25	0,15	0,23	0,20	0,04
	Percentil 75	0,33	0,42	0,35	0,27
	Desviación típica	0,12	0,14	0,11	0,15
2009	Media	0,23	0,33	0,30	0,21
	Mediana	0,21	0,37	0,31	0,17
	Mínimo	0,07	0,00	0,11	0,00
	Máximo	0,47	0,69	0,63	0,60
	Percentil 25	0,12	0,22	0,22	0,09
	Percentil 75	0,33	0,43	0,36	0,35
	Desviación típica	0,13	0,16	0,11	0,17
2010	Media	0,19	0,34	0,28	0,22
	Mediana	0,17	0,36	0,27	0,24
	Mínimo	0,07	0,00	0,07	0,00
	Máximo	0,42	0,68	0,49	0,46
	Percentil 25	0,10	0,29	0,19	0,09
	Percentil 75	0,22	0,45	0,36	0,35
	Desviación típica	0,11	0,16	0,11	0,15

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3.12. Estadísticos descriptivos de la edad de la empresa

Edad de la empresa (No. de años desde su fundación)					
Año	Estadístico	Argentina	Brasil	Chile	México
2004	Media	46,13	42,00	63,50	45,14
	Mediana	39,00	35,00	55,00	37,50
	Mínimo	11,00	1,00	18,00	1,00
	Máximo	96,00	119,00	154,00	119,00
	Percentil 25	19,50	7,00	32,50	7,00
	Percentil 75	72,50	63,00	84,00	63,00
	Desviación típica	33,40	35,26	37,89	35,26
2005	Media	47,13	42,33	59,86	42,33
	Mediana	40,00	36,00	51,00	36,00
	Mínimo	12,00	0,00	5,00	0,00
	Máximo	97,00	120,00	155,00	120,00
	Percentil 25	20,50	8,00	30,50	8,00
	Percentil 75	73,50	64,00	80,50	64,00
	Desviación típica	33,40	34,20	37,32	34,20
2006	Media	39,33	41,00	60,31	41,00
	Mediana	29,00	36,00	50,00	36,00
	Mínimo	5,00	0,00	6,00	0,00
	Máximo	98,00	121,00	156,00	121,00
	Percentil 25	14,00	8,00	32,00	8,00
	Percentil 75	46,00	63,00	77,00	63,00
	Desviación típica	35,33	34,38	36,85	34,38
2007	Media	47,20	40,65	59,35	40,65
	Mediana	42,00	36,00	50,00	36,00
	Mínimo	14,00	0,00	6,00	0,00
	Máximo	99,00	122,00	157,00	122,00
	Percentil 25	17,00	8,00	32,00	8,00
	Percentil 75	62,00	60,00	78,00	60,00
	Desviación típica	31,57	34,25	36,54	34,25
2008	Media	48,20	41,13	61,72	41,13
	Mediana	43,00	36,00	51,50	36,00
	Mínimo	15,00	1,00	8,00	1,00
	Máximo	100,00	123,00	158,00	123,00
	Percentil 25	18,00	9,00	33,50	9,00
	Percentil 75	63,00	57,00	83,50	57,00
	Desviación típica	31,57	34,13	36,68	34,13
2009	Media	49,20	42,11	62,72	42,11
	Mediana	44,00	37,00	52,50	37,00
	Mínimo	16,00	2,00	9,00	2,00
	Máximo	101,00	124,00	159,00	124,00
	Percentil 25	19,00	10,00	34,50	10,00
	Percentil 75	64,00	58,00	84,50	58,00
	Desviación típica	31,57	34,14	36,68	34,14
2010	Media	50,10	43,13	63,72	43,13
	Mediana	45,00	38,00	53,50	38,00
	Mínimo	17,00	3,00	10,00	3,00
	Máximo	102,00	125,00	160,00	125,00
	Percentil 25	20,00	11,00	35,50	11,00
	Percentil 75	65,00	59,00	85,50	59,00
	Desviación típica	31,63	34,13	36,68	34,13

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3.13. Estadísticos descriptivos del tamaño de la empresa

Tamaño de la empresa (Ln del total de los activos de la empresa)					
Año	Estadístico	Argentina	Brasil	Chile	México
2004	Media	7,24	8,10	7,49	7,90
	Mediana	6,90	8,49	7,52	7,73
	Mínimo	5,97	3,23	5,16	6,41
	Máximo	9,25	11,88	9,84	10,03
	Percentil 25	6,58	6,92	6,87	7,08
	Percentil 75	7,88	8,89	8,09	8,85
	Desviación típica	1,12	1,68	1,12	1,01
2005	Media	7,33	8,03	7,59	7,98
	Mediana	6,89	8,10	7,61	7,76
	Mínimo	6,05	2,75	5,42	6,65
	Máximo	9,27	12,70	9,90	10,20
	Percentil 25	6,62	7,06	7,03	7,19
	Percentil 75	8,16	9,03	8,23	8,69
	Desviación típica	1,14	1,79	1,06	0,96
2006	Media	7,55	8,32	7,59	8,21
	Mediana	7,11	8,43	7,58	8,01
	Mínimo	6,08	1,10	4,97	6,87
	Máximo	9,44	14,21	9,94	10,31
	Percentil 25	6,70	7,50	7,00	7,48
	Percentil 75	7,95	9,09	8,12	8,95
	Desviación típica	1,20	1,92	1,13	0,91
2007	Media	7,69	8,78	7,75	8,24
	Mediana	7,64	8,66	7,70	8,07
	Mínimo	6,09	5,24	5,21	5,17
	Máximo	9,63	14,41	10,05	10,81
	Percentil 25	7,03	7,85	6,97	7,58
	Percentil 75	7,98	9,37	8,56	9,12
	Desviación típica	1,14	1,51	1,09	1,05
2008	Media	7,68	8,74	7,71	8,17
	Mediana	7,72	8,64	7,72	8,14
	Mínimo	6,13	6,08	5,41	5,33
	Máximo	9,62	14,71	10,04	10,72
	Percentil 25	6,98	7,79	6,87	7,51
	Percentil 75	7,95	9,23	8,49	8,94
	Desviación típica	1,14	1,54	1,14	1,01
2009	Media	7,65	9,18	7,94	8,32
	Mediana	7,70	8,98	7,79	8,19
	Mínimo	6,27	6,77	5,68	5,78
	Máximo	9,51	14,58	10,55	10,70
	Percentil 25	6,89	8,19	6,99	7,68
	Percentil 75	7,94	9,72	8,91	9,10
	Desviación típica	1,11	1,42	1,25	0,98
2010	Media	7,74	9,40	8,14	8,46
	Mediana	7,74	9,21	8,07	8,36
	Mínimo	6,20	6,87	5,91	6,16
	Máximo	9,57	14,98	10,68	10,64
	Percentil 25	7,12	8,60	7,22	7,89
	Percentil 75	8,06	9,91	9,21	9,18
	Desviación típica	1,12	1,41	1,25	0,94

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3.14. Estadísticos descriptivos de la rentabilidad de la empresa

Rentabilidad de la empresa (ROA: Ingresos operativos/Activos totales)					
Año	Estadístico	Argentina	Brasil	Chile	México
2004	Media	0,15	0,12	0,08	0,11
	Mediana	0,12	0,10	0,08	0,12
	Mínimo	0,01	0,00	0,02	-0,13
	Máximo	0,38	0,33	0,14	0,22
	Percentil 25	0,02	0,06	0,07	0,08
	Percentil 75	0,25	0,17	0,11	0,17
	Desviación típica	0,14	0,08	0,03	0,07
2005	Media	0,16	0,12	0,09	0,12
	Mediana	0,16	0,10	0,09	0,12
	Mínimo	0,00	0,00	0,02	-0,13
	Máximo	0,29	0,38	0,20	0,30
	Percentil 25	0,05	0,05	0,07	0,09
	Percentil 75	0,27	0,18	0,10	0,15
	Desviación típica	0,12	0,08	0,04	0,07
2006	Media	0,12	0,09	0,09	0,14
	Mediana	0,11	0,09	0,10	0,14
	Mínimo	0,01	-0,06	0,13	0,04
	Máximo	0,22	0,28	0,19	0,36
	Percentil 25	0,04	0,03	0,07	0,08
	Percentil 75	0,19	0,15	0,11	0,18
	Desviación típica	0,08	0,07	0,05	0,07
2007	Media	0,13	0,11	0,09	0,14
	Mediana	0,14	0,10	0,09	0,13
	Mínimo	0,03	-0,02	-0,03	0,04
	Máximo	0,19	0,39	0,21	0,38
	Percentil 25	0,11	0,04	0,06	0,07
	Percentil 75	0,18	0,16	0,11	0,19
	Desviación típica	0,06	0,09	0,05	0,09
2008	Media	0,12	0,09	0,08	0,12
	Mediana	0,12	0,08	0,09	0,11
	Mínimo	0,02	-0,15	-0,13	0,03
	Máximo	0,21	0,77	0,25	0,25
	Percentil 25	0,07	0,02	0,05	0,06
	Percentil 75	0,17	0,14	0,12	0,17
	Desviación típica	0,06	0,13	0,07	0,06
2009	Media	0,09	0,09	0,07	0,11
	Mediana	0,08	0,06	0,08	0,09
	Mínimo	-0,03	-0,13	-0,13	-0,01
	Máximo	0,26	0,71	0,22	0,26
	Percentil 25	0,04	0,03	0,03	0,07
	Percentil 75	0,13	0,12	0,11	0,15
	Desviación típica	0,08	0,12	0,07	0,06
2010	Media	0,12	0,10	0,09	0,11
	Mediana	0,11	0,08	0,08	0,10
	Mínimo	0,02	-0,05	0,01	0,01
	Máximo	0,26	0,65	0,20	0,28
	Percentil 25	0,05	0,06	0,06	0,07
	Percentil 75	0,15	0,12	0,13	0,15
	Desviación típica	0,07	0,10	0,05	0,07

Fuente: Elaboración propia.

3.5.2. Análisis bivariado de las variables (Matriz de correlaciones)

La tabla 3.15 muestra el análisis de correlación entre los factores institucionales formales y el nivel de transparencia en GC. La multicolinealidad potencial entre las variables explicativas ha sido analizada a través de la obtención de los valores de inflación de la varianza (VIF) y el nivel de tolerancia. La tabla 3.15 (panel A), detalla los coeficientes de Pearson para todas las variables de estudio. El análisis muestra que el ITGC está positivamente correlacionado con el año de estudio, el tamaño del CA, la composición del CA, la dualidad COB-CEO, la existencia del comité de auditoría, así como con el tamaño de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral); y con el nivel de endeudamiento ($p < 0,05$, prueba bilateral). Por su parte, el ITGC muestra una correlación negativa con el WGI, el nivel de inflación (CPI), la tasa de crecimiento del PIB, la concentración de la propiedad ($p < 0,01$, prueba bilateral) y el sector industrial ($p < 0,05$, prueba bilateral).

Con respecto a las correlaciones positivas entre las variables independientes, encontramos la existencia de relaciones significativas positivas entre el WGI y la concentración de la propiedad, así como con el nivel de endeudamiento y la edad de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral). Del mismo modo, se identifican correlaciones significativas entre la tasa de inflación y la tasa de crecimiento anual de PIB, la dualidad COB-CEO y la existencia del comité de auditoría ($p < 0,01$, prueba bilateral) y la rentabilidad ($p < 0,05$, prueba bilateral). Otras correlaciones positivas las encontramos entre el tamaño del CA y su composición, la dualidad COB-CEO, la existencia del comité de auditoría, el tamaño de la empresa y la rentabilidad con un $p < 0,01$ (prueba bilateral) y la edad de la empresa con un $p < 0,05$ (prueba bilateral); entre la composición del CA y la dualidad COB-CEO ($p < 0,01$, prueba bilateral) y la edad de la empresa ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la dualidad COB-CEO y la existencia del comité de auditoría ($p < 0,01$, prueba bilateral), entre la existencia del comité de auditoría y la participación femenina en el CA, el tamaño de la empresa y la rentabilidad ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre el género en el CA y el nivel de endeudamiento, el tamaño de la empresa y el sector industrial ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre la concentración de la propiedad y el sector industrial ($p < 0,01$, prueba bilateral) y la rentabilidad ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre el nivel de endeudamiento

y el tamaño de la empresa, el sector industrial y el año de estudio ($p < 0,01$, prueba bilateral); y entre el tamaño de la empresa y el sector industrial y el año de estudio ($p < 0,01$, prueba bilateral).

Entre las correlaciones significativas negativas encontramos el WGI con el nivel de inflación, el tamaño del CA, la dualidad del COB-CEO, la existencia del comité de auditoría, la participación femenina en el CA, el tamaño de la empresa y la rentabilidad ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre la tasa de crecimiento del PIB y el tamaño y composición del CA y el año de estudio ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre el nivel de inflación y la composición del CA ($p < 0,01$, prueba bilateral) y la edad de la empresa ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre el tamaño del CA y la concentración de la propiedad ($p < 0,01$, prueba bilateral) y el nivel de endeudamiento y el sector industrial ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la composición y el género del CA, la concentración de la propiedad y el sector industrial ($p < 0,01$, prueba bilateral) y el nivel de endeudamiento ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la dualidad COB-CEO y la concentración de la propiedad y la edad de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral), el género en el CA, la orientación al stakeholder, la orientación a personas, la agresividad, el endeudamiento y el tamaño de la empresa ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la existencia del comité de auditoría y la edad de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral) y la concentración de la propiedad ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la concentración de la propiedad y el endeudamiento ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre la edad de la empresa y el sector industrial empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral) y entre la rentabilidad y el sector industrial y año de estudio ($p < 0,05$, prueba bilateral).

Asimismo se observa que los valores más altos de correlación entre el ITGC y las variables independientes es de 0,390 (año de estudio) y de 0,374 (tamaño del CA); mientras que se registran valores de -0,708 entre el WGI y la existencia del comité de auditoría, de -0,437 entre el WGI y el CPI y de -0,318 entre el tamaño del CA y el WGI. De acuerdo con Gujarati (2003) las correlaciones entre las variables independientes no son consideradas perjudiciales para el análisis multivariable al menos que excedan de 0,80; mientras que Judge et al. (1985) y Bryman y Cramer (1997) afirman que éste valor no deberá exceder de 0,80 o 0,90.

El panel B muestra los coeficientes para el VIF y el nivel de tolerancia, los cuales deberán estar por debajo de 2 para el VIF y por encima de 0,60 para el nivel de tolerancia (Weisberg, 1985; Xiao, Yang y Chow, 2004). En esta línea, Neter, Wasserman y Kutner (1989) proponen que el coeficiente del VIF no deberá exceder el valor de 10, dado que indicaría la presencia de una multicolinealidad perjudicial. Por su parte, si el promedio del VIF es substancialmente menor a 1 nos indica que el análisis de regresión puede estar sesgado (Bowerman y O'Connell, 1990). El promedio del VIF obtenido en nuestro estudio es de 1,363, el cual va en línea con el obtenido por Hossain y Hammami (2009) y Shan y McIver (2011) quienes alcanzan un valor del VIF de 1,47 y 1,42 respectivamente confirmando que su modelo no tiene problemas de multicolinealidad. En nuestro estudio, las variables de WGI y la existencia del comité de auditoría, alcanzan un nivel de tolerancia menor a 0,60, lo cual podría sugerir algún problema de multicolinealidad entre ambas variables, sin embargo el VIF se encuentra dentro de los límites recomendados por Neter, Wasserman y Kutner (1989), mientras que la matriz de correlaciones no muestra problemas fuertes de correlación entre las variables.

Tabla 3.15. Matriz de correlaciones bivariadas

Correlaciones y diagnósticos de colinealidad																
Panel A: Coeficientes de Correlación de Pearson																
	ITGC	WGI	PIB	Inflación	Tam CA (Ln)	Comp CA	COB-CEO	Comité de auditoría	Género	Concentración de la propiedad	Endeudamiento	Edad	Tamaño de la empresa (Ln)	ROA	Sector industrial	Año
ITGC	1,000															
WGI	-0,128**	1,000														
PIB	-0,238**	-0,015	1,000													
Inflación	-0,143**	-0,437**	0,172**	1,000												
Tam CA (Ln)	0,374**	-0,318**	-0,129**	0,015	1,000											
Comp CA	0,243**	-0,021	-0,138**	-0,128**	0,196**	1,000										
COB-CEO	0,090**	-0,305**	-0,042	0,129**	0,214**	0,211**	1,000									
Comité de auditoría	0,292**	-0,708**	0,006	0,245**	0,245**	0,003	0,135**	1,000								
Género	-0,052	-0,125**	-0,025	0,009	-0,046	-0,122**	-0,069*	0,090**	1,000							
Concentración de la propiedad	-0,096**	0,093**	0,001	-0,020	-0,126**	-0,234**	-0,097**	-0,089*	0,038	1,000						
Endeudamiento	0,083*	0,112**	0,001	-0,024	-0,070*	-0,076*	-0,080*	-0,044	0,167**	-0,090**	1,000					
Edad	0,001	0,207**	-0,018	-0,086*	0,089*	0,084*	-0,098**	-0,113**	0,024	0,022	-0,009	1,000				
Tamaño de la empresa (Ln)	0,250**	-0,131**	-0,031	-0,030	0,147**	-0,040	-0,070*	0,177**	0,177**	-0,046	0,262**	0,050	1,000			
ROA	0,055	-0,153**	0,058	0,070*	0,170**	0,046	0,003	0,132**	-0,035	0,077*	-0,163**	0,047	-0,006	1,000		
Sector industrial	-0,080*	0,017	0,039	0,033	-0,084*	-0,202**	-0,107**	0,013	0,198**	0,106**	0,146**	-0,175**	0,146**	-0,070*	1,000	
Año	0,390**	0,020	-0,229**	-0,018	0,046	0,080*	-0,039	0,042	0,017	-0,067	0,128**	0,020	0,211**	-0,072*	-0,002	1,000

* La correlación es significativa a un nivel del 0.05 (prueba bilateral)

**La correlación es significativa a un nivel del 0.01 (prueba bilateral)

Panel B: Factores de inflación de la varianza y de tolerancia			
Variable	B	VIF	Tolerancia
(Constant)	-46,851		
WGI	0,163***	2,937	0,341
PIB	-0,091**	1,126	0,888
Inflación	-0,122***	1,361	0,735
Tam CA (Ln)	0,271***	1,287	0,777
Comp CA	0,135***	1,217	0,822
COB-CEO	0,032	1,219	0,820
Comité de auditoría	0,335***	2,096	0,477
Género	-0,056*	1,138	0,879
Concentración de la propiedad	0,023	1,113	0,898
Endeudamiento	0,063**	1,180	0,847
Edad	-0,060**	1,146	0,873
Tamaño de la empresa (Ln)	0,115***	1,237	0,808
ROA	0,026	1,097	0,912
Sector industrial	-0,052*	1,157	0,864
Año	0,301***	1,133	0,883

1. Las variables han sido definidas en la sección anterior
2. Los coeficientes se basan en 826 observaciones
3. Los coeficientes de significancia son: $p = .10$ (*), $p = .05$ (**) y $p = .01$ (***).
Se resaltan en negrita.
4. Variable independiente: ITGC
5. VIF = Inflación de la varianza

Fuente: Elaboración propia.

3.5.3. Modelo empírico propuesto

Para probar la relación existente entre el nivel de transparencia en GC y los factores institucionales formales, se propone el siguiente modelo empírico:

$$ITGC = \beta_0 + \beta_1 WGI_{it} + \beta_2 CPI_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 Board\_Size_{it} + \beta_5 Board\_Ind_{it} + \beta_6 Duality_{it} + \beta_7 Gender_{it} + \beta_8 Aud_{it} + \beta_9 Own_{it} + \sum_{k=1}^k \delta_k x_{it}^k + \lambda_i + \varepsilon_{it}$$

Donde:

ITGC = Índice de transparencia en GC, el cual fue detallado en el capítulo 2

WGI = Índice de gobierno mundial (sistema legal)

CPI = Tasa de inflación anual

PIB = Tasa de crecimiento anual del PIB

Board_Size = Tamaño del CA

Board_Ind = Proporción de consejeros independientes

Duality = Dualidad COB-CEO

Gender = % de participación femenina en el CA

Audit = Presencia del comité de auditoría

Own = Concentración de la propiedad

$\sum_{k=1}^k \delta_k x_{it}^k$ = Conjunto de variables de control

λ_i = Efectos fijos a nivel empresa

ε_{it} = Término de error

En este sentido, el modelo de efectos fijos asigna una variable única de identificación para cada empresa en la muestra, lo cual nos permite controlar los factores específicos no observados de la empresa y que podrían aplicarse tanto a las variables explicativas como al ITGC. Es importante tomar en cuenta que el modelo de efectos fijos hace referencia a los cambios que pudieran existir en el tiempo, si bien no tiene en cuenta la variación a través de las empresas, en tanto que el OLS refleja la variación entre y a través de la empresa para explicar la variación de la variable dependiente, aunque los resultados pueden ser engañosos, dado que no considera los factores inobservados. Tanto el OLS como el modelo de efectos fijos asumen que las variables explicativas son completamente independientes del nivel de transparencia en el pasado. Así por ejemplo el tamaño del CA puede ser una respuesta a las necesidades de una supervisión y transparencia de la empresa, lo cual sugiere una causalidad inversa entre el tamaño del CA y el ITGC (Pham, Suchard y Zein, 2011).

Para abordar este problema, proponemos en nuestro estudio el GMM. En el contexto del GC, encontramos el trabajo desarrollado por Wintoki, Linck y Netter (2009), quienes toman en cuenta la causalidad inversa entre las variables, haciendo uso de las características de GC y desempeño financiero como instrumentos. El sistema GMM transforma la ecuación en un modelo de primeras diferencias, utilizando los niveles retardados de las variables explicativas y las diferencias en estos niveles retardados como instrumentos para los regresores transformados en primeras diferencias. Por tanto, los instrumentos son las propias variables instituciones formales (sistema legal, tasa de inflación y PIB), las variables de GC y las de control. Al igual que Schultz y Tan (2010), sugerimos que el periodo de tiempo pasado incide en el valor actual de las variables de estudio, particularmente cuando la estructura de GC y las características particulares y de desempeño de la empresa, son determinadas por su desempeño pasado. Por otro lado, el problema de heterogeneidad se presenta cuando hemos omitido de nuestro modelo factores no observados, como es la capacidad gerencial de un ejecutivo, o su nivel de aversión al riesgo, lo cual podría tener una incidencia en el ITGC.

3.5.4. Resumen y medición de las variables de estudio

Las variables de estudio de este primer trabajo son resumidas en la tabla 3.16. Se detalla la medición de las variables y las fuentes bibliográficas en que nos hemos basado para seleccionarlas.

Tabla 3.16. Definición y medición de las variables de estudio

Variable	Definición	Signo esperado	Fuente
<i>Variable dependiente</i>			
ITGC	ITGC compuesto por 43 ítems.		Gandía y Andrés (2005); Garay y González (2008); Leal y Carvalhal-da-Silva (2005); Chong y López-de-Silanes (2006); Qu y Leung (2006); Black, Jang y Kim (2006); Leal y Carvalhal (2005);

Capítulo 3. La influencia de los factores institucionales formales sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

			Lefort y Walker (2005); OCDE (2004)
Variables independientes			
Institucionales formales			
Variables a nivel país			
WGI	Índice mundial de gobierno integrado por seis dimensiones. El valor del índice es calculado por el Banco Mundial	+	World Bank (2010); Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2010); La Porta et al. (1998); Leuz, Nanda y Wysocki (2003)
CPI	Tasa de inflación anual	+	Archambault y Archambault (1999); Dougnik y Salter (1993)
PIB	Tasa de crecimiento del PIB	+	Chan y Cheung (2011), Hope et al. (2008)
GC			
Board_Size	Tamaño del CA: Logaritmo natural del número de miembros en el CA	+	Pham, Suchard y Zein, (2011); Ezat y El-Masry (2008), Kent y Steward, (2008); Barako, Hancock e Izan (2006); Willekens et al. (2005)
Board_Ind	Independencia del consejo: proporción de consejeros externos con respecto al total de miembros en el CA	+	Ezat y El-Masry (2008); Samaha y Dahawy (2010 y 2011); Chen y Jaggi, 2000; Arcay y Vazquez (2005); Leung y Horwitz, 2004; Ajinkya, Bhojraj y Sengupta (2005); Kent y Steward, 2008; Willekens et al. (2005); Abdelsalam y Street (2007)
Duality	Dualidad del COB-CEO: Variable dicotómica que toma el valor de 1 si ambas posiciones son sostenidas por la misma persona y de 0 en caso contrario	-	Samaha et al. (2012); Haniffa y Cooke (2002); Lakhal (2005); Laksmana (2008); Forker (1992); Haniffa y Cooke (2002); Eng y Mak (2003); Gul y Leung (2004); Ezat y El-Masry (2008)
Gender	Porcentaje de participación de las mujeres en el CA	+	Stephenson (2004); Clarke (2005); Huse y Solberg (2006); McInerney-Lacombe, Bilimoria y Salipante (2008); Hillman, Shropshire y Cannella (2007); Adams y Ferreira (2009); Gul, Srinidhi y Ng (2011)
Aud	Existencia de un comité de auditoría: Variable dummy que toma el valor de 1 si existe un comité de	+	Ho y Wong (2001); McMullen y Raghunandan (1996); Forker (1992); Barako, Hancock e Izan (2006); Samaha y Dehawy (2010)

Capítulo 3. La influencia de los factores institucionales formales sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

	auditoría y 0 en caso contrario		y 2011)
Own	Concentración de la propiedad: Porcentaje de las acciones comunes sostenidas por los diez principales accionistas	-	Samaha et al. (2012); Donnelly y Mulcahy (2008); Barako, Hancock e Izan (2006), Vander Bauwhede y Willekens (2008), Gandía (2008), Makhija y Patton (2004); Shan y McIver (2011)
Control			
Lev	Nivel de endeudamiento = deuda a largo plazo/activos totales	+	Giner et al. (2003); Xiao, Yang y Chow (2004); Prencipe (2004); Alvarez (2007); Jaggi y Low (2000); Zarzeski (1996); Willekens et al. (2005); Ho y Wong (2001); Camfferman y Cooke (2002); Chau y Gray (2002); Ferguson, Lam y Lee (2002)
Age	Número de años desde su fundación	-	Hossain y Hammami (2009); Owusu-Ansah (1998)
Lnta	Tamaño de la empresa: logaritmo natural del total de los activos de la empresa	+	Ammann, Oesch y Schmid (2011); Lim, Matolcsy y Chow (2007); Glaum y Street (2003); Hossain y Hammima (2009); Samaha et al. (2012)
ROA	Retorno de los activos, el cual se mide como el cociente entre la ganancia neta y los activos totales al final de cada año de estudio	+	Erhardt, Werbel y Shrader (2003); Collet y Hrasky (2005); Gallego, García y Rodríguez (2009)
Ind	Sector Industrial. Clasificación de la Standard Industrial Classification (SIC). Variables dummies pertenecientes a diez sectores industriales	?	Lefort y Walker (2005); Gandía (2008); Oyelere, Laswad y Fisher (2003); Gul y Leung (2004); Cooke (1992); Aljifri (2008)
Time	Variables dicotómicas para cada año analizado (7 años)		

Fuente: Elaboración propia.

3.5.5. Discusión de resultados: Análisis de regresión y datos de panel

Los resultados del análisis de regresión para probar las hipótesis relacionadas con los factores formales se muestran en la tabla 3.17. Para mostrar un comparativo con estudios previos, en primer lugar se realiza el análisis de de OLS introduciendo variables dummies para cada año y sector industrial. Asimismo, en el modelo dos se adopta el estimador VCE para dar una mayor robustez y confiabilidad a los resultados. Es a partir del modelo tres cuando aplicamos el procedimiento estadístico de datos de panel descrito en la sección de metodología, mientras que el modelo 9 hace uso del estimador PCSEs para datos de panel con errores estándar corregidos (Barako, Hancock e Izan, 2006; 2007; Pham, Suchard y Zein, 2011). Comenzaremos nuestro análisis con el modelo dos, el cual nos muestra los resultados para las nueve hipótesis planteadas en este estudio. Las variables independientes hacen referencia a los factores institucionales formales (sistema legal, nivel de inflación, tasa de crecimiento del PIB y las dimensiones de GC a nivel empresa), mientras que la dependiente es el ITGC. El modelo de regresión múltiple es significativo ($P > 0,000$). El coeficiente ajustado de determinación (R^2), indica que el 46,45% de la variación en la variable dependiente es explicada por las variables independientes. El coeficiente obtenido va en línea con los reportados en estudios anteriores que han utilizado índices de divulgación de información. Ver por ejemplo los realizados por Akhtaruddin (2005) que alcanzan un 55.7%, Haniffa y Cooke (2002) un 46.3% y Ahmed (1996) un 33.2%.

Con respecto a las hipótesis aceptadas en nuestro estudio, se pone de manifiesto la existencia de una relación positiva y estadísticamente significativa entre la fortaleza del sistema legal (WGI) y el ITGC a un nivel del 1%. Esta relación nos permite aceptar la H1, la cual sugiere una relación positiva entre la fortaleza del sistema legal y el nivel de transparencia en GC de las empresas cotizadas. Este resultado es consistente con el encontrado por Holder-Webb et al. (2008) y Chan y Cheung (2011), quienes identifican al sistema legal como un factor determinante en la decisión de divulgar o no información relacionada con el GC. Del mismo modo, Jaggi y Low (2000) sostienen una asociación significativa entre la protección legal y la transparencia

financiera, reconociendo que el sistema legal es la institución más relevante en las actividades de los negocios. Los mismos resultados son alcanzados por Bushman, Piotroski y Smith (2004) quienes demuestran una relación positiva entre el nivel de transparencia en GC y la fortaleza del sistema legal; mientras que Vander Bauwhede y Willekens (2008) ponen de manifiesto una asociación positiva entre la divulgación de información en GC y aquellos países que pertenecen al sistema legal común. Así, en el contexto latinoamericano, el cual se caracteriza por un sistema legal/judicial débil, la demanda por la transparencia corporativa es mayor.

Por otro lado, con respecto a las hipótesis H2 y H3, se observa una asociación estadísticamente significativa, pero con signo negativo, cuando se esperaba una relación positiva. Lo anterior nos demuestra que tanto la tasa de inflación anual (CPI) como la tasa de crecimiento del PIB, inciden negativamente en el nivel de transparencia en GC en los países emergentes bajo estudio. Lo anterior contradice a lo demostrado por Chan y Cheung (2011) y Douppnik y Salter (1993), quienes ponen de manifiesto que el PIB per cápita y el nivel de inflación inciden positivamente en el ITGC. Estos resultados dan lugar a rechazar las H2 y H3, que, en línea con los resultados obtenidos por Archambault y Archambault (2003), nos sugiere la existencia de una posible correlación entre el nivel de inflación y el caso de las economías emergentes, es decir que el comportamiento es distinto a aquellos países desarrollados.

Los resultados obtenidos para las dimensiones de GC sustentan una relación positiva y estadísticamente significativa (nivel del 1%) entre el tamaño del CA, la composición del CA y la existencia del comité de auditoría y el ITGC, aceptándose las H4, H5 y H8. Estos resultados son alcanzados por Allegrini y Greco (2011), quienes demuestran una relación significativa y positiva entre el nivel de divulgación voluntaria y el tamaño del CA y la existencia del comité de auditoría para el caso de empresas en Italia; en tanto que Samaha et al. (2012) sostienen que el nivel de transparencia en GC de empresas cotizadas en Egipto aumenta con la proporción de consejeros independientes en el CA y con el tamaño de la empresa. Bajo este contexto, en nuestro estudio se demuestra que en el caso de economías emergentes latinoamericanas, los CA más grandes generan la experiencia y diversidad necesarias

para realizar sus funciones, incrementando el nivel de transparencia en GC (Gandía, 2008; Kent y Steward, 2008; Willekens et al., 2005; Ezat y El-Masry, 2008).

Del mismo modo, la presencia de miembros independientes en el CA representa un medio de control que mejora la efectividad de éste, centrando su atención a las acciones del equipo directivo y asegurando la consecución de los objetivos de los accionistas, lo cual se verá reflejado en un mayor nivel de transparencia corporativa (Fama y Jensen, 1983; Agrawal y Knoeber, 1996). Estos resultados son sustentados también para el nivel de transparencia en GC de otros países emergentes (Ezat y El-Masry, 2008; Samaha y Dahawy, 2010 y 2011).

Respecto a la existencia del comité de auditoría, la aceptación de la H8 es sustentada por los resultados encontrados por Barako, Hancock e Izan (2006) en el caso de Kenya y de Samaha y Dehawy (2010 y 2011). La H8 nos sugiere que el comité de auditoría cumple con su función de garantizar la integridad de la información financiera, lo cual a su vez permite una disseminación de información veraz y oportuna a los interesados de la empresa (Willekens et al., 2005; Wallace y Naser, 1995).

Por otro lado, se observa una asociación significativa negativa entre el nivel de transparencia en GC y la participación femenina en el CA, lo que nos lleva a rechazar la H7 la cual predecía una relación positiva entre ambas variables. El resultado obtenido va en línea con la perspectiva cultural propuesta por Hofstede (2001), quien sugiere la existencia de una diferencia en el trato entre hombres y mujeres, siendo los CA compuestos por un mayor número de hombres los que divulgan más información corporativa (Jaggi y Low, 2000; Hope, 2003).

Las variables de control significativas en el modelo son el nivel de endeudamiento y el tamaño de la empresa, con una influencia positiva y a un nivel de significancia del 5% y 1%, respectivamente; mientras que la edad de la empresa tiene una incidencia negativa sobre el ITGC a un nivel de significancia del 10%. El nivel de endeudamiento ha sido identificado como un factor relevante al momento de explicar la variación en el ITGC; ello se explica por el hecho de que aquellas empresas más apalancadas están generalmente bajo un escrutinio más estricto por parte de los

acreedores, teniendo mayores incentivos para una mayor divulgación de información (Giner et al., 2003; Xiao, Yang y Chow, 2004; Prencipe, 2004; Alvarez, 2007; Jaggi y Low, 2000; Willekens et al., 2005; Ho y Wong, 2001; Camfferman y Cooke, 2002; Chau y Gray 2002; Ferguson, Lam y Lee, 2002; Hossain, Lin y Adams, 1994; Malone, Fries y Jones, 1993). Por su parte, la teoría de las señales sostiene que las empresas grandes son sujetas a una mayor supervisión por parte del gobierno y las autoridades, y por tanto tienen mayores incentivos para mitigar los costes políticos e incrementar la divulgación de información corporativa; mientras que la teoría del coste-beneficio pone de manifiesto que la información detallada es menos costosa para las grandes empresas en comparación con las pequeñas, dado que éstas pueden verse afectadas competitivamente (Aripin, Tower y Taylor, 2008; Watson, Shrives y Marston, 2002; Da-Silva y Christensen, 2004; Wallace, Naser y Mora, 1994; Ho, 2001; Gandía, 2008; Healy y Palepu, 1995; Lev y Penman, 1990; Buzby, 1975; Watts y Zimmerman, 1978; Firth, 1979). Son diversos los estudios que han encontrado una relación significativa y positiva entre el tamaño de la empresa y el nivel de transparencia en GC (Samaha et al., 2012; Depoers, 2000; Haniffa y Cooke, 2002; Eng y Mak, 2003; Ghazali y Weetman, 2006; Hossain y Reaz, 2007; Al-Shammari, 2008). En nuestro estudio, la edad de la empresa tiene una incidencia negativa sobre el ITGC, lo cual va en línea con los resultados sustentados por Hossain y Hammami (2009) y Owusu-Ansah, (1998), quienes afirman que las empresas más jóvenes tienden a divulgar menos información dado que ésta puede afectar su ventaja competitiva, así como también carecen de un historial de información.

Las hipótesis de estudio no significativas en el modelo, y que, por tanto, hemos rechazado, son las referidas a la dualidad COB-CEO (H6) y la concentración de la propiedad (H9). Asimismo, la rentabilidad (ROA) no resulta ser significativa en nuestro estudio. A pesar de que los CBG y las autoridades reguladoras han propuesto separar las posiciones COB-CEO con el objetivo de mantener la independencia del CA y aumentar el nivel de transparencia corporativa; en el caso de los países bajo estudio, no se logra obtener una relación significativa entre ambas variables. Este mismo resultado es encontrado por Arcay y Vazquez (2005); Cheng y Courtenay (2006); Ghazali y Weetman (2006); Ho y Wong (2001); Berg y Smith (1978); Chaganti, Mahajan y Sharma (1985); Daily y Dalton (1992). Por su parte, la literatura previa

coincide en afirmar que la concentración de la propiedad desempeña una función importante de control, lo cual tiene una incidencia negativa en el nivel de divulgación de información corporativa. Lo anterior nos sugiere que aquellas empresas con una propiedad más dispersa divulgarán más información que aquellas con un patrón de propiedad concentrado (Shan y McIver, 2011; Aoki, 1995; McKinnon y Dalimunthe, 1993). Sin embargo, para el caso de los países emergentes latinoamericanos no se encuentra una relación significativa entre la concentración de la propiedad y el ITGC, lo cual es sustentado por los resultados encontrados por Eng y Mak (2003) y Haniffa y Cooke (2002). En cuanto a la variable de rentabilidad, la gestión divulgará información más detallada para garantizar la continuidad del negocio y como señal de confianza institucional (Rouf, 2011). Sin embargo los resultados obtenidos no sustentan esta premisa, lo que va en línea con los resultados alcanzados por Larrán y Giner (2002); Oyelere, Laswad y Fisher (2003); Giner et al. (2003); Marston y Polei (2004); Prencipe (2004); Lang y Lundholm (1993); Wallace, Naser y Mora (1994) y Hossain y Hammima (2009).

Finalmente, las variables dicotómicas de control referidas al año de estudio y sector industrial resultan ser significativas, con excepción de los años de estudio 2004 y 2005, en donde no se registra un cambio significativo en el ITGC. De acuerdo con Watts y Zimmerman (1986), las empresas que operan en un mismo sector divulgarán información similar en el mercado, pues en caso contrario pueden ser malas señales para los inversores. Del mismo modo, aquellas empresas que se encuentran en sectores más visibles políticamente tendrán mayores incentivos para divulgar información voluntaria con el fin de minimizar los costes políticos (Collet y Hrasky, 2005; Oyelere, Laswad y Fisher, 2003). Bajo este escenario, se muestran diferencias significativas en el ITGC de los sectores industriales en que se ha dividido nuestra muestra de estudio; principalmente en los sectores de materiales, productos básicos de consumo, bienes de consumo discrecional, cuidado de la salud, información y telecomunicaciones.

Continuando con nuestro análisis, y siguiendo el trabajo de Di Miceli et al. (2009), hemos aplicado la metodología de datos de panel, particularmente el modelo de efectos fijos y aleatorios. El test de Hausman nos indica que el modelo de efectos

fijos es el más adecuado en nuestro estudio, obteniendo un p valor (χ^2) de 0,000. El modelo 4 refleja que las variables significativas en el modelo son el PIB (-), la composición del CA (+), la existencia del comité de auditoría (+), el nivel de endeudamiento (+), la edad de la empresa (+) y el tamaño de la empresa (+), a un nivel de significancia del 0,01. Asimismo, la dualidad COB-CEO (-) y la participación femenina en el CA (+) resultan ser significativas en un nivel de significancia del 0,05.

Por su parte, el modelo 5 nos muestra la significancia de las variables agregando el efecto tiempo, a través de la introducción de variables dummies por cada año de análisis. Este modelo nos muestra que las variables significativas son el sistema legal (+), la participación femenina en el CA (+), la existencia del comité de auditoría (+), la edad de la empresa (+) y el tamaño de la empresa (+) a un nivel de significatividad del 0,01; en tanto que la tasa de inflación (-) lo es a un nivel de significatividad del 5% y la composición del CA a un 0,10.

Los datos analizados han mostrado problemas de heterocedasticidad, correlación contemporánea y correlación serial, por lo cual se aplicó, al igual que en el estudio realizado por Barako, Hancock e Izan (2006), el análisis de regresión (OLS) con errores estándar de datos de panel corregidos (PCSEs). El modelo 10 pone de manifiesto que las variables que tienen una incidencia positiva sobre el nivel de transparencia en GC son el sistema legal ($p = 0,05$), tamaño del CA ($p = 0,01$), composición del CA ($p = 0,01$), la existencia del comité de auditoría ($p = 0,01$) y el tamaño de la empresa ($p = 0,01$); en tanto que el PIB ($p = 0,01$), la participación femenina en el CA ($p = 0,05$) y la edad de la empresa ($p = 0,05$) tienen una influencia negativa. Por su parte, las variables no significativas en el estudio son el nivel de inflación, la dualidad COB-CEO, la concentración de la propiedad, el nivel de endeudamiento y la rentabilidad. Podemos observar que las variables que resultaron significativas en el análisis de regresión, también lo son en el análisis con datos de panel; aunque el nivel de inflación y endeudamiento de la empresa no son significativas cuando se incorpora el efecto del tiempo en el análisis. Estos resultados son sustentados por Barako, Hancock e Izan (2006), quienes ponen de manifiesto una relación significativa entre la existencia del comité de auditoría, la composición del CA, el tamaño de la empresa, el sector industrial y el año de estudio y el nivel de

divulgación de información voluntaria; en tanto que variables como la dualidad COB-CEO y rentabilidad no tienen influencia alguna. En el modelo 10 las hipótesis aceptadas son la H1 (sistema legal), H4 (tamaño del CA), H5 (composición del CA) y H8 (existencia del comité de auditoría); mientras que las variables de control significativas son la edad y tamaño de la empresa.

El test de Durbin-Wu-Hausman nos sugiere posibles problemas de endogeneidad en los regresores, por lo que es recomendable aplicar el sistema GMM. De acuerdo con Schultz, Tan y Walsh (2010), las variables relacionadas con el desempeño de la empresa, las dimensiones de GC y las variables de control están correlacionados con su comportamiento pasado, por lo que los retardos de éstas son instrumentos válidos en el análisis. Al igual que los resultados obtenidos por los autores citados, quienes llegan a la conclusión de que no existe una relación significativa entre el desempeño de la empresa y sus dimensiones de GC, en nuestro estudio hemos identificado que no todas las dimensiones de GC están asociadas significativamente al nivel de transparencia en GC, lo cual pudiera sugerir los mismos problemas. Las variables no observadas pueden hacer referencia a la capacidad o actitud de los ejecutivos a ser más transparentes o el nivel aversión al riesgo por parte de la empresa (Haubrinch y Popova, 1998).

El modelo 11 nos muestra los resultados para el sistema dinámico de GMM. Se observa que el número de variables significativas o hipótesis aceptadas se reducen al sistema legal ($p = 0,10$), la composición del CA ($p = 0,10$), la existencia del comité de auditoría ($p = 0,01$), el nivel de endeudamiento ($p = 0,01$) y la rentabilidad de la empresa ($p = 0,10$), las cuales tienen una incidencia positiva sobre el ITGC. Por su parte, los factores formales que no inciden de forma significativa en el nivel de transparencia son el nivel de inflación, el PIB, el tamaño del CA, la dualidad COB-CEO, la participación femenina en el CA, la concentración de la propiedad, la edad y tamaño de la empresa. Los resultados anteriores nos sugieren que mientras más robusto sea el análisis, la significatividad de las variables es menor, e incluso algunas de ellas se convierten en no significativas. Estos resultados son alcanzados por otros estudios que han utilizado la misma metodología (Barako, Hancock e Izan, 2006). Para un mayor detalle de los resultados estadísticos ver el anexo 1.

Capítulo 3. La influencia de los factores institucionales formales sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

Tabla 3.17. La incidencia de los factores institucionales formales sobre el ITGC (Estimación con datos de panel)

Variables independientes	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11
	Pooled data (MCO)	Pooled data (MCO). Estimador robusto (vce)	Efectos aleatorios	Efectos fijos	Two-way efectos fijos	Efectos fijos AR1	FGLS Heterocedasticidad	PCSE Heterocedasticidad y correlación contemporánea	PCSE Heterocedasticidad y autocorrelación	PCSE Heterocedasticidad y correlación contemporánea y correlación serial	Sistema GMM (Arellano y Bond, 1991)
WGI	0,144*** (0,046)	0,144*** (0,045)	0,145** (0,063)	0.155 (0,102)	0,558*** (0,126)	0,223* (0,130)	0,144*** (0,045)	0,144*** (0,054)	0,126*** (0,041)	0,126** (0,054)	0,261* (0,139)
CPI	-0,009*** (0,003)	-0,009*** (0,003)	-0,000 (0,002)	0,000 (0,001)	-0,003** (0,002)	-0,001 (0,001)	-0,009*** (0,003)	-0,009** (0,003)	-0,003** (0,002)	-0,003 (0,002)	-0,001 (0,002)
PIB	-1,646*** (0,284)	-1,646*** (0,288)	-0,384*** (0,087)	-0,215*** (0,083)	-0,073 (0,279)	0,004 (0,164)	-1,646*** (0,279)	-1,646*** (0,312)	-0,675*** (0,204)	-0,675*** (0,253)	0,022 (0,218)
Tamaño CA (Ln)	0,096*** (0,013)	0,096*** (0,016)	0,050*** (0,020)	-0,004 (0,023)	0,002 (0,020)	-0,008 (0,018)	0,096*** (0,013)	0,096*** (0,010)	0,080*** (0,015)	0,080*** (0,009)	-0,023 (0,023)
Composición del CA	0,094*** (0,022)	0,094*** (0,022)	0,111*** (0,029)	0,082*** (0,031)	0,046* (0,028)	0,038 (0,024)	0,094*** (0,022)	0,094*** (0,011)	0,081*** (0,022)	0,081*** (0,013)	0,053* (0,030)
COB-CEO	0.007 (0,010)	0.007 (0,010)	-0,018 (0,013)	-0,031** (0,014)	-0,011 (0,012)	-0,010 (0,011)	0.007 (0,010)	0.007 (0,008)	0.006 (0,010)	0.006 (0,008)	-0,006 (0,014)
Género	-0,202*** (0,057)	-0,202*** (0,066)	0,109 (0,068)	0,247** (0,069)	0,156*** (0,062)	0.029 (0,047)	-0,202*** (0,056)	-0,202*** (0,024)	-0,054 (0,056)	-0,054** (0,027)	0.027 (0,063)
Comité de auditoría	0,128*** (0,015)	0,128*** (0,014)	0,103*** (0,014)	0,089*** (0,014)	0,072*** (0,013)	0,059*** (0,013)	0,128*** (0,014)	0,128*** (0,006)	0,097*** (0,012)	0,097*** (0,008)	0,083*** (0,019)
Propiedad	0.012 (0,026)	0.012 (0,026)	-0,020 (0,032)	0,013 (0,033)	0,004 (0,029)	0,010 (0,028)	0.012 (0,025)	0.012 (0,021)	-0,011 (0,024)	-0,011 (0,018)	0.005 (0,036)
Endeudamiento	0,067** (0,031)	0,067** (0,032)	0,084*** (0,031)	0,086*** (0,030)	0,039 (0,027)	0,001 (0,019)	0,067** (0,031)	0,067** (0,030)	-0,000 (0,028)	-0,000 (0,017)	0,077*** (0,026)
Edad de la empresa	-0,000 (0,000)	-0,000* (0,000)	0,000 (0,000)	0,009*** (0,001)	0,001*** (0,001)	0,000 (0,001)	-0,000* (0,000)	-0,000*** (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000** (0,000)	0,000 (0,000)
Tamaño de la empresa (Ln activos)	0,019*** (0,004)	0,019*** (0,004)	0,066*** (0,005)	0,065*** (0,006)	0,016*** (0,006)	0,001 (0,006)	0,019*** (0,004)	0,019*** (0,003)	0,019*** (0,005)	0,019*** (0,002)	-0,008 (0,008)
ROA	0,091* (0,056)	0.091 (0,070)	0.046 (0,054)	0.058 (0,052)	0.015 (0,047)	0,000 (0,037)	0,091* (0,055)	0,091*** (0,035)	0.017 (0,055)	0.017 (0,034)	0,092* (0,053)
Constante	0,148** (0,078)	0,148** (0,078)	-0,245*** (0,098)	-0,534*** (0,082)	-0,049 (0,089)	0,536*** (0,032)	0,148** (0,077)	0,148*** (0,063)	0,162*** (0,068)	0,162*** (0,054)	0,085 (0,100)
No. de observaciones	826	826	826	826	826	826	826	826	826	826	576
R cuadrado ajustado	0.446	0.464									

Los errores estándar corregidos se muestran entre paréntesis

* Niveles de significancia: * significativo al 10%, ** significativo al 5%, y *** significativo al 1%

Fuente: Elaboración propia.

CAPÍTULO 4

LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES INFORMALES SOBRE EL NIVEL DE TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES INFORMALES SOBRE EL NIVEL DE TRANSPARENCIA EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

La cultura organizacional, entendida como un conjunto de normas y valores, tiene una incidencia en los resultados y prácticas empresariales (Briley y Aaker 2006; Monga y Roedder, 2007), así como en las prácticas contables (Doupnik y Salter, 1995). En un contexto macro, también se ha identificado que el sistema nacional, cultural y corporativo ejercen una influencia sobre el nivel de divulgación de información financiera de las empresas, mientras que el cambio en las normas sociales y culturales incide en una mayor divulgación de información voluntaria (Archambault y Archambault, 2003; Qu y Leng, 2006). Otros autores asumen que ciertos tipos de cultura organizacional conducen a resultados superiores en determinados tipos de entornos (Deshpandé y Farley, 2004; Denison 1984; White, Varadarajan y Dacin, 2003).

Las dimensiones de la cultura nacional han sido ampliamente utilizadas para explicar el comportamiento individual o las diferencias entre países en otras áreas de investigación, siendo limitados los estudios que relacionan las variables culturales con el área de finanzas y contabilidad. Sin embargo, estudios recientes proporcionan una visión general de la relevancia que tiene la cultura en la literatura contable, siendo enfocada principalmente a estudios comparativos relacionados con el control en la gestión y la contabilidad ambiental. Otros se han centrado en explicar las diferencias nacionales sobre el nivel de divulgación de información contable, el conservadurismo y la auditoría (Hope, 2003; Salter y Niswander, 1995), o a un nivel individual, utilizando el trabajo experimental del comportamiento (Chenhall, 2003; Harrison y McKinnon, 1999). Sin embargo, no hemos identificado estudios que asocien las características culturales a nivel empresa con la transparencia corporativa, siendo una línea relevante y actual en la investigación sobre GC.

Bajo este contexto, estudiaremos la posible relación entre los factores institucionales informales (estrategia corporativa, valores organizacionales y orientación al accionista/stakeholder) y el nivel de divulgación de información sobre GC en empresas cotizadas en Latinoamérica. Si bien es cierto que la mayor parte de la literatura ha relacionado las variables culturales con las prácticas corporativas y la divulgación de información, tomando como referencia las dimensiones culturales de Hofstede (1980) y Gray (1988); en nuestro estudio hemos adoptado la clasificación propuesta por O'Reilly, Chatman y Caldwell (1991), Chatman y Jehn (1994), Webster y White (2010) y Simnett, Vanstraelen y Fong Chua (2009). Son diversos los estudios que reconocen la relevancia del GC en países con una pobre protección al inversor y que tienden a expropiar a los accionistas minoritarios (Braga-Alves y Shastri, 2011; Klapper y Love, 2004; Chong y López-de-Silanes, 2007; Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005; Da Silveira y Barros, 2007; De Carvalho y Pennacchi, 2009; Carvalhal-da-Silva y Subrahmanyam, 2007, entre otros); aunque la mayor parte de la literatura existente ha puesto su atención en aquellos factores institucionales formales.

Este capítulo se divide en cuatro partes. La primera se centra en la revisión de la literatura relacionada con los factores institucionales informales y el nivel de transparencia corporativa, lo cual nos permitirá sustentar nuestras hipótesis de estudio. En la segunda sección se desarrolla el modelo teórico que hace referencia a estas relaciones y el cual es la base para la comprobación del modelo empírico. En la tercera sección se describen la metodología y variables de estudio. Finalmente, en la última sección, se muestran los resultados empíricos alcanzados y las conclusiones del trabajo.

4.1. MARCO TEÓRICO

Helmke y Levitsky (2004) describen a las instituciones informales como “*las reglas actuales que están siendo seguidas*”. Éstas no están escritas y frecuentemente dan forma al sistema de actuación de las empresas, teniendo un impacto positivo o negativo en las instituciones formales. La interacción de los factores formales e informales dan origen a cuatro tipos de instituciones informales que, a su vez,

dependen del contexto institucional formal y la compatibilidad de los objetivos formales e informales: complementarias, complacientes, competitivas y sustitutas. En las instituciones complementarias encontramos a las normas, rutinas y costumbres que permiten que la burocracia funcione eficientemente. En las instituciones complacientes encontramos aquellos mecanismos que solucionan problemas de conflictos de interés, tal es el caso de economías de escala en países con sistemas eficientes en los derechos de propiedad, pero también con altos niveles de impuestos y regulación. Las instituciones sustitutas se refieren a las estrategias utilizadas cuando las instituciones formales son inefectivas, aunque los objetivos de las instituciones formales e informales son compatibles (grupos de negocio, tecnología). Finalmente, las instituciones competitivas son adoptadas cuando no existen instituciones formales efectivas y además existen conflictos entre los actores formales e informales (por ejemplo, redes de corrupción, equipos de inspección) (Helmke y Levitsky, 2004).

La cultura, como un conjunto de instituciones y prácticas informales, tiene una interacción con las prácticas de buen gobierno a través del apoyo, limitación y sustitución de las instituciones formales. Dentro del marco de la teoría institucional, la cultura se visualiza como la fuente de limitaciones informales que guían nuestras interacciones diarias, y la importancia de éstas puede ser observada cuando las propias reglas formales impuestas a diferentes sociedades generan distintos resultados (North, 1990:36).

En línea con Stulz y Williamson (2003), la cultura puede afectar a las prácticas financieras al menos en tres aspectos. En primer lugar, los valores que predominan en un país dependen de su cultura; en segundo lugar, afecta el entorno institucional; y, finalmente, en cómo los recursos son asignados en una economía. De acuerdo con Aguilera y Jackson (2010), la cultura es un conjunto de instituciones o prácticas informales que interactúan de forma diversa con las prácticas de GC -apoyando, limitando o sustituyendo a las instituciones formales-. Hofstede (1984:21) define a la cultura como *“la programación colectiva de la mente que distingue a los miembros de un grupo humano de otro”*. Berger y Luckmann (1966) se refieren a la cultura como las construcciones sociales de la realidad; en tanto que Licht, Goldschmidt y Schwartz (2005), desde una perspectiva de GC, hacen referencia a un conjunto de significados,

símbolos y premisas acerca de lo que es bueno o malo, legítimo o ilegítimo y que dan forma a las prácticas y normas adoptadas en una sociedad. Para Schein (2004), la cultura es un conjunto de respuestas aprendidas, en donde las creencias básicas son compartidas por los miembros de una empresa.

En este sentido, la cultura organizacional es una combinación compleja de sistemas formales e informales, procesos e interacciones (Cohen, 1993). La cultura organizacional se refiere a los valores ampliamente compartidos y arraigados entre los empleados de una organización (Baird, Harrison y Reeve, 2007; Chatman y Jehn, 1994; Deshpandé y Webster, 1989; Narver y Slater 1998).

Con respecto al nivel de transparencia financiera, se pone de manifiesto que ésta es mayor en aquellos países de ley común, estando asociada a una mayor demanda por parte de los stakeholders, más que a los propios valores culturales; en tanto que, en países de ley civil, la divulgación de información depende de la actitud que tiene la gerencia hacia la divulgación de información corporativa, la cual a su vez depende de los valores culturales del país (Jaggi y Low, 2000; Gray, 1988). En este contexto, Licht, Goldschmidt y Schwartz (2005) sostienen que las instituciones informales en una sociedad (creencias, normas y valores), constituyen una fuente de motivación y justificación de las instituciones formales, teniendo un impacto en las políticas organizacionales y en los valores de los individuos que toman las decisiones. De acuerdo con Nobes (1983) y Hove (1986), la cultura depende del desarrollo de cada país y su estado de colonización anterior, siendo un factor que incide en el nivel de transparencia financiera.

En la perspectiva cultural y sociológica, la cultura ha sido asociada con la diversidad nacional en GC, dado que permite una interpretación y entendimiento del entorno en que los distintos actores participan. Es extensa la literatura en el campo de los negocios internacionales que ha intentado entender la incidencia que tienen las normas culturales y orientaciones cognitivas sobre las prácticas organizacionales, decisiones estratégicas y el desempeño empresarial (Hofstede, 2001; House, Javidan y Dorfman, 2001; Javidan et al., 2006).

4.1.1. Revisión de estudios previos

Los primeros estudios que se enfocaron a analizar la relación entre la cultura nacional y las prácticas contables y la divulgación de información corporativa tuvieron lugar a mediados de la década de los 70. Tal es el caso del trabajo realizado por Jaggi (1975), quien analiza cómo las orientaciones culturales de los individuos hacia el universalismo y el particularismo inciden en la confiabilidad de la divulgación de información financiera. El trabajo referido sostiene que el universalismo se caracteriza por la independencia y las relaciones impersonales y es propio de países desarrollados; en tanto que el particularismo se enfoca a un sistema centrado en la familia, siendo más frecuente en países en desarrollo, y que da por resultado una baja confiabilidad en la divulgación de información, al menos que se emita regulación al respecto. Siendo éste uno de los primeros trabajos, se carece de un marco teórico para medir las variables culturales, mientras que las hipótesis no son probadas empíricamente. Posteriormente, Hofstede en 1980, realiza un estudio relacionado con los valores culturales en más de 40 países, basándose en un estudio empírico previo en donde se entrevistaron a 117,000 empleados de la IBM. Los valores enfatizan la esencia de la cultura en una sociedad, siendo éstos implícita o explícitamente compartidos, ideas abstractas de qué es bueno, correcto y deseable en una sociedad.

En 1988, Gray adopta las dimensiones culturales desarrolladas por Hofstede (1980) y pone de manifiesto que los valores sociales tienen consecuencias institucionales en el sistema legal, político y económico, así como en la estructura de la propiedad y los mercados de capital; en tanto que no encuentra una relación significativa sobre el nivel de divulgación de información financiera, al igual que Zarzeski (1996), quien no muestra una relación significativa entre las dimensiones culturales y la transparencia financiera en empresas multinacionales. Del mismo modo, Salter y Niswander (1995) confirman que las dimensiones propuestas por Hofstede están relacionadas significativamente con el sistema contable a través de los países, mientras que Douppnik y Tsakumis (2004) ponen de manifiesto que el modelo desarrollado por Gray (1988) explica significativamente las diferencias en los atributos

de la divulgación de información financiera e interpretación de la ley, en países con distintas culturas e instituciones, incluso en aquellos países que operan bajo el mismo conjunto de normas de información financiera (marco institucional). Estudios adicionales se han centrado en analizar la influencia que tiene el entorno cultural sobre los principios y prácticas contables y de divulgación de información (Perera, 1989; Doupnik y Salter, 1995).

Por otro lado, son distintos los estudios que han intentado operacionalizar la cultura. Stulz y Williamson (2003) y Beck, Demircug-Kunt y Levine (2003) han propuesto a la religión como una dimensión cultural, mientras que Franks, Mayer y Rossi (2005) analizan la influencia de factores institucionales informales como la confianza mutua y las culturas regionales sobre los patrones de propiedad y las transacciones financieras. Dentro del contexto de la estrategia empresarial, algunos trabajos han demostrado que la cultura nacional determina la esencia misma de la cultura organizacional y el comportamiento de los empleados (Adair, Okumura y Brett, 2001; DeVoe y Iyengar 2004; Tsui, Nifadkar y Ou, 2007; Yeh 1995), lo cual tiene una incidencia sobre la estrategia y prácticas de una organización en el mercado mundial (DeFrank et al. 1985; Tse et al. 1988), los elementos del proceso de comunicación (Adair, Okumura y Brett, 2001, Ross 1999) o el desarrollo de nuevos productos (Nakata y Sivakumar, 1996). En este contexto, Qu y Leng (2006) sostienen que el cambio en las normas sociales y culturales incide en una mayor divulgación de información voluntaria.

4.2. HIPÓTESIS DE ESTUDIO

Entre los componentes formales de la cultura organizacional encontramos el liderazgo, la estructura, políticas, sistemas de recompensa, mecanismos de socialización y el proceso de toma de decisiones, entre otros. Mientras que los componentes informales incluyen la comunicación y las normas y modelos de conducta, rituales, anécdotas históricas y el propio lenguaje (Cohen, 1993; Frederick, 1995; Schein, 2004; Trevino, 1990; Trevino y Nelson, 2004). Los valores justifican y

guían las funciones, metas y modos de operación de las instituciones sociales (familia, educación, sistemas económico, político y religioso); mientras que los actores sociales (líderes, los encargados de las políticas y las personas individuales) se basan en esos valores culturales para seleccionar sus acciones, evaluar a las personas y explicar y justificar sus acciones y evaluaciones. En este sentido, algunos autores coinciden en que los factores culturales son un sustituto funcional para cubrir la ausencia de factores institucionales formales como el sistema legal y mecanismos de aplicación de contratos (Khanna y Palepu, 2006).

Para entender las dimensiones bajo las cuales la cultura ha sido analizada, partiremos de las escalas propuestas por Hofstede (1980), las cuales intentan medir la identidad cultural a través de los países, siendo ampliamente utilizadas en diversas áreas de investigación. La primera de ellas se refiere al individualismo vs colectivismo, en donde el primero tiene una preferencia por un entorno social sin una cohesión y los individuos deben cuidarse de sí mismos, en tanto que en el segundo se enfoca a un entorno más unido en el cual los individuos pueden esperar de sus familiares o grupos internos una lealtad incondicional. Otra dimensión se refiere a la distancia jerárquica (grande vs pequeña), que mide el grado en el cual los miembros de una sociedad aceptan que el poder se distribuya de forma inequitativa en las organizaciones. Por su parte, la dimensión relacionada con el control de la incertidumbre (fuerte vs débil), hace referencia al grado en el cual los miembros de una sociedad se sienten incómodos con la incertidumbre o la ambigüedad. Finalmente la dimensión de masculinidad vs feminidad, presume una preferencia en la sociedad por el éxito de los logros, el heroísmo, la asertividad y el éxito material en comparación con una preferencia por las relaciones, la modestia, el cuidado de los débiles y la calidad de vida. Mas tarde, Hofstede (2001) agrega la dimensión de orientación a largo plazo.

El marco conceptual de Hofstede ha sido ampliamente utilizado para explicar las diferencias en las prácticas contables y sistemas de divulgación a través de los países (Gray, 1988; Perera, 1989; Gray y Vint, 1995; Zarsekei, 1996; Chanchani y Willett, 2004), dando lugar a su vez a diversos trabajos que han propuesto nuevas dimensiones y valores culturales. Así, por ejemplo, Kwok y Tadesse (2006) ponen de manifiesto que aquellos países más propensos a evitar la incertidumbre, tienen

sistemas basados en instituciones bancarias, mientras que Chui, Lloyd y Kwok (2002) muestran que la cultura tiene una incidencia en el nivel de endeudamiento financiero a través de los países. Del mismo modo, Han et al. (2010) contribuyen a esta línea de investigación, explorando la relación existente entre los sistemas de valores, las características institucionales (entorno legal) y los ingresos discrecionales de la gerencia a través de 32 países. Los citados autores afirman que la evasión del riesgo y el individualismo están significativamente asociadas a la discreción que los gerentes ejercen sobre la divulgación de los ingresos contables. En esta línea, Licht (2001) afirma que las prácticas de GC a nivel país, están en función de las orientaciones culturales históricas de la sociedad. Por otro lado, la orientación cultural tiene una incidencia en aspectos relacionados al sistema legal, la corrupción y la responsabilidad democrática (Licht, Goldschmidt y Schwartz, 2005). En el ámbito del GC, Haniffa y Cooke (2002) analizan los factores de GC y culturales que inciden sobre el nivel de divulgación de información voluntaria en los informes anuales de las empresas en Malasia, encontrando que la proporción de consejeros de Malasia está significativamente asociado al nivel de transparencia voluntaria.

Entre los estudios que han propuesto otras dimensiones o valores culturales podemos citar al realizado por Gray (1988), quien sugiere la existencia de una relación entre la cultura y los patrones en los sistemas contables, proponiendo cuatro dimensiones culturales que inciden en la adopción de determinadas prácticas contables y de transparencia: 1) profesionalismo vs control, 2) uniformidad vs flexibilidad, 3) conservadurismo vs optimismo y 4) confidencialidad vs transparencia. De estos valores, la confidencialidad se refiere a la cantidad de información divulgada por la empresa, mientras que la transparencia incrementa la cantidad de información pública. De acuerdo con estos valores, la confidencialidad aumenta con la evasión de la incertidumbre y la distancia jerárquica, mientras que disminuye con el individualismo y la masculinidad. En esta misma línea, Salter y Niswander (1995) adoptan los valores contables propuestos por Gray y llegan a la conclusión de que éstos explican significativamente el nivel de divulgación de información financiera, mientras que la dimensión de individualismo está significativamente relacionada con la confidencialidad. Gray y Vint (1995) concluyen que los valores asociados con el nivel de divulgación de información son la evasión de la incertidumbre y el individualismo. El

trabajo realizado por Chan y Cheung (2011) pone de manifiesto que las dimensiones culturales de Hofstede explican las diferencias en las prácticas de GC. Ellos encuentran que las dimensiones culturales de Hofstede (2001), referidas al individualismo (IDV), la masculinidad (MAS) y la evasión a la incertidumbre (UAI), así como factores institucionales formales como el sistema legal (ley común) y el PIB per cápita y el ratio valor de mercado a valor en libros, tienen un poder explicativo en los índices de GC.

Sin embargo, varios estudios han criticado las dimensiones de Hofstede por no considerar el cambio cultural en el tiempo e ignorar la variabilidad entre las empresas y los países, dado que estos valores culturales reflejan las peculiaridades de la empresa en la que se basó el estudio (Erez y Earley, 1993; Sivakumar y Nakata, 2001). En este contexto, si la cultura permanece a largo plazo y es relativamente estable para determinadas instituciones, entonces sería difícil explicar el cambio institucional (Aguilera y Jackson, 2010). Schwartz (1999) propone tres valores culturales que enfrentan todas las sociedades: 1) arraigo/autonomía, donde el primero representa un énfasis cultural hacia el mantenimiento del status quo y la propiedad, restringiendo las acciones o inclinaciones que podrían romper la solidaridad del grupo o el orden tradicional; en tanto que la autonomía se enfoca hacia una independencia de los individuos que persiguen sus propias ideas y dirección intelectual; 2) jerarquía/igualitarismo, en donde la primera no permite una distribución equitativa de poder, mientras que el igualitarismo promueve el compromiso voluntario; y 3) superioridad/armonía, en donde la superioridad se refiere a un énfasis cultural para obtener la auto aserción activa, en tanto que la armonía busca un equilibrio dentro de un entorno social y natural.

Gannon (2001) desarrolla un modelo transcultural que visualiza a los países desde dos perspectivas: la social vs la económica. Asimismo, analiza la relación existente entre la cultura y las prácticas de negocios, identificando cuatro tipos de culturas genéricas: la igualdad, enfoque hacia la comunidad, el precio de mercado y la autoridad. Por su parte, O'Reilly, Chatman y Caldwell (1991) construyen un instrumento sobre el perfil de la cultura organizacional, que identifica siete valores culturales:

innovación, estabilidad, respeto a las personas, orientación a resultados, orientación al detalle, orientación al equipo y agresividad. Posteriormente, Chatman y Jehn (1994) y Webster y White (2010) consideran los mismos siete valores que caracterizan a las empresas, siendo similares a los encontrados por Hofstede et al. (1990). Recientemente, Chhokar, Brodbeck y House (2007) visualiza a la cultura nacional a través de nueve dimensiones culturales: asertividad, orientación al futuro, igualdad de género, integridad, colectivismo institucional, colectivismo entre grupo, orientación al desempeño, distancia jerárquica y evasión de la incertidumbre. Stulz y Williamson (2003), afirman que la religión y el idioma en los países constituyen una aproximación de la cultura para explicar las diferencias en los derechos de los accionistas a través de los países.

4.2.1. Orientación accionista vs stakeholder

La teoría del stakeholder pone en evidencia que existe una influencia de los distintos grupos de interés en la toma de decisiones y los valores adoptados por la empresa (Freeman, 1984, 1994; Donaldson y Preston, 1995). En línea con el trabajo realizado por Simnett, Vanstraelen y Fong Chua (2009), adoptaremos en nuestro estudio, como una dimensión de la cultura organizacional, la orientación hacia el stakeholder o hacia el accionista. Siguiendo a la teoría económica clásica, la dimensión accionista/propietario refleja los valores de responsabilidad hacia los inversores con estrategias enfocadas a mantener o incrementar las ventas y controlar los costes, maximizando los beneficios de los poseedores del capital (Friedman, 1970; Friedman y Miles, 2002). Por su parte, existe una dimensión más amplia orientada a la relación con los stakeholders y que representa los valores éticos hacia los empleados, clientes y otros grupos de interés (Waldman et al., 2006). Bradley et al. (1999) identifican dos tipos de cultura en las empresas. La primera está orientada al stakeholder e integra a un amplio espectro de partícipes que poseen un interés legítimo en las actividades corporativas; mientras que la orientación hacia el accionista es una cultura contractualista en donde las empresas se visualizan como instrumentos para la creación de valor para los accionistas, teniendo los otros grupos de interés una menor legitimidad e influencia sobre la gestión empresarial.

Las empresas dentro de un país de ley común tienen una orientación hacia un modelo de GC orientado al accionista, demandando mayor información; mientras que las empresas en países con ley civil presentan un alto grado de propiedad interna, obteniendo la información directamente de la gerencia (Ball, Kothari y Robin, 2000). Simnett, Vanstraelen y Fong Chua (2009) afirman que una cultura orientada al stakeholder o comunitaria es aquella que visualiza a un grupo de partícipes más amplio en las actividades de la empresa, teniendo una influencia significativa en la gestión de la misma; mientras que aquella empresa que tiene una orientación hacia el accionista, tiene como objetivo único crear valor para el accionista.

En palabras de Perera (1989), *“el nivel de divulgación de información financiera recogida en las memorias anuales, parece diferir entre los países como consecuencia de las diferencias en la orientación de valores de las personas que preparan estos informes”*. Bajo este enfoque, Smith, Adhikari y Tondkar (2005) ponen de manifiesto que aquellas empresas que se encuentran en países con un enfoque hacia el stakeholder divulgan más información como parte de su gestión estratégica para reforzar la relación con sus grupos de interés. A pesar de que el estudio mencionado se realizó a nivel país, en nuestro trabajo lo enfocamos a nivel empresa, tomando como referencia la información recogida en las memorias anuales y sitios web de las compañías bajo estudio, particularmente en lo relacionado con su cultura organizacional. Así, nuestra variable es dicotómica, tomando el valor de 1 para aquellas empresas que adopten un enfoque hacia el stakeholder y 0 cuando su enfoque es hacia el accionista.

H10: *En empresas con orientación hacia los stakeholders, el nivel de transparencia GC es más alto que en aquellas empresas orientadas hacia el accionista.*

4.2.2. Valores éticos

La cultura nacional ha sido asociada al nivel de divulgación de información corporativa, y aunque la mayor parte de la literatura ha adoptado las dimensiones desarrolladas por Hofstede y Gray, estudios más recientes, como el desarrollado por Marcoulides y Heck (1993), sostienen que los valores que caracterizan a una organización afectan significativamente el desempeño de ésta. La cultura corporativa determina el comportamiento y ética de los miembros de una organización. Furnham y Gunter (1993) ponen de manifiesto que una cultura corporativa fuerte y eficaz, ejerce una fuerte presión sobre la forma de actuar y pensar de los individuos. Así, si la cultura de una empresa hace hincapié en determinados valores, los miembros de esa organización tienden a adoptarlos en su comportamiento relacionado con el trabajo.

De acuerdo con Erez y Earley (1993), la cultura se manifiesta a través de una serie de valores sostenidos por los miembros de la sociedad. Estos valores tienen una influencia en la actitudes, cogniciones y comportamiento de los individuos. Un valor puede ser definido como una creencia perdurable sobre un modo específico de conducta o un estado de existencia personal o socialmente preferible (Rokeach, 1973). Los valores constituyen una influencia motivacional poderosa a través de la cual se logra la consecución de estados finales deseados. El sistema de valores juega un papel clave en el sistema individual de creencias, y éste a su vez es un sistema interconectado funcionalmente; un cambio en uno de los subsistemas podría tener un impacto en otros subsistemas Erez y Earley (1993).

Meyers (2004) sugiere que el comportamiento ético y no ético en las empresas es una función de las características individuales y de factores contextuales, dentro de los cuales se encuentra la cultura organizacional (Cohen, 1993; Trevino, 1986). En este sentido, algunos estudios han intentado vincular los diversos atributos de la cultura organizacional con el comportamiento ético (Frederick, 1995; Trevino y Nelson, 2004). Ardichvili, Mitchell y Jondle (2009) identifican cinco características generales relacionadas con la cultura ética en los negocios y que pueden incidir en las prácticas corporativas: 1) misión orientada a valores, 2) equilibrio entre los stakeholders, 3) la eficacia del liderazgo, 4) integridad del proceso y 5) perspectiva a largo plazo.

Asimismo, el liderazgo constituye uno de los elementos más importantes de la cultura ética en las organizaciones (Brown y Treviño, 2006; Treviño, 1990). En palabras de Rossouw (2005), *“la forma en la cual la empresa atiende a sus stakeholders refleja sus estándares éticos”*. En este contexto, las buenas prácticas de GC no son fáciles de mantener, dado que se requiere de políticas éticas bien diseñadas, un liderazgo ético y la incorporación de la ética en los procesos y estrategias organizacionales. Es indispensable, por tanto, contar con una cultura ética a todos los niveles de la organización, y en donde la empresa sea consciente de la relevancia del GC y el cumplimiento de los pronunciamientos recogidos en los códigos de ética (Webley y Werner, 2008).

En esta línea, el trabajo realizado por Webster y White (2010) pone de manifiesto que existe una interacción significativa entre la cultura nacional y organizacional y las prácticas y resultados organizacionales. Particularmente, los valores que inciden en el desempeño de la empresa y que van en línea con los encontrados con Hofstede et al. (1990) son los relacionados con la innovación (+), estabilidad (-), orientación a las personas (+), orientación a los resultados (+), orientación al detalle (+), agresividad (+) y orientación al equipo (+). Si bien es cierto que estos valores no han sido asociados al nivel de divulgación de información corporativa, partiremos de este estudio, así como de los trabajos propuestos por O'Reilly, Chatman y Caldwell (1991) y Chatman y Jehn (1994) para explorar la relación que pudiera existir entre estos valores y el nivel de transparencia en GC, siendo ésta una práctica organizacional. Hemos seleccionado estas dimensiones dado que son fácilmente identificables en las memorias anuales y sitios web de las empresas bajo estudio. Cada valor ético toma el valor de 1 si éste es adoptado por la empresa y 0 en caso contrario.

H11: Los valores éticos de la empresa inciden en el nivel de transparencia de GC en economías emergentes latinoamericanas.

H11-a: El valor cultural de innovación tiene una incidencia positiva en el ITGC.

H11-b: El valor de estabilidad tiene una influencia negativa en el ITGC.

H11-c: El valor de orientación a las personas tiene una asociación positiva con el ITGC.

H11-d: El valor de orientación a resultados tiene una incidencia positiva en el nivel de transparencia en GC.

H11-e: El valor de orientación al detalle tiene una influencia positiva sobre el nivel de divulgación en GC.

H11-f: El valor de agresividad tiene una asociación positiva con el ITGC.

H11-g: El valor de orientación al equipo tiene un impacto positivo sobre el nivel de transparencia en GC.

4.2.3. Estrategia corporativa

Los teóricos en organización y los gestores de las empresas afirman que el logro de la estrategia corporativa depende de una serie de relaciones entre la estructura, sistemas, personas y cultura. Ninguna organización se desempeñará bien en un entorno competitivo a menos que estas cuatro dimensiones de la organización sean coherentes internamente y den forma a la estrategia (Schwartz y Stanley, 1981). Bajo este enfoque, Aitken, Hooper y Pickering (1997) encuentran para aquellas empresas que siguen una estrategia de diversificación, que el tamaño de la empresa, el sector industrial y la participación de los accionistas minoritarios inciden en el nivel de transparencia corporativa. Son distintos los trabajos que han intentado clasificar el tipo de estrategia seguida por la empresa. Así encontramos que Schwartz y Stanley (1981), identifican cuatro estrategias típicas que las empresas implementan y que se relacionan con la cultura organizacional: 1) diversificación de producto y mercado, 2) enfoque hacia los segmentos de mercado más rentables, 3) extensión de la tecnología hacia nuevos mercados y 4) retiro gradual del mercado. Por su parte, Caves (1980) identifica como estrategia central la de multimercado a través de la diversificación, integración vertical y expansión geográfica.

Dentro del campo de la gobernanza empresarial, es inexistente la literatura que hace referencia a la asociación entre el GC y la estrategia de la empresa, siendo el trabajo realizado por Baysinger y Hoskisson (1990) el que tiene una aproximación a

esta línea, el cual se centra en la relación existente entre la composición del consejo y la estrategia corporativa. Los citados autores clasifican la estrategia corporativa en dos bloques. Por un lado las estrategias de control, y por otro, las estrategias de innovación y diversificación. Las primeras están basadas en el desempeño, centrando su atención en el control, evaluación y recompensa del desempeño de los agentes (Eisenhard, 1985). La evaluación del equipo gerencial puede estar basada en aspectos como la calidad del proceso de toma de decisiones (control del comportamiento o estratégico), o en la medición de los resultados en el proceso de toma de decisiones (control del resultado o financiero) (Eisenhardt, 1985; Ouchi, 1980; Thompson, 1967). Por otro lado, la estrategia de diversificación está asociada al porcentaje de participación de los consejeros externos en el CA, mientras que se muestra una asociación negativa entre la proporción de consejeros externos y la intensidad de la investigación y desarrollo. De acuerdo con Hill y Snell (1988), las estrategias de innovación requieren de un alto grado de integración en la empresa, por lo que atrae una mayor participación de miembros internos en el CA, con el objetivo de enfocar a las actividades funcionales de la empresa hacia el proceso de innovación. Para analizar el posible impacto que tiene el tipo de estrategia corporativa adoptada por la empresa en el nivel de transparencia en GC, adoptaremos la clasificación propuesta por Baysinger y Hoskisson (1990).

Partiremos de la premisa de que aquellas empresas que siguen una estrategia de control están sujetas a una mayor evaluación y control de sus resultados obtenidos, por parte de los miembros del CA, lo cual incide en una mayor divulgación de información corporativa. Por su parte, en la estrategia de diversificación existe una mayor participación de consejeros externos, quienes demandarán un nivel de transparencia más alto. Finalmente, las empresas con un enfoque hacia la innovación, requieren de una alta participación de consejeros internos que integren las actividades funcionales de la empresa alrededor de la estrategia, y a su vez protegen los intereses y confidencialidad de la empresa, lo cual es particularmente importante en entornos de alta incertidumbre. En este caso, en aquellas empresas que adopten una estrategia de innovación, el nivel de transparencia corporativa podría ser menor a aquellas empresas que han optado por una estrategia de control o diversificación. En este sentido, nuestra variable es dicotómica, tomando el valor de 1 para aquellas empresas que adopten una

estrategia de control o diversificación y 0 en caso de que la compañía se enfoque a una estrategia de innovación.

H12: Las empresas que siguen una estrategia de control y diversificación obtienen un índice mayor de transparencia en GC que aquellas con una orientación hacia la innovación.

4.2.4. Variables de control

Las variables de control incluidas en el presente estudio se refieren al nivel de endeudamiento, edad tamaño y rentabilidad. Estas variables fueron descritas en el capítulo 4, donde analizamos la influencia de los factores formales sobre el nivel de transparencia en GC.

La tabla 4.1. muestra un resumen de las hipótesis planteadas en este segundo estudio, que se enfoca a analizar la incidencia de los factores informales sobre el ITGC.

Tabla 4.1. Hipótesis planteadas en el segundo modelo (factores informales)

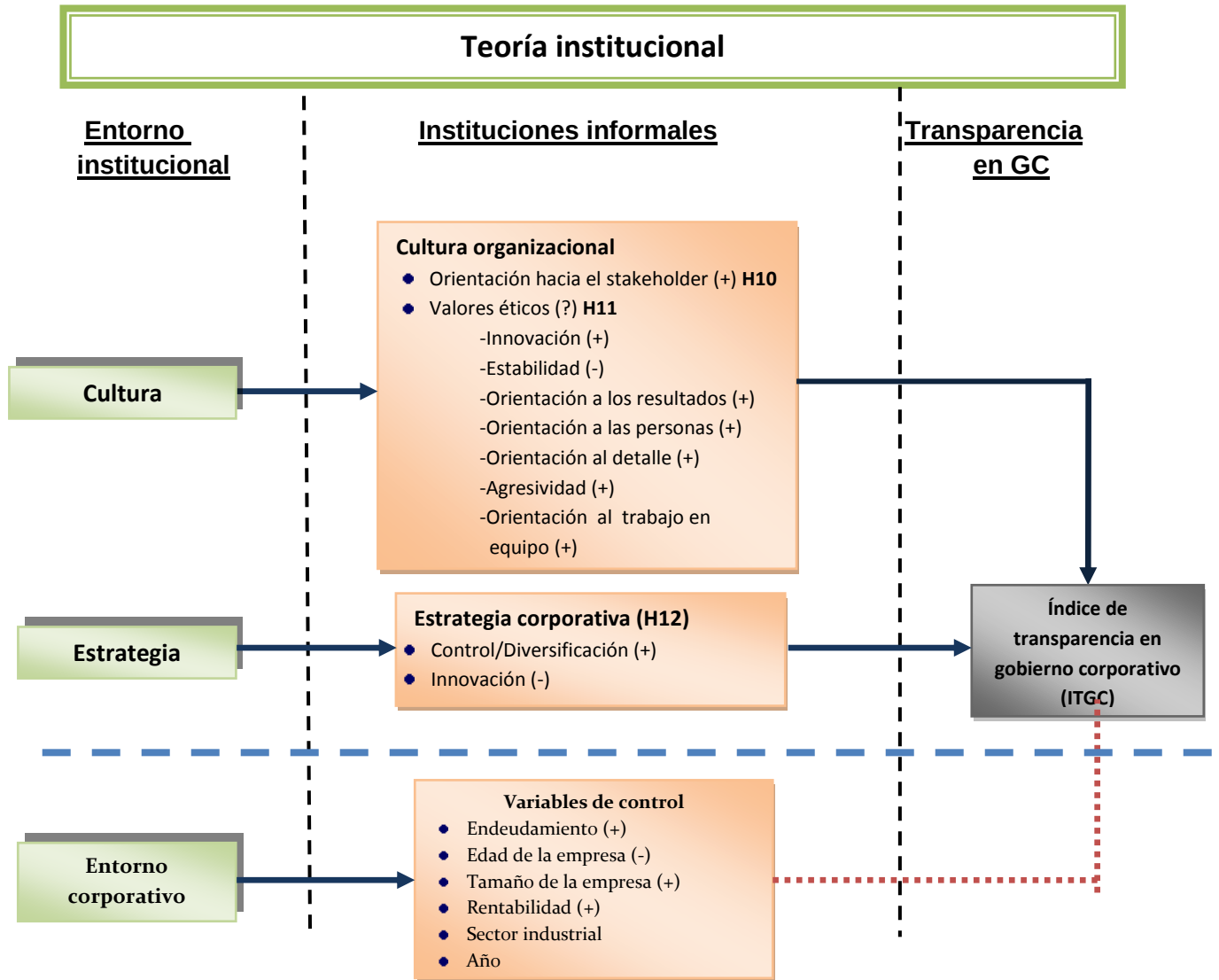
Hipótesis	Descripción	Signo esperado
H10	La orientación hacia el stakeholder tiene una influencia en el nivel de divulgación en GC	+
H11	Los valores culturales de la empresa están asociados al nivel de transparencia en GC	?
H12	El tipo de estrategia empresarial incide en el nivel de transparencia en GC:	Control y diversificación (+) Innovación (-)
Control	Endeudamiento (+), edad de la empresa (-), tamaño de la empresa (+), rentabilidad (+), sector industrial, año de estudio	

Fuente: Elaboración propia.

4.3. MODELO TEÓRICO PROPUESTO

A partir de las hipótesis propuestas en la sección anterior, y basándonos en los estudios realizados por Smith, Adhikari y Tondkar (2005), Simnett, Vanstraelen y Fong Chua (2009), Webster y White (2010), O'Reilly, Chatman y Caldwell (1991) Chatman y Jehn (1994) y Baysinger y Hoskisson (1990), proponemos el siguiente modelo teórico (ver figura 4.1), el cual muestra las posibles relaciones entre los factores institucionales informales a nivel empresa (orientación hacia el stakehodels vs accionista, valores éticos y estrategia corporativa) sobre el nivel de divulgación en GC. Asimismo, se incluyen las mismas variables de control incluidas en el primer modelo expuesto en el capítulo anterior.

Figura 4.1. Modelo teórico propuesto: La incidencia de los factores institucionales informales sobre el nivel de transparencia en GC



Fuente: Elaboración propia basado en los estudios de Smith, Adhikari y Tondkar (2005), Simnett, Vanstraelen y Fong Chua (2009), Webster y White (2010), O'Reilly, Chatman y Caldwell (1991), Chatman y Jehn (1994) y Baysinger y Hoskisson (1990).

4.4. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

La metodología a aplicarse en este segundo estudio es la de datos de panel, ya que contamos con información correspondiente al periodo 2004-2010. En la sección de metodología de investigación del capítulo tres se describe a detalle la herramienta y procedimientos estadísticos a ser aplicados. Si bien es cierto que los estudios previos en esta línea se han enfocado más hacia la incidencia de los factores formales sobre las prácticas corporativas y de GC, nuestro estudio intenta extender la literatura hacia los factores informales.

4.5. RESULTADOS EMPÍRICOS

4.5.1. Análisis descriptivo de los datos

En relación al enfoque que la empresa ha institucionalizado como parte de su cultura corporativa, encontramos que los países analizados han pasado de una orientación hacia el accionista hacia una visión del stakeholder. Bajo este escenario, se observa que solamente el 25% de las empresas cotizadas argentinas se enfocaban al stakeholder en 2004, mientras que en 2010 se incrementó a un 90%. Lo mismo sucede con Brasil (de 46,3% en 2004 a 84,9% en 2010), Chile (de 62,5% en 2004 a 87,5% en 2010) y México (de 57,1% en 2004 a 73,3% en 2010). Lo anterior muestra una preocupación por parte de la empresa hacia un grupo más amplio de partícipes, lo cual tienen una incidencia en el nivel de transparencia corporativa (Ver tabla 4.2).

Tabla 4.2. Estadísticos descriptivos de la orientación hacia el stakeholder vs accionista

Orientación stakeholder vs accionista (% de adopción de cada enfoque)					
Variable	Año	Argentina	Brasil	Chile	México
Orientación hacia el stakeholder	2004	25,0%	46,3%	62,5%	57,1%
	2005	37,5%	56,5%	67,9%	58,6%
	2006	44,4%	57,1%	72,4%	58,6%
	2007	60,0%	65,4%	77,4%	60,0%
	2008	70,0%	71,7%	71,9%	63,3%
	2009	80,0%	83,0%	84,4%	63,3%
	2010	90,0%	84,9%	87,5%	73,3%
Orientación hacia el accionista	2004	75,0%	53,7%	37,5%	42,9%
	2005	62,5%	43,5%	32,1%	41,4%
	2006	55,6%	42,9%	27,6%	41,4%
	2007	40,0%	34,6%	22,6%	40,0%
	2008	30,0%	28,3%	28,1%	36,7%
	2009	20,0%	17,0%	15,6%	36,7%
	2010	10,0%	15,1%	12,5%	26,7%

Fuente: Elaboración propia.

Los valores culturales que hemos seleccionado para el análisis en los países emergentes latinoamericanos se muestran en la tabla 4.3. A pesar de que la estrategia de innovación no ha sido el principal enfoque estratégico, sí ha sido adoptado como un principio rector o valor cultural dentro de la organización en los cuatro países. Así, los resultados ponen en evidencia que el valor cultural de innovación es adoptado en un 75% (2004) y 70% (2010) en Argentina, mientras que Brasil lo sigue en un 75,6% (2004) y en 83,0% (2010). Chile por su parte es el país que más se ha enfocado al valor cultural de innovación con un 83,3% (2004) y 84,4% (2010), en tanto que México lo adopta en un 75% (2004) y 83,3% (2010). Con respecto al resto de valores, observamos que la orientación a resultados alcanza un alto porcentaje en los cuatro países al igual que la orientación hacia las personas; mientras que el valor de estabilidad es más frecuente encontrarlo en Argentina, Brasil y Chile, en tanto que en México no está presente. Por otra parte, el valor de orientación al detalle es seguido por las empresas cotizadas en Brasil y México con un término medio de 22,6% y 10,0% en 2010, respectivamente. La agresividad no es un valor común adoptado en los países bajo estudio, siendo Chile el que obtiene un mayor porcentaje a lo largo del periodo analizado (3,6% en 2004 y 3,1% en 2010). Finalmente, la cultura hacia el

Capítulo 4. La influencia de los factores institucionales informales sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

trabajo en equipo es de gran relevancia, principalmente en el caso de Brasil (39,0% en 2004 y 66% en 2010), Chile (66,7% en 2004 y 43,8% en 2010) y México (39,3% en 2004 y 40,0% en 2010). Las empresas argentinas obtienen un término medio de 25,0% en 2004 y 20,0% en 2010 en la dimensión cultural de trabajo en equipo.

Tabla 4.3. Valores culturales adoptados en las empresas

% de adopción de los valores culturales					
Variable	Año	Argentina	Brasil	Chile	México
Innovación	2004	75,0%	75,6%	83,3%	75,0%
	2005	50,0%	71,7%	78,6%	75,9%
	2006	44,4%	73,5%	89,7%	75,9%
	2007	40,0%	80,8%	77,4%	83,3%
	2008	50,0%	90,6%	87,5%	86,7%
	2009	60,0%	86,8%	87,5%	86,7%
	2010	70,0%	83,0%	84,4%	83,3%
Estabilidad	2004	37,5%	12,2%	12,5%	0,0%
	2005	37,5%	13,0%	25,0%	0,0%
	2006	33,3%	24,5%	17,2%	0,0%
	2007	20,0%	28,8%	9,7%	0,0%
	2008	60,0%	28,3%	25,0%	0,0%
	2009	50,0%	35,8%	37,5%	3,3%
	2010	40,0%	50,9%	53,1%	3,3%
Orientación a resultados	2004	87,5%	100,0%	100,0%	96,4%
	2005	100,0%	97,8%	100,0%	96,6%
	2006	100,0%	100,0%	96,6%	96,6%
	2007	100,0%	98,1%	96,8%	96,7%
	2008	100,0%	98,1%	93,8%	96,7%
	2009	100,0%	98,1%	93,8%	96,7%
	2010	100,0%	100,0%	96,9%	93,3%
Orientación al personal	2004	62,5%	75,6%	83,3%	71,4%
	2005	62,5%	78,3%	85,7%	86,2%
	2006	66,7%	75,5%	82,8%	82,8%
	2007	80,0%	90,4%	83,9%	86,7%
	2008	80,0%	90,6%	96,9%	90,0%
	2009	80,0%	92,5%	100,0%	90,0%
	2010	90,0%	86,8%	100,0%	86,7%
Orientación al detalle	2004	0,0%	9,8%	0,0%	10,7%
	2005	0,0%	8,7%	0,0%	3,4%
	2006	0,0%	6,1%	0,0%	3,4%
	2007	0,0%	13,5%	0,0%	10,0%
	2008	0,0%	11,3%	0,0%	10,0%
	2009	0,0%	15,1%	0,0%	10,0%
	2010	10,0%	22,6%	0,0%	10,0%
Agresividad	2004	0,0%	2,4%	0,0%	0,0%
	2005	0,0%	0,0%	3,6%	0,0%
	2006	0,0%	0,0%	6,9%	0,0%
	2007	0,0%	0,0%	3,2%	0,0%
	2008	0,0%	1,9%	6,2%	0,0%
	2009	0,0%	1,9%	6,2%	3,3%
	2010	10,0%	1,9%	3,1%	3,3%
Trabajo en equipo	2004	25,0%	39,0%	66,7%	39,3%
	2005	12,5%	46,9%	42,9%	44,8%
	2006	22,2%	53,1%	34,5%	44,8%
	2007	10,0%	59,6%	35,5%	36,7%
	2008	20,0%	67,9%	53,1%	43,3%
	2009	30,0%	60,4%	46,9%	40,0%
	2010	30,0%	66,0%	43,8%	40,0%

Fuente: Elaboración propia.

La estrategia corporativa adoptada por las empresas bajo estudio se muestra en la tabla 4.4. Se observa que la estrategia más usual en los países emergentes latinoamericanos es la estrategia de control, la cual concentra a aquellas acciones que se enfocan a la eficiencia operativa y financiera, al enfoque en la calidad o el cliente o hacia el control de los mercados en que opera la empresa. Por otro lado, la estrategia de innovación es menos aplicada en estos países. Así, encontramos que en el caso de Argentina el 87,5% (2004) y el 90,0% (2010) siguen una estrategia de control, en tanto que Brasil obtiene un 80,5% (2004) y un 84,9% (2010). Del mismo modo, Chile y México han adoptado la estrategia de control en un mayor porcentaje (95,8% y 92,0% en 2004, y 90,6% y 80,0% en 2010, respectivamente). Del mismo modo, se observa un incremento en la utilización de la estrategia de control en los casos de Chile y México, en tanto que Argentina la ha reducido.

Tabla 4.4. Estadísticos descriptivos de la estrategia corporativa

Estrategia corporativa (Estrategia de innovación vs estrategia de control)

Variable	Año	Argentina	Brasil	Chile	México
Estrategia de innovación	2004	12,5%	19,5%	4,2%	7,1%
	2005	12,5%	10,9%	17,9%	10,3%
	2006	33,3%	10,2%	10,3%	13,8%
	2007	0,0%	13,5%	12,9%	30,0%
	2008	10,0%	17,0%	18,8%	13,3%
	2009	30,0%	13,2%	12,5%	10,0%
	2010	10,0%	15,1%	9,4%	20,0%
Estrategia de control	2004	87,5%	80,5%	95,8%	92,9%
	2005	87,5%	89,1%	82,1%	89,7%
	2006	66,7%	89,8%	89,7%	86,2%
	2007	100,0%	86,5%	87,1%	70,0%
	2008	90,0%	83,0%	81,2%	86,7%
	2009	70,0%	86,8%	87,5%	90,0%
	2010	90,0%	84,9%	90,6%	80,0%

Fuente: Elaboración propia.

4.5.2. Análisis bivariado de las variables (matriz de correlaciones)

La tabla 4.5 muestra el análisis de correlación entre los factores institucionales informales y el nivel de transparencia en GC. La multicolinealidad potencial entre las variables explicativas ha sido analizada a través de la obtención de los valores de inflación de la varianza (VIF) y el nivel de tolerancia. La tabla 4.5 (panel A), detalla los coeficientes de Pearson para todas las variables de estudio. El análisis muestra que el ITGC está positivamente correlacionado con la orientación hacia el stakeholder, los valores éticos de la innovación, la orientación al personal, la orientación al trabajo en equipo, el tamaño de la empresa y el año de estudio ($p < 0,01$, prueba bilateral); y con el nivel de endeudamiento ($p < 0,05$, prueba bilateral). Por su parte, el ITGC muestra una correlación negativa con la estrategia corporativa y el sector industrial ($p < 0,05$, prueba bilateral).

Con respecto a las correlaciones positivas entre las variables independientes, encontramos relaciones significativas positivas entre la orientación del stakeholder y los valores éticos de innovación, estabilidad, orientación a personas y orientación al equipo, así como con el nivel de endeudamiento, la edad de la empresa, el tamaño de la empresa, el año de estudio ($p < 0,01$, prueba bilateral) y el enfoque a resultados ($p < 0,05$, prueba bilateral). También se observa una relación significativa y positiva entre la innovación y el nivel de endeudamiento ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la innovación y la orientación a personas, el trabajo en equipo, el nivel de endeudamiento, el tamaño de la empresa y el sector industrial ($p < 0,01$, prueba bilateral), la rentabilidad y el año de estudio ($p < 0,05$, prueba bilateral). Asimismo se muestra una relación significativa, pero negativa, entre la innovación y la edad de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral). Otras relaciones significativas las encontramos entre el valor ético de la estabilidad y el nivel de endeudamiento, el tamaño de la empresa, el año de estudio y el sector industrial ($p < 0,01$, prueba bilateral) y la orientación al detalle ($p < 0,05$, prueba bilateral).

Del mismo modo, se identifican correlaciones significativas positivas entre la orientación a resultados y el trabajo en equipo, el tamaño de la empresa y la rentabilidad ($p < 0,01$, prueba bilateral), la orientación al personal y la edad de la

empresa ($p < 0,05$, prueba bilateral); así como una relación negativa con la agresividad. Otras correlaciones positivas las encontramos entre la orientación al personal y el trabajo en equipo, la edad de la empresa, el tamaño de la empresa y el año de estudio ($p < 0,01$, prueba bilateral) y el nivel de endeudamiento ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la orientación al detalle y el trabajo en equipo, el tamaño de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral) y el año de estudio ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la agresividad y la edad de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre el trabajo en equipo y el nivel de endeudamiento, la edad de la empresa y el tamaño de la empresa ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre el nivel de endeudamiento y el tamaño de la empresa, el año de estudio y el sector industrial ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre el tamaño de la empresa y el año de estudio y el sector industrial ($p < 0,01$, prueba bilateral). El análisis de correlación muestra algunas relaciones negativas entre la rentabilidad y el año y sector industrial ($p < 0,05$, prueba bilateral); y entre el endeudamiento y la rentabilidad ($p < 0,01$, prueba bilateral).

Asimismo, se observa que los valores más altos de correlación entre el ITGC y las variables independientes es de 0,390 (año de estudio) y de 0,250 (tamaño de la empresa); mientras que se registran valores de 0,365 entre la orientación hacia el stakeholder y la orientación a personas, de 0,247 entre la innovación y la orientación a personas y de 0,262 entre el nivel de endeudamiento y el tamaño de la empresa. De acuerdo con Gujarati (2003), las correlaciones entre las variables independientes no son consideradas perjudiciales para el análisis multivariable al menos que excedan de 0,80; mientras que Judge et al. (1985) y Bryman y Cramer (1997) afirman que éste valor no deberá exceder de 0,80 o 0,90.

El panel B muestra los coeficientes para el VIF y el nivel de tolerancia, los cuales deberán estar por debajo de 2 para el VIF y por encima de 0,60 para el nivel de tolerancia (Weisberg, 1985; Xiao, Yang y Chow, 2004). En esta línea, Neter, Wasserman y Kutner (1989) proponen que el coeficiente del VIF no deberá exceder el valor de 10, dado que indicaría la presencia de una multicolinealidad perjudicial. Por su parte, si el promedio del VIF es substancialmente menor a 1 nos indica que el análisis de regresión puede estar sesgado (Bowerman y O'Connell, 1990). El promedio del VIF obtenido en nuestro estudio es de 1,141, el cual va en línea con el obtenido por

Hossain y Hammami (2009) y Shan y McIver (2011) quienes alcanzan un valor del VIF de 1,47 y 1,42 respectivamente. En este segundo modelo no se observan altas correlaciones.

Tabla 4.5. Matriz de correlaciones bivariadas

Panel A: Coeficientes de Correlación de Pearson																
	ITGC	Stakeholder	Innovación	Innovación	Estabilidad	Resultados	Gente	Detalle	Agresividad	Equipo	Endeudamiento	Edad	Tamaño de la empresa (Ln)	ROA	Año	Sector
ITGC	1,000															
Stakeholder	0,155**	1,000														
Estrategia corporativa	-0,083*	-0,020	1,000													
Innovación	0,205**	0,279**	-0,005	1,000												
Estabilidad	0,045	0,100**	0,013	0,007	1,000											
Resultados	0,025	0,085*	0,001	0,052	0,067	1,000										
Gente	0,095**	0,356**	0,033	0,247**	0,010	0,087*	1,000									
Detalle	0,055	0,031	0,036	0,053	0,070*	0,046	0,065	1,000								
Agresividad	-0,005	0,004	0,006	-0,016	-0,032	-0,145**	0,058	-0,040	1,000							
Equipo	0,150**	0,184**	0,015	0,253**	0,037	0,123**	0,163**	0,124**	-0,046	1,000						
Endeudamiento	0,083*	0,154**	0,070*	0,142**	0,146**	-0,059	0,076*	-0,039	0,015	0,078*	1,000					
Edad	0,001	0,187**	-0,001	-0,111**	0,053	0,071*	0,136**	-0,003	0,154**	0,089*	-0,009	1,000				
Tamaño de la empresa (Ln)	0,250**	0,194**	0,058	0,143**	0,124**	0,122**	0,121**	0,092**	0,010	0,079*	0,262**	0,050	1,000			
ROA	0,055	0,030	0,035	0,084*	-0,039	0,185**	0,004	0,016	-0,023	0,039	-0,163**	0,047	-0,006	1,000		
Año	0,390**	0,217**	-0,024	0,087*	0,209**	-0,036	0,162**	0,084*	0,062	0,059	0,128**	0,020	0,211**	-0,072*	1,000	
Sector	-0,080*	0,007	0,014	0,146**	0,178**	-0,043	0,001	-0,046	-0,045	0,002	0,146**	-0,175**	0,146**	-0,070*	-0,002	1,000

* La correlación es significativa a un nivel del 0.05 (prueba bilateral)

**La correlación es significativa a un nivel del 0.01 (prueba bilateral)

Panel B: Factores de inflación de la varianza y de tolerancia			
Variable	B	VIF	Tolerancia
(Constant)	-53,367		
Stakeholder	0,007	1,300	0,769
Estrategia corporativa	-0,084**	1,015	0,985
Innovación	0,151***	1,225	0,816
Estabilidad	-0,024	1,126	0,888
Resultados	-0,015	1,115	0,897
Gente	-0,024	1,214	0,824
Detalle	-0,011	1,046	0,956
Agresividad	-0,019	1,064	0,940
Equipo	0,087**	1,120	0,892
Endeudamiento	0,001	1,174	0,852
Edad	-0,058*	1,128	0,887
Tamaño de la empresa (Ln)	0,183***	1,190	0,841
ROA	0,063**	1,083	0,923
Año	0,345***	1,160	0,862
Sector	-0,131***	1,148	0,871

1. Las variables han sido definidas en la sección anterior
2. Los coeficientes se basan en 826 observaciones
3. Los coeficientes de significancia son: $p = .10$ (*), $p = .05$ (**) y $p = .01$ (***).
Se resaltan en negrita.
4. Variable independiente: ITGC
5. VIF = Inflación de la varianza

Elaboración propia.

4.5.3. Modelo empírico propuesto

Para estudiar la posible relación entre el ITGC y los factores institucionales informales en las empresas de mayor cotización bursátil en Latinoamérica, se propone el siguiente modelo empírico:

$$ITGC = \beta_0 + \beta_1 Stakeholder_{it} + \beta_2 Values_{it} + \beta_3 Strategy_{it} + \sum_{k=1}^k \delta_k x_{it}^k + \lambda_i + \varepsilon_{it}$$

Donde:

ITGC = Índice de transparencia en GC

Stakeholder = Orientación al stakeholder vs orientación al accionista

Values = Valores éticos de las empresas

Strategy = Tipo de estrategia adoptada por la empresa (control/diversificación vs innovación)

$\sum_{k=1}^k \delta_k x_{it}^k$ = Conjunto de variables de control

λ_i = Efectos fijos a nivel empresa

ε_{it} = Término de error

Al igual que en el estudio realizado en el capítulo tres relacionado con los factores institucionales formales que inciden en el ITGC, hemos adoptado la metodología de datos de panel descrita con anterioridad, tomando en cuenta la posible causalidad inversa entre las variables y el problema de variables omitidas en el modelo (heterogeneidad), basándonos en los estudios realizados por Wintoki, Linck y Netter (2009) y Schultz y Tan (2010).

4.5.4. Resumen y medición de las variables de estudio

Las variables de estudio de nuestro segundo estudio empírico son resumidas en la tabla 4.6. Se detalla la medición de las variables y las referencias en las que hemos basado su selección.

Tabla 4.6. Definición y medición de las variables de estudio

Variable	Definición	Signo esperado	Fuente
<i>Variable dependiente</i>			
ITGC	ITGC compuesto por 43 ítems		Gandía y Andrés (2005); Garay y González (2008); Leal y Carvalhal-da-Silva (2005); Chong y López-de-Silanes (2006); Qu y Leung (2006); Black, Jang y Kim (2006); Leal y Carvalhal (2005);

Capítulo 4. La influencia de los factores institucionales informales sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

			Lefort y Walker (2005); OCDE (2004)
Variables independientes			
Variables institucionales informales a nivel empresa			
Stakeholder	Orientación hacia el stakeholder vs orientación hacia el accionista (variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa tiene un enfoque al stakeholder)	+	Simnett, Vanstraelen y Fong Chua (2009); Waldman et al. (2006); Bradley et al. (1999); Smith, Adhikari y Tondkar (2005)
Values	Cada valor ético establecido por la empresa como parte de su cultura organizacional, toma el valor de 1 si éste es adoptado por la organización y 0 en caso contrario	Innovación (+) Estabilidad (-) Orientación a personas (+) Orientación a resultados (+) Orientación al detalle (+) Agresividad (+) Orientación al equipo (+)	Webster y White (2010); O'Reilly, Chatman y Caldwell (1991); Chatman y Jehn (1994)
Strategy	Tipo de estrategia adoptada por la empresa (1 si la empresa sigue una estrategia de control/diversificación y 0 si se enfoca a la innovación)	Control /diversificación (+) Innovación (-)	Baysinger y Hoskisson (1990); Hill y Snell (1988)
Control			
Lev	Nivel de endeudamiento = deuda a largo plazo/activos totales	+	Giner et al. (2003); Xiao, Yang y Chow (2004); Prencipe (2004); Alvarez (2007); Jaggi y Low (2000); Zarzeski (1996); Willekens et al. (2005); Ho y Wong (2001); Camfferman y Cooke (2002); Chau y Gray (2002); Ferguson, Lam y Lee (2002)
Age	Número de años desde su fundación	-	Hossain y Hammami (2009); Owusu-Ansah (1998)
Lnta	Tamaño de la empresa: logaritmo natural del total de los activos de la empresa	+	Ammann, Oesch y Schmid (2011); Lim, Matolcsy y Chow (2007); Glaum y Street (2003); Hossain y Hammima (2009); Samaha et al. (2012)
ROA	Retorno de los activos, el	+	Erhardt, Werbel y Shrader (2003);

	cual se mide como el cociente entre la ganancia neta y los activos totales al final de cada año de estudio		Collet y Hrasky (2005); Gallego, García y Rodríguez (2009)
Ind	Sector Industrial. Clasificación de la Standard Industrial Classsification (SIC). Variables dummies pertenecientes a diez sectores industriales	?	Lefort y Walker (2005); Gandía (2008); Oyelere, Laswad y Fisher (2003); Gul y Leung (2004); Cooke (1992); Aljifri (2008)
Time	Variables dicotómicas para cada año analizado (7 años)		

Fuente: Elaboración propia.

4.5.5. Discusión de resultados: Análisis de regresión y datos de panel

La influencia del entorno cultural en las prácticas contables ha sido analizada por diferentes estudios (Jaggi, 1975; Gray, 1988; Perera, 1989; Doupnik y Salter, 1995; Zarzeski, 1996; Jaggi y Low, 2000). En 1988, Gray (1988) desarrolla una serie de hipótesis referidas a la asociación entre los valores subculturales contables y las dimensiones de cultura desarrolladas por Hofstede (1980). El citado autor sostiene que el nivel de divulgación de información financiera podría verse influenciado negativamente por las dimensiones culturales de evasión de la incertidumbre y distancia de poder; y positivamente con las dimensiones individualismo y masculinidad. De acuerdo con Stafsudd (2009), los mecanismos informales de GC, como las normas y las redes corporativas, pueden soportar a las dimensiones formales como la ley para mejorar el nivel de protección de los accionistas. En palabras de North (1990) y Roe (2002), el entendimiento de la cultura puede afectar las interacciones de la estructura económica, afectando el comportamiento social y corporativo de la empresa.

Los resultados de este estudio se muestran en la tabla 4.7. Al igual que en el modelo anterior, se realizó el análisis de regresión múltiple (OLS), incluyendo como

variables dummies el país, sector industrial y año, para integrar sus posibles efectos. En este modelo se analiza el impacto que tienen los factores informales como la orientación hacia el stakeholder, los valores éticos adoptados por la empresa y el tipo de estrategia corporativa seguida por la empresa, sobre la decisión de divulgar o no información en GC. El modelo de regresión múltiple resulta ser significativo en un ($P > 0,000$). El coeficiente ajustado de determinación (R^2) indica que el 28,84% de la variación en la variable dependiente es explicada por las variables independientes. Los coeficientes de las variables ponen de manifiesto que las variables institucionales informales significativas en el modelo son la estrategia de la empresa con una influencia negativa, así como los valores éticos de innovación (+), agresividad (-) y orientación al equipo (+).

Por su parte, la orientación al stakeholder y los valores éticos relacionados con la estabilidad, orientación a resultados, orientación a personas y orientación al detalle no son significativos en el OLS. Con respecto a las variables de control, la edad de la empresa (-), su tamaño (+) y la rentabilidad (+) resultan ser significativas en el modelo, en tanto que el nivel de endeudamiento no es significativa. Bajo el análisis de regresión OLS solo se acepta parcialmente la hipótesis H11, dado que son algunos valores éticos los que muestran una influencia significativa sobre el ITCG, en tanto que la orientación hacia el stakeholder no resulta ser significativa y el tipo de estrategia adoptada muestra un signo contrario al esperado. Las variables dicotómicas de control referidas al año de estudio y sector industrial resultan ser significativas, con excepción de los años de estudio 2004 y 2005, en donde no se registra un cambio significativo en el ITGC. Estos resultados van en línea con los encontrados por Jaggi y Low (2000), quienes concluyen que la cultura es un factor no significativo en países de ley común, aunque en el caso de países de ley civil sostienen algunas relaciones significativas. Del mismo modo nuestros resultados ponen de manifiesto que los valores culturales tienen una influencia en la adopción de las prácticas y resultados empresariales (Ardichvili, Mitchell y Jondle, 2009; Webster y White, 2010).

A partir del modelo tres, podemos observar el uso de la metodología de datos de panel, aplicando en el modelo 9 el estimador PCSEs (Barako, Hancock e Izan, 2006; Barako, 2007; Pham, Suchard y Zein, 2011). Si bien es cierto que no contamos

con estudios previos que hayan relacionado el nivel de transparencia en GC y los factores institucionales informales como la cultura organizacional, tomamos como referencia el trabajo desarrollado por Di Miceli et al. (2009) para aplicar la metodología de datos de panel, particularmente el modelo de efectos fijos y aleatorios. El test de Hausman nos indica que el modelo de efectos fijos es el más adecuado en nuestro estudio, obteniendo un p valor (χ^2) de 0,000. El modelo 4 nos indica que las variables significativas (p valor < 0,01) en nuestro modelo son la orientación al stakeholder (+) y la orientación a personas, en tanto que los valores éticos de innovación (+), estabilidad (+) y orientación a resultados (+) son significativos a un nivel del 0,05. Del mismo modo las variables de control significativas (p valor < 0,01) son el nivel de endeudamiento (+), la edad de la empresa (+) y el tamaño de la empresa (+).

Los datos analizados han mostrado problemas de heterocedasticidad, correlación contemporánea y correlación serial, por lo cual se aplicó al igual que en el primer estudio realizado, el análisis de regresión (OLS) con errores estándar de datos de panel corregidos (PCSEs). El modelo 10 nos sugiere que las variables que tienen una incidencia positiva sobre el nivel de transparencia en GC son la orientación al stakeholder (p = 0,01), la innovación (p = 0,10), la orientación al equipo (p = 0,01) y el tamaño de la empresa (p = 0,01); mientras que la estrategia corporativa, enfocada principalmente a la de control (p = 0,05) y la edad de la empresa (p = 0,05) tienen una incidencia negativa. Las variables no significativas en el modelo son los valores referidos a la estabilidad, orientación a resultados, orientación a personas, orientación al detalle, la agresividad, así como el nivel de endeudamiento y rentabilidad de la empresa. En este contexto, es aceptada la hipótesis H10 (orientación hacia el stakeholder), lo cual va en línea con los resultados obtenidos por Smith, Adhikari y Tondkar (2005), quienes afirman que aquellas empresas con un enfoque hacia el stakeholder divulgan más información como parte de su gestión estratégica para ganar la confianza de sus terceros interesados. Por otro lado, la H11 es parcialmente aceptada, dado que son algunos de los valores culturales propuestos los que tienen una incidencia sobre el desempeño y prácticas corporativas; mientras que la H12 (estrategia de la empresa) es rechazada. Bajo este contexto, los valores éticos que inciden positivamente en el nivel de transparencia en GC son la innovación y la orientación al trabajo en equipo.

El test de Durbin-Wu-Hausman nos sugiere posibles problemas de endogeneidad en los regresores, por lo que es recomendable aplicar el sistema GMM. De acuerdo con Schultz, Tan y Walsh (2010), las variables relacionadas con el desempeño de la empresa, las dimensiones de GC y las variables de control están correlacionados con su comportamiento pasado, por lo que los retardos de éstas son instrumentos válidos en el análisis. El modelo 11 nos muestra los resultados para el sistema dinámico de GMM. Se observa que el número de variables significativas o hipótesis aceptadas se reducen a la orientación al stakeholder ($p = 0,01$), la orientación al trabajo en equipo ($p = 0,10$), el nivel de endeudamiento ($p = 0,01$) y la rentabilidad de la empresa ($p = 0,10$), las cuales tienen una incidencia positiva sobre el ITGC. La divulgación de información corporativa como una práctica organizacional, se ve influenciada por ciertos valores éticos que son parte de la cultura (O'Reilly, Chatman y Caldwell, 1991; Chatman y Jehn, 1994). Al igual que en el estudio de los factores formales, las dos variables de control significativas se mantienen en este estudio, lo cual da una mayor confiabilidad a los resultados.

Por su parte, los factores informales que no inciden de forma significativa en el nivel de transparencia son la estrategia corporativa, los valores éticos de innovación, estabilidad, orientación a resultados, orientación a personas, orientación al detalle y la agresividad, así como la edad y tamaño de la empresa. Si bien es cierto que la estrategia enfocada al control ha sido asociada a un mayor nivel de transparencia corporativa (Baysinger y Hoskisson, 1990), en el caso de los países emergentes latinoamericanos se pone de manifiesto que este factor incide pero de forma negativa. Los resultados obtenidos en nuestro estudio nos sugieren que una cultura organizacional que es óptima en su entorno puede no serlo cuando éste cambia, siendo difícil la adaptación, dado que una vez creados los canales de información y otros elementos de la organización, limitan la reacción de la empresa hacia un nuevo entorno (Posner, 2010). Para un mayor detalle ver los resultados estadísticos en el anexo 2.

Capítulo 4. La influencia de los factores institucionales informales sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

Tabla 4.7. La incidencia de los factores institucionales informales sobre el ITGC (Estimación con datos de panel)

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11
Variables independientes	Pooled data (MCO)	Pooled data (MCO). Estimador robusto (vce)	Efectos aleatorios	Efectos fijos	Two-way efectos fijos	Efectos fijos AR1	FGLS Heterocedasticidad	PCSE Heterocedasticidad y correlación contemporánea	PCSE Heterocedasticidad y autocorrelación	PCSE Heterocedasticidad y correlación contemporánea y correlación serial	Sistema GMM (Arellano y Bond, 1991)
Estrategia (control vs innovación)	-0,028** (0,013)	-0,028** (0,014)	-0,010 (0,008)	-0,008 (0,008)	-0,007 (0,007)	-0,005 (0,005)	-0,028** (0,013)	-0,028*** (0,011)	-0,008 (0,007)	-0,009** (0,004)	-0,006 (0,007)
Orientación stakeholder vs innovación	0,006 (0,012)	0,006 (0,012)	0,051*** (0,009)	0,043*** (0,009)	0,027*** (0,008)	0,018*** (0,006)	0,006 (0,012)	0,006 (0,007)	0,020*** (0,008)	0,020*** (0,005)	0,021*** (0,008)
Innova	0,051*** (0,013)	0,051*** (0,014)	0,021** (0,009)	0,018** (0,009)	0,011 (0,008)	-0,001 (0,005)	0,051*** (0,013)	0,051*** (0,014)	0,013* (0,008)	0,013* (0,006)	-0,005 (0,008)
Estabilidad	-0,007 (0,012)	-0,007 (0,011)	0,024*** (0,008)	0,015* (0,008)	0,006 (0,007)	0,005 (0,005)	-0,007 (0,012)	-0,007 (0,013)	-0,001 (0,006)	-0,001 (0,006)	0,004 (0,007)
Orientación a resultados	-0,027 (0,031)	-0,027 (0,036)	0,038 (0,026)	0,053** (0,025)	0,053** (0,023)	-0,004 (0,015)	-0,027 (0,031)	-0,027 (0,023)	0,006 (0,023)	0,006 (0,012)	0,021 (0,022)
Orientación a personas	-0,016 (0,015)	-0,016 (0,017)	0,034*** (0,010)	0,034*** (0,010)	0,022*** (0,009)	0,001 (0,008)	-0,016 (0,014)	-0,016 (0,012)	-0,000 (0,010)	-0,000 (0,006)	-0,000 (0,010)
Orientación al detalle	-0,012 (0,018)	-0,012 (0,017)	0,015 (0,013)	0,011 (0,013)	0,003 (0,012)	0,010 (0,008)	-0,012 (0,018)	-0,012 (0,012)	0,008 (0,010)	0,008 (0,007)	0,016 (0,011)
Agresividad	-0,038 (0,035)	-0,038* (0,022)	0,018 (0,021)	0,015 (0,020)	-0,001 (0,018)	0,007 (0,013)	-0,038 (0,034)	-0,038** (0,017)	-0,006 (0,012)	-0,006 (0,011)	0,003 (0,019)
Orientación al equipo	0,028*** (0,010)	0,028*** (0,010)	0,006 (0,007)	0,005 (0,007)	0,005 (0,006)	0,008* (0,004)	0,028*** (0,010)	0,028*** (0,006)	0,015*** (0,006)	0,015*** (0,005)	0,011* (0,006)
Endeudamiento	0,009 (0,036)	0,009 (0,037)	0,099*** (0,030)	0,103*** (0,030)	0,057** (0,027)	0,003 (0,020)	0,009 (0,035)	0,009 (0,024)	0,006 (0,030)	0,006 (0,017)	0,086*** (0,027)
Edad de la empresa	-0,000*** (0,000)	-0,000*** (0,000)	0,000 (0,000)	0,008*** (0,001)	0,001 (0,001)	0,000 (0,001)	-0,000*** (0,000)	-0,000*** (0,000)	-0,000* (0,000)	-0,000** (0,000)	0,000 (0,001)
Tamaño de la empresa (Ln activos)	0,031*** (0,004)	0,031*** (0,004)	0,069*** (0,005)	0,062*** (0,005)	0,028*** (0,006)	0,006 (0,006)	0,031*** (0,004)	0,031*** (0,001)	0,027*** (0,005)	0,027*** (0,002)	-0,004 (0,008)
ROA	0,175*** (0,065)	0,175** (0,075)	-0,023 (0,054)	-0,001 (0,053)	-0,010 (0,050)	-0,002 (0,038)	0,175*** (0,064)	0,175*** (0,047)	0,023 (0,055)	0,023 (0,039)	0,091* (0,054)
Constante	0,355*** (0,059)	0,355*** (0,057)	-0,076 (0,093)	-0,417*** (0,055)	0,147** (0,071)	0,646*** (0,022)	0,355*** (0,058)	0,355*** (0,032)	0,354*** (0,052)	0,354*** (0,023)	0,183** (0,077)
No. de observaciones	826	826	826	826	826	826	826	826	826	826	576
R cuadrado ajustado	0,2634	0,2884									

Los errores estándar corregidos se muestran entre paréntesis

* Niveles de significancia: * significativo al 10%, ** significativo al 5%, y *** significativo al 1%

Fuente: Elaboración propia.

CAPÍTULO 5

LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES FORMALES E INFORMALES SOBRE LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN EN GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

LA INFLUENCIA DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES FORMALES E INFORMALES EN LA DIVULGACIÓN SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO: EL CASO DE LATINOAMÉRICA

Bajo el enfoque de la nueva teoría institucional, cuyos mayores exponentes son Ronald Coase y Oliver Williamson, se afirma que la función primordial de las instituciones es reducir los costes de transacción en el mercado, lo cual conduce a una disminución de los costes de adquisición y procesamiento de información, de la asimetría de información, de los costes de agencia y del oportunismo (Posner, 2010). De acuerdo con Davis (2005), la investigación en GC más relevante y prometedora busca entender el contexto institucional en el que se produce, en contraste con la teoría de la agencia o la perspectiva de los costes de transacción. Por su parte, Groenewegen (2004) sostiene que en la economía institucional existe un cambio de enfoque centrado en las empresas e individuos a un enfoque centrado en el entorno institucional, el cual explica mejor el comportamiento de GC y los resultados empresariales.

La teoría institucional afirma que las empresas y los países son sistemas sociales y culturales (Judge, Douglas y Kutan, 2008). Si bien es cierto que los sistemas de GC difieren en términos de sus acuerdos institucionales, y esas diferencias dan forma a las posibilidades de cambio o a la difusión de las prácticas de un país a otro, la mayor parte de la investigación no llega a detallar cuáles son esas instituciones clave y cómo afectan las prácticas de GC a nivel empresa (Aguilera y Jackson, 2010). Las instituciones pueden ser definidas como las reglas y normas que guían la interacción entre los individuos, organizaciones y mercados (North, 1990; Scott, 2001 y 2003). De acuerdo con Jaggi y Low (2000), las instituciones de una sociedad son el resultado del entorno socio-político, y éstas incluyen el sistema legal, los grupos familiares, grupos de educación, etc. En la misma línea, Aguilera y Jackson (2010) identifican cuatro perspectivas institucionales que ejercen una influencia en las diferencias y similitudes

de las prácticas de GC a través de los países: económica y gerencial, cultural y sociológica, legal y política.

Dentro del marco de la teoría institucional, Scott (1995) identifica tres niveles de análisis. En el primer nivel se encuentran las instituciones sociales y globales, y es en donde los modelos son formalmente propuestos; estas instituciones dan forma, limitan y facilitan las estructuras y acciones en los otros niveles. En el siguiente nivel se encuentran las estructuras de gobierno y la propia organización, la cual se diferencia de las demás por su tamaño, estructura, cultura, función y capacidad de cambio, y que a su vez inciden en el entorno institucional. Finalmente, en el tercer nivel se encuentran los actores que pueden ser individuos o grupos (Hartley, Butler y Benington, 2002). De acuerdo con Judge, Douglas y Kutan (2008), las empresas son instituciones públicas que se ven influenciadas por fuerzas económicas, políticas y socioculturales. Estos factores pueden llegar a tener una influencia mayor que las variables a nivel empresa o sector industrial en las prácticas de buen gobierno (Doidge, Karolyi y Stulz, 2004).

Por otra parte, la mayor parte de los estudios han llegado a la conclusión de que las características específicas de las empresas afectan el nivel de transparencia corporativa, siendo más escasos los que integran a su vez dimensiones de GC y culturales (Hannifa y Cooke, 2002). En este sentido, como afirman Gibbins, Richardson y Waterhouse (1990), las organizaciones divulgan información para apoyar la eficiencia de la operación, pero también para cumplir con los valores sociales que son reflejados en la regulación y las normas informales. El presente estudio toma como marco de referencia principal la teoría institucional y la teoría de la agencia, las cuales fueron introducidas en el capítulo dos. Dada la relevancia que ha cobrado el estudio de la incidencia de los factores institucionales sobre el nivel de transparencia en GC en otros países, esperamos extender la literatura en esta línea para el caso de países emergentes latinoamericanos, dado que no hemos identificado un estudio que haga referencia a la relación existente entre ambos grupos de variables en la región.

Por su parte, son extensos los estudios que han asociado en un contexto nacional a la divulgación de información corporativa con factores culturales y económicos a nivel país y a nivel empresa. Al igual que los estudios realizados por

Archambault y Archambault (2003) y Matoussi y Jardak (2012), pretendemos analizar un conjunto de variables tanto formales como informales que pudieran incidir en el nivel de transparencia en GC en el contexto de los países emergentes latinoamericanos. En los capítulos tres y cuatro analizamos cuál es el impacto de estas variables, separándolas en dos modelos. Por un lado, pretendemos identificar aquellas dimensiones que tienen una mayor influencia sobre el nivel de transparencia en GC; por otro lado, fortalecer nuestros resultados, consolidando ambos grupos de variables y observar cuales de ellas mantienen su significatividad en el análisis.

5.1. MARCO TEÓRICO

Los factores que inciden en la divulgación de información voluntaria ha sido un área importante de investigación para la contabilidad y finanzas desde la década de los 70, siendo los países europeos y EE.UU. los más analizados (Malone, Fries y Jones, 1993; Raffournier 1995; Lang y Lundholm 1996; Ho y Wong, 2001). Esto sugiere que el sistema de negocios de un país o grupo de países se integra de distintas dimensiones institucionales y culturales que determinan las diferencias en las formas de organización, estrategia y desempeño. Aguilera y Jackson (2003) y Judge, Douglas y Kutan (2008) sostienen que la interacción entre múltiples instituciones tiene una influencia en la legitimidad de las prácticas de GC de un país. En este sentido, Lopes y Rodrigues (2007) demuestran empíricamente que la divulgación de información es una función compleja que depende tanto de factores internos como de factores externos (cultura, sistema legal y antecedentes institucionales). Del mismo modo, Berglöf y Pajuste (2005) ponen de manifiesto la existencia de un fuerte efecto país (sistema legal y prácticas adoptadas) en el nivel de divulgación de información corporativa, al menos para el caso de países de Europa Central y del Este. Por su parte Jaggi y Low (2000) sostienen que las empresas en países de ley común están asociadas a una mayor divulgación de información, comparadas con las empresas en países de ley civil. Asimismo, el citado estudio muestra que los valores culturales no tienen un impacto significativo en países de ley común, en tanto que para los países de ley civil los resultados son mixtos.

En el caso de países emergentes se ha encontrado una conexión entre las estructuras de gobierno y el desarrollo institucional. Así, Steier (2009) sostiene que, en economías emergentes y en desarrollo, la concentración de la propiedad es el modo predominante de gobierno, dada la ausencia de un sistema legal y judicial fuertes. Del mismo modo, Judge, Douglas y Kutan (2008) afirman que las economías emergentes muestran que su sistema de GC puede derivarse de un estado relativamente débil de desarrollo institucional y una tasa de crecimiento económico alta. Por su parte, Globerman y Shapiro (2003) identifican qué mecanismos, como las instituciones formales (derechos de propiedad, regulación, transparencia de información y la responsabilidad), fortalecen la estructura de gobierno y atraen una mayor inversión extranjera. Sin embargo, en los países emergentes, las instituciones informales juegan un papel importante, dado que los mecanismos formales, como los derechos de propiedad o la relación con los inversores externos, no son transparentes o no se cumplen adecuadamente (Peng y Heath, 1996; Estrin y Prevezer, 2011). En este contexto, el conjunto de instituciones informales, que generalmente se refieren a la cultura organizacional, incluye los códigos y creencias compartidas que facilitan la comunicación y coordinación entre los agentes (Crémer, 1993). Por su parte, Peng (2003) reconoce la importancia de la interacción entre las instituciones formales y las informales y sus efectos en la organización de las empresas.

Williamson (2000) identifica cuatro niveles de análisis que conectan la cultura y el sistema legal de los países, siendo el primero de ellos el referido a las instituciones informales, como son las normas, costumbres, creencias, tradiciones y en donde la religión juega un papel importante. El nivel dos se integra de instituciones formales que comprenden las constituciones, leyes y derechos de propiedad. North (1991), ha demostrado que la definición y aplicación de los derechos legales son características importantes en este nivel. En este sentido ambos niveles están vinculados y son complementarios. Finalmente la estructura de gobierno de las empresas y el resultado económico empresarial pertenecen al nivel tres y cuatro respectivamente.

5.1.1. Revisión de estudios previos

La teoría institucional aborda al GC como un conjunto de reglas formales e informales que inciden en la actividad empresarial (North, 1990). Hambrick, Werder y Zajac (2008) definen al GC como el conjunto de estructuras formales, informales y procesos que existen en las funciones de supervisión y responsabilidades en el contexto empresarial. La literatura previa ha intentado explicar la relación existente entre la divulgación de información corporativa y aquellos factores institucionales formales como el sistema legal y político, el sistema económico (desarrollo financiero, inflación y mercados de capital), el sistema corporativo (sistema financiero, propiedad, cotización en otros mercados, dividendos, tipo de auditor y endeudamiento) y el sistema operativo (tamaño de la empresa, sector industrial, ventas al extranjero) (Perera, 1989; Doupnik y Salter, 1993, 1995; Jaggi y Low, 2000; Hope, 2003; Archambault y Archambault, 2003; Chanchani y Willett, 2004). Archambault y Archambault (2003) demuestran empíricamente que los sistemas nacional, cultural y corporativo ejercen una influencia sobre el nivel de divulgación de información financiera de las empresas. De acuerdo con Choi y Levich (1990) y Adhikari y Tondkar (1992), la práctica de divulgar un mayor nivel de información por parte de las empresas depende de las características del entorno de cada país. Estos factores han sido identificados por diversos autores e incluyen la economía, los mercados de capitales, el marco normativo y contable, los mecanismos de aplicación y la cultura (Wallace y Gernon, 1991; Radebaugh y Gray, 1993; Cooke y Wallace, 1990). Del mismo modo, Nobes (1998) y Doupnik y Salter (1995) sugieren que el entorno externo incide en la cultura y estructura institucional, las cuales a su vez determinan la adopción de las prácticas contables.

Por su parte, Nobes (1998) y Hove (1986) sostienen que factores adicionales como el sistema fiscal impositivo de cada país, el nivel de educación de la población, el nivel de desarrollo económico, el sistema legal, el nivel de inflación, la cultura nacional, el sistema político y la religión inciden en el nivel de transparencia financiera; mientras que Millar et al. (2005) hacen referencia a la importancia que tienen los factores institucionales y culturales en las prácticas corporativas adoptadas por las empresas. Estudios más recientes, como el realizado por Rouf (2011), pone de manifiesto que el

nivel de divulgación de información voluntaria se ve fuertemente influenciado por los cambios en las actitudes de la sociedad y determinados factores económicos y de comportamiento como la propia cultura corporativa. La literatura previa ha demostrado que los factores institucionales a nivel macro (económico, legal y financiero) inciden en las prácticas adoptadas por las empresas (Beck y Levine, 2002; Beck, Demirguc-Kunt y Levine, 2003; La Porta et al., 1997 y 1998; Rajan y Zingales, 1998). En este contexto, las instituciones juegan un papel relevante en países emergentes dado que fortalecen los derechos de propiedad y el entorno legal y normativo.

5.2. HIPÓTESIS DE ESTUDIO

5.2.1. Factores formales e informales

Dado que en los capítulos 3 y 4 sustentamos teóricamente nuestras hipótesis, en esta sección agregamos las hipótesis relacionadas tanto con los factores formales como con los informales. La tabla 5.1 resume las hipótesis de ambos estudios. Lo anterior nos permitirá contrastar un modelo global y fortalecer nuestros resultados, identificando las variables que permanecen significativas en el modelo propuesto.

Tabla 5.1. Hipótesis planteadas en el tercer estudio (factores formales e informales)

Hipótesis	Descripción	Signo esperado
H1	El sistema legal (WGI) incide en el nivel de transparencia en GC	+
H2	El nivel de inflación está asociada al nivel de divulgación de GC	+
H3	El crecimiento del PIB tiene una influencia sobre la transparencia en GC	+
H4	El tamaño del CA incide en el nivel de transparencia en GC	+
H5	La composición del CA influye en la divulgación de información	+

	sobre GC	
H6	La dualidad COB-CEO tiene una incidencia en la transparencia en GC	-
H7	La participación femenina en el CA tiene una influencia en el ITGC	+
H8	La existencia del comité de auditoría incide en la divulgación sobre GC	+
H9	La concentración de la propiedad incide en la transparencia en GC	-
H10	La orientación hacia el stakeholder tiene una influencia en el nivel de divulgación en GC	+
H11	Los valores culturales de la empresa están asociados al nivel de transparencia en GC	?
H12	El tipo de estrategia empresarial incide en el nivel de transparencia en GC:	Control/ diversificación (+) Innovación (-)
Control	Endeudamiento (+), edad de la empresa (-), tamaño de la empresa (+), rentabilidad (+), sector industrial, año de estudio	

Fuente: Elaboración propia.

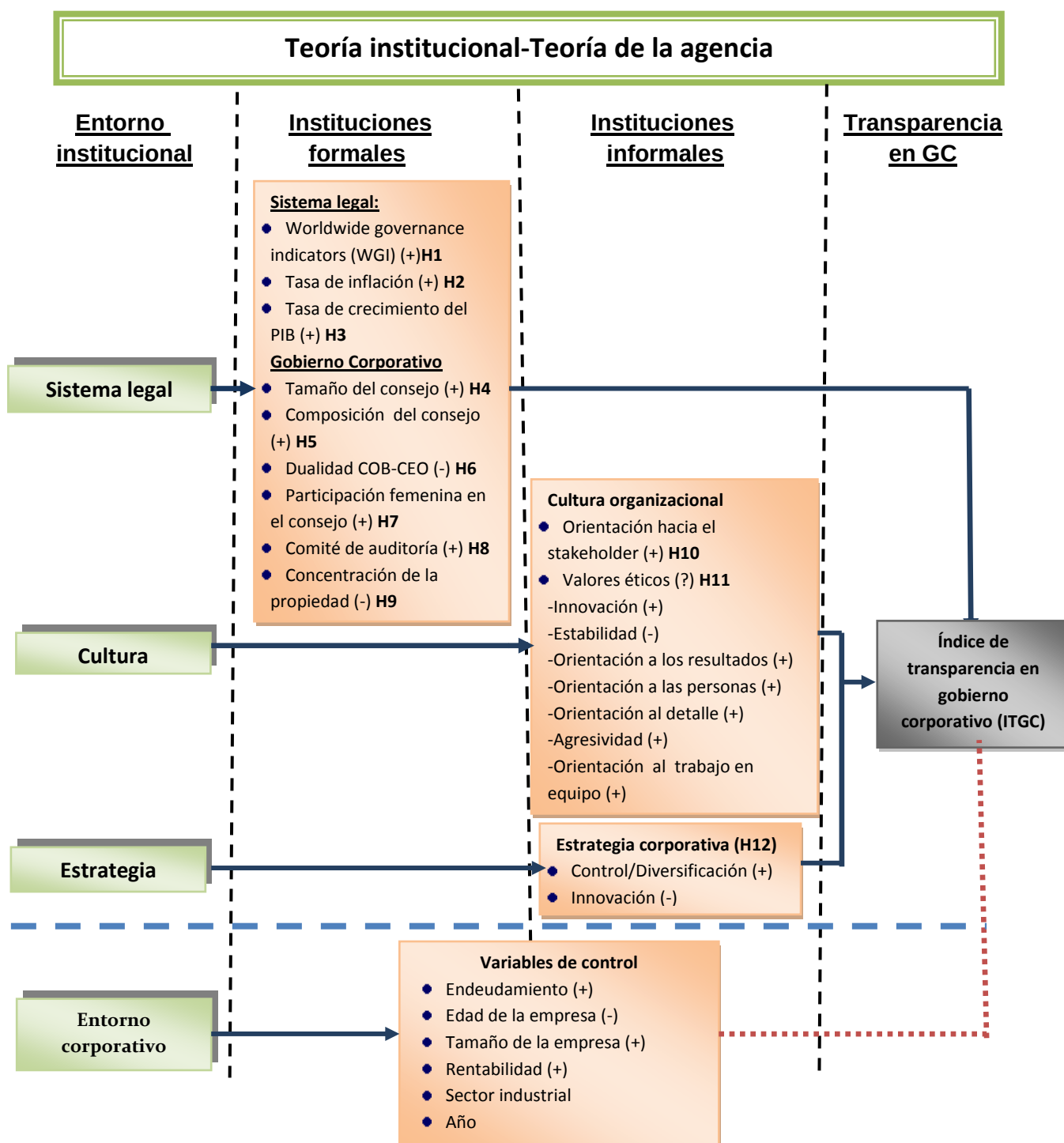
5.3.MODELO TEÓRICO PROPUESTO

Al tenor de lo expuesto, hemos planteado bajo el enfoque de la teoría institucional y la teoría de la agencia, el modelo teórico que se muestra en la figura 5.1. Partiendo de los trabajos desarrollados por Berglöf y Pajuste (2005), Jaggi y Low (2000), Archambault y Archambault (2003), Hope (2003) y Douppnik y Tsakumis (2004), proponemos un modelo que analiza las posibles relaciones entre determinados factores institucionales formales e informales como el sistema legal, el nivel de inflación y el desarrollo económico (PIB), las prácticas de GC, la cultura corporativa y las propias características de la empresa sobre el nivel de transparencia en GC. El modelo propuesto por Jaggi y Low (2000) muestra que el entorno socio-político y económico de

un país incide en el nivel de divulgación de información financiera a través de distintas variables (ver, por ejemplo, Cooke y Wallace, 1990; Riahi-Belkaoui, 1995, 1997; Salter, 1998; Salter y Niswander, 1995), mientras que Douppnik y Tsakumis (2004) desarrollan un modelo que pone de manifiesto que los factores externos inciden sobre los valores sociales y contables, los cuales a su vez tienen consecuencias institucionales sobre el sistema legal, la propiedad corporativa, los mercados de capital, la educación y la religión; así como en el sistema contable, en aspectos relacionados a su autoridad, aplicación, medición y divulgación de información financiera.

El modelo integra una serie de relaciones entre las dimensiones institucionales formales e informales, identificadas y sustentadas en los capítulos 3 y 4. Aunque en el presente estudio aplicaremos este modelo a empresas cotizadas de países emergentes latinoamericanos, nuestra aportación teórica puede ser extendida a otros países, tanto emergentes como desarrollados.

Figura 5.1. Modelo teórico propuesto: La incidencia de los factores institucionales informales e informales sobre el nivel de transparencia en GC



Fuente: Elaboración propia basado en los estudios de Jaggi y Low (2000), Archambault y Archambault (2003), Hope (2003), Douprnik y Tsakumis (2004).

5.4. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

Adoptaremos el procedimiento estadístico aplicado en los capítulos 3 y 4, puesto que seguimos contando con una base de datos que cubre el periodo 2004-2010 y las mismas variables, agregándolas en un solo modelo.

5.5. RESULTADOS EMPÍRICOS

5.5.1. Análisis descriptivo de los datos

En esta sección no se muestran los descriptivos correspondientes a las variables de estudio, dado que éstas fueron descritas en los capítulos 3 y 4.

5.5.2. Análisis bivariado de las variables (Matriz de correlaciones)

La multicolinealidad potencial entre las variables explicativas ha sido analizada a través del análisis de correlación y la obtención de los valores de inflación de la varianza (VIF) y el nivel de tolerancia. La tabla 5.3 (panel A), muestra los coeficientes de Pearson para todas las variables de estudio. El análisis muestra que el ITGC está positivamente correlacionado con el año de estudio, el tamaño del CA, la composición del CA, la dualidad COB-CEO, la existencia del comité de auditoría, la orientación que tiene la empresa hacia el stakeholder, los valores culturales relacionados con la innovación, orientación a personas y el trabajo en equipo, así como con el tamaño de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral); y con el nivel de endeudamiento ($p < 0,05$, prueba bilateral). Si bien es cierto que la literatura relacionada con los valores culturales y el nivel de divulgación de información corporativa es casi inexistente, son diversos los estudios que ponen de manifiesto que distintas dimensiones de GC y características de la empresa inciden positivamente en el nivel de transparencia (Ahmed y Courtis, 1999). Por su parte, el ITGC muestra una correlación negativa con el WGI, el nivel de inflación (CPI), la tasa de crecimiento del PIB, la concentración de la

propiedad ($p < 0,01$, prueba bilateral), el sector industrial y con la estrategia corporativa ($p < 0,05$, prueba bilateral).

Con respecto a las correlaciones positivas entre las variables independientes, encontramos la existencia de relaciones significativas entre el WGI y la concentración de la propiedad, la orientación hacia el stakeholder, los valores de orientación a las personas y agresividad, así como con el nivel de endeudamiento y la edad de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral) y los valores de innovación, estabilidad ($p < 0,05$, prueba bilateral). Del mismo modo, se identifican correlaciones significativas entre la tasa de inflación y la tasa de crecimiento anual de PIB, la dualidad COB-CEO y la existencia del comité de auditoría ($p < 0,01$, prueba bilateral) y la rentabilidad ($p < 0,05$, prueba bilateral). Otras correlaciones positivas las encontramos entre la tasa de crecimiento anual del PIB y el valor cultural de estabilidad ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre la estrategia empresarial y el nivel de endeudamiento ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre el tamaño del CA y su composición, la dualidad COB-CEO, la existencia del comité de auditoría, el valor cultural de innovación, el tamaño de la empresa y la rentabilidad con un $p < 0,01$ (prueba bilateral), la orientación a personas y la edad de la empresa con un $p < 0,05$ (prueba bilateral); entre la composición del CA y la dualidad COB-CEO, la orientación a personas ($p < 0,01$, prueba bilateral) y la edad de la empresa ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la dualidad COB-CEO y la existencia del comité de auditoría ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre la existencia del comité de auditoría y la participación femenina del CA, la orientación al detalle, el tamaño de la empresa y la rentabilidad financiera ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre el género en el CA y la orientación a la innovación y al detalle, el nivel de endeudamiento, el tamaño de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral), la orientación hacia el stakeholder, así como los valores culturales enfocados a los resultados y hacia las personas ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad ($p < 0,05$, prueba bilateral); y entre la orientación al stakeholder y la innovación, la estabilidad, la orientación a personas, el trabajo en equipo, el endeudamiento, la edad de la empresa y el tamaño de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral), así como con la orientación a resultados ($p < 0,05$, prueba bilateral). Entre las correlaciones significativas negativas encontramos el año de estudio con la rentabilidad de la empresa ($p < 0,05$, prueba bilateral); al sector industrial con la composición del CA, la dualidad COB-CEO, la edad

de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral) y la rentabilidad ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre el WGI y el nivel de inflación, el tamaño del CA, la dualidad del COB-CEO, la existencia del comité de auditoría, el género en el CA, la orientación al detalle, el tamaño de la empresa y la rentabilidad ($p < 0,01$, prueba bilateral); entre el nivel de inflación y la composición del CA, la innovación ($p < 0,01$, prueba bilateral), la orientación al personal y la edad de la empresa ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la tasa de crecimiento del PIB y el tamaño y composición del CA, la innovación ($p < 0,01$, prueba bilateral) y la orientación a las personas ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre el tamaño del CA y la concentración de la propiedad, la estabilidad ($p < 0,01$, prueba bilateral) y el nivel de endeudamiento ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la composición del CA y el género, la concentración de la propiedad, la estabilidad ($p < 0,01$, prueba bilateral) y el endeudamiento ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la dualidad COB-CEO y la concentración de la propiedad, la orientación a resultados, la edad de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral), el género en el CA, la orientación al stakeholder, la orientación a personas, la agresividad, el endeudamiento y el tamaño de la empresa ($p < 0,05$, prueba bilateral); entre la existencia del comité de auditoría y la agresividad, la edad de la empresa ($p < 0,01$, prueba bilateral), y la concentración de la propiedad ($p < 0,05$, prueba bilateral); y entre la concentración de la propiedad y el endeudamiento ($p < 0,01$, prueba bilateral).

Asimismo se observa que los valores más altos de correlación entre el ITGC y las variables independientes es de 0,390 (año de estudio) y de 0,374 (tamaño del CA); mientras que se registran valores de -0,708 entre el WGI y la existencia del comité de auditoría; de -0,437 entre el WGI y el CPI y de -0,318 entre el tamaño del CA y el WGI. De acuerdo con Gujarati (2003) las correlaciones entre las variables independientes no son consideradas perjudiciales para el análisis multivariable al menos que excedan de 0,80; mientras que Judge et al. (1985) y Bryman y Cramer (1997) afirman que éste valor no deberá exceder de 0,80 o 0,90.

El panel B muestra los coeficientes para el VIF y el nivel de tolerancia, los cuales deberán estar dentro de los límites propuestos por Weisberg (1985) y Xiao, Yang y Chow (2004) quienes sugieren un valor menor de 2 para el VIF y por encima de 0,60 para el nivel de tolerancia. En esta línea, Neter et al. (1989) proponen que el

coeficiente del VIF no deberá exceder el valor de 10, dado que indicaría la presencia de una multicolinealidad perjudicial. Por su parte, si el promedio del VIF es substancialmente menor a 1 nos indica que el análisis de regresión puede estar sesgado (Bowerman y O'Connell, 1990). Nuestro estudio obtiene un VIF promedio de 1,324 lo cual va en línea con el obtenido por Hossain y Hammami (2009) y Shan y McIver (2011), quienes confirman que su modelo no tiene problemas de multicolinealidad, alcanzando un valor del VIF de 1,47 y 1,42 respectivamente. En nuestro estudio, las variables de WGI y la existencia del comité de auditoría, alcanzan un nivel de tolerancia menor a 0,60, lo cual podría sugerir algún problema de multicolinealidad entre ambas variables, sin embargo el VIF se encuentra dentro de los límites recomendados por Neter et al. (1989), mientras que la matriz de correlaciones no muestra problemas fuertes de correlación entre las variables.

Capítulo 5. La influencia de los factores institucionales formales e informales sobre la divulgación de información en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

Tabla 5.3. Matriz de correlaciones bivariadas

Correlaciones y diagnósticos de colinealidad																									
Panel A: Coeficientes de Correlación de Pearson																									
	ITGC	Año	Sector	WGI	CPI	PIB	Estrategia	Tam CA (Ln)	Comp CA	COB-CEO	Comité de auditoría	Género	Concentración de la propiedad	Stakeholder	Innovación	Estabilidad	Resultados	Gente	Detalle	Agresividad	Equipo	Endeudamiento	Edad	Tamaño de la empresa (Ln)	ROA
ITGC	1,000																								
Año	0,390**	1,000																							
Sector	-0,080*	-0,002	1,000																						
WGI	-0,128**	0,020	0,017	1,000																					
CPI	-0,143**	-0,018	0,033	-0,437**	1,000																				
PIB	-0,238**	-0,229**	0,039	-0,015	0,172**	1,000																			
Estrategia	-0,083*	-0,024	0,014	0,030	-0,040	-0,013	1,000																		
Tam CA (Ln)	0,374**	0,046	-0,084*	-0,318**	0,015	-0,129**	0,011	1,000																	
Comp CA	0,243**	0,080*	-0,202**	-0,021	-0,128**	-0,138**	-0,023	0,196**	1,000																
COB-CEO	0,090**	-0,039	-0,107**	-0,305**	0,129**	-0,042	-0,016	0,214**	0,211**	1,000															
Comité de auditoría	0,292**	0,042	0,013	-0,708**	0,245**	0,006	-0,051	0,245**	0,003	0,135**	1,000														
Género	-0,052	0,017	0,198**	-0,125**	0,009	-0,025	0,059	-0,046	-0,122**	-0,069*	0,090**	1,000													
Concentración de la propiedad	-0,096**	-0,067	0,106**	0,093**	-0,020	0,001	0,021	-0,126**	-0,234**	-0,097**	-0,089*	0,038	1,000												
Stakeholder	0,155**	0,217**	0,007	0,116**	-0,068	-0,044	-0,020	-0,014	-0,006	-0,077*	-0,007	0,086*	0,032	1,000											
Innovación	0,205**	0,087*	0,146**	0,087*	-0,116**	-0,090**	-0,005	0,095**	0,083*	-0,062	0,033	0,129**	0,032	0,279**	1,000										
Estabilidad	0,045	0,209**	0,178**	0,081*	0,017	0,094**	0,013	-0,109**	-0,115**	-0,065	-0,054	0,001	0,015	0,100**	0,007	1,000									
Resultados	0,025	-0,036	-0,043	-0,020	0,022	0,032	0,001	-0,023	0,012	-0,102**	0,051	0,082*	-0,038	0,085*	0,052	0,067	1,000								
Gente	0,095**	0,162**	0,001	0,094**	-0,073*	-0,086*	0,033	0,069*	0,097**	-0,081*	-0,004	0,085*	0,013	0,356**	0,247**	0,010	0,087*	1,000							
Detalle	0,055	0,084*	-0,046	-0,127**	0,030	0,002	0,036	-0,028	0,023	-0,048	0,145**	0,094**	-0,036	0,031	0,053	0,070*	0,046	0,065	1,000						
Agresividad	-0,005	0,062	-0,045	0,096**	0,007	-0,025	0,006	-0,007	-0,016	-0,081*	-0,102**	-0,036	-0,062	0,004	-0,016	-0,032	-0,145**	0,058	-0,040	1,000					
Equipo	0,150**	0,059	0,002	0,024	-0,068	-0,011	0,015	0,008	0,018	-0,053	0,035	-0,067	-0,033	0,184**	0,253**	0,037	0,123**	0,163**	0,124**	-0,046	1,000				
Endeudamiento	0,083*	0,128**	0,146**	0,112**	-0,024	0,001	0,070*	-0,070*	-0,076*	-0,080*	-0,044	0,167**	-0,090**	0,154**	0,142**	0,146**	-0,059	0,076*	-0,039	0,015	0,078*	1,000			
Edad	0,001	0,020	-0,175**	0,207**	-0,086*	-0,018	-0,001	0,089*	0,084*	-0,098**	-0,113**	0,024	0,022	0,187**	0,111**	0,053	0,071*	0,136**	-0,003	0,154**	0,089*	-0,009	1,000		
Tamaño de la empresa (Ln)	0,250**	0,211**	0,146**	-0,131**	-0,030	-0,031	0,058	0,147**	-0,040	-0,070*	0,177**	0,177**	-0,046	0,194**	0,143**	0,124**	0,122**	0,121**	0,092**	0,010	0,079*	0,262**	0,050	1,000	
ROA	0,055	-0,072*	-0,070*	-0,153**	0,070*	0,058	0,035	0,170**	0,046	0,003	0,132**	-0,035	0,077*	0,030	0,084*	-0,039	0,185**	0,004	0,016	-0,023	0,039	-0,163**	0,047	-0,006	1,000

* La correlación es significativa a un nivel del 0.05 (prueba bilateral)

**La correlación es significativa a un nivel del 0.01 (prueba bilateral)

Panel B: Factores de inflación de la varianza y de tolerancia			
Variable	B	VIF	Tolerancia
(Constant)	-44,033		
Año	0,283***	1,248	0,801
Sector	-0,071***	1,232	0,812
WGI	0,148***	3,031	0,330
CPI	-0,116***	1,375	0,727
PIB	-0,094***	1,147	0,872
Estrategia	-0,075***	1,025	0,976
Tam CA (Ln)	0,277***	1,330	0,752
Comp CA	0,134***	1,253	0,798
COB-CEO	0,034	1,245	0,803
Comité de auditoría	0,317***	2,149	0,465
Género	-0,048*	1,203	0,831
Concentración	0,027	1,135	0,881
Stakeholder	0,042	1,320	0,757
Innovación	0,084***	1,282	0,780
Estabilidad	0,041	1,172	0,854
Resultados	0,021	1,152	0,868
Gente	-0,060**	1,241	0,806
Detalle	-0,004	1,091	0,917
Agresividad	0,022	1,092	0,915
Equipo	0,079***	1,152	0,868
Endeudamiento	0,049*	1,233	0,811
Edad	-0,084***	1,215	0,823
Tamaño de la empresa (Ln)	0,103***	1,291	0,774
ROA	0,010	1,151	0,869

1. Las variables son definidas en el cuadro 17

2. Los coeficientes se basan en 826 observaciones

3. Los coeficientes de significancia son: $p = .10$ (*), $p = .05$ (**) y $p = .01$ (***).

Se resaltan en negrita.

4. Variable independiente: ITGC

5. VIF = Inflación de la varianza

Fuente: Elaboración propia.

5.5.3. Modelo empírico propuesto

$$ITGC = \beta_1 WGI_{it} + \beta_2 CPI_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 Board\_Size_{it} + \beta_5 BoardInd_{it} + \beta_6 Duality_{it} + \beta_7 Gender_{it} + \beta_8 Audit_{it} + \beta_9 Own_{it} + \beta_{10} Stakeholder_{it} + \beta_{11} Values_{it} + \beta_{12} Strategy_{it} + \sum_{k=1}^k \delta_k x_{it}^k + \lambda_i + \varepsilon_{it}$$

Donde:

ITGC = Índice de transparencia en GC

WGI = Índice de gobierno mundial (sistema legal)

CPI = Tasa de inflación anual

PIB = Tasa de crecimiento anual del PIB

Board_Size = Tamaño del CA

Board_Ind = Proporción de consejeros independientes

Duality = Dualidad COB-CEO

Gender = Participación femenina en el CA

Audit = Presencia del comité de auditoría

Own = Concentración de la propiedad

Stakeholder = Orientación al stakeholder vs orientación al accionista

Values = Valores éticos de las empresas (Variable dicotómica por cada valor)

Strategy = Tipo de estrategia adoptada por la empresa (control/diversificación vs innovación)

$\sum_{k=1}^k \delta_k x_{it}^k$ = Conjunto de variables de control

λ_i = Efectos fijos a nivel empresa

ε_{it} = Término de error

El modelo empírico propuesto muestra las variables institucionales (formales e informales), sobre el nivel de divulgación de información en GC. A continuación se muestran los resultados obtenidos tanto en el análisis de regresión (OLS) como con la metodología de datos de panel.

5.5.4. Resumen y medición de las variables de estudio

En la tabla 5.2 encontramos las variables de nuestro estudio en base a lo expuesto en los dos capítulos anteriores. En la primera columna se observa el nombre abreviado de la variable, en la segunda columna su definición, en la tercera su signo esperado y en la última columna los principales estudios previos a los que hemos recurrido para su selección y medición.

Tabla 5.2. Definición y medición de las variables de estudio

Variable	Definición	Signo esperado	Fuente
<i>Variable dependiente</i>			
ITGC	ITGC compuesto por 43 ítems		Gandía y Andrés (2005); Garay y González (2008); Leal y Carvalhal-da-Silva (2005); Chong y López-de-Silanes (2006); Qu y Leung (2006); Black, Jang y Kim (2006); Leal y Carvalhal (2005); Lefort y Walker (2005); OCDE (2004)
<i>Variables independientes</i>			
<i>Institucionales formales</i>			
<i>Variables a nivel país</i>			
WGI	Índice mundial de gobierno integrado por seis dimensiones. El valor del índice es calculado por el Banco Mundial	+	World Bank (2010); Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2010); La Porta et al. (1998); Leuz, Nanda y Wysocki (2003)
CPI	Tasa de inflación anual	+	Archambault y Archambault (1999); Doupnik y Salter (1993).
PIB	Tasa de crecimiento del PIB	+	Chan y Cheung (2011), Hope et al. (2008)
<i>Gobierno Corporativo</i>			
Board_Size	Tamaño del CA: Logaritmo natural del número de miembros en el CA	+	Pham, Suchard y Zein, (2011); Ezat y El-Masry (2008), Kent y Steward, (2008); Barako, Hancock e Izan (2006); Willekens et al. (2005)
Board_Ind	Independencia del consejo: de consejeros externos con	+	Ezat y El-Masry (2008); Samaha y Dahawy (2010 y 2011); Chen y

Capítulo 5. La influencia de los factores institucionales formales e informales sobre la divulgación de información en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

	respecto al total de miembros en el CA		Jaggi, 2000; Arcay y Vazquez (2005); Leung y Horwitz, 2004; Ajinkya, Bhojraj y Sengupta (2005); Kent y Steward, 2008; Willekens et al. (2005); Abdelsalam y Street (2007)
Duality	Dualidad del COB-CEO: Variable dicotómica que toma el valor de 1 si ambas posiciones son sostenidas por la misma persona y de 0 en caso contrario	-	Samaha et al. (2012); Haniffa y Cooke (2002); Lakhali (2005); Laksmana (2008); Forker (1992); Haniffa y Cooke (2002); Eng y Mak (2003); Gul y Leung (2004); Ezat y El-Masry (2008)
Gender	Porcentaje de participación de las mujeres en el CA	-	Stephenson (2004); Clarke (2005); Huse y Solberg (2006); McInerney-Lacombe, Bilimoria y Salipante (2008); Hillman, Shropshire y Cannella (2007); Adams y Ferreira (2009); Gul, Srinidhi y Ng (2011)
Aud	Existencia de un comité de auditoría: Variable dummy que toma el valor de 1 si existe un comité de auditoría y 0 en caso contrario	+	Ho y Wong (2001); McMullen y Raghunandan (1996); Forker (1992); Barako, Hancock e Izan (2006); Samaha y Dehawry (2010 y 2011)
Own	Concentración de la propiedad: Porcentaje de las acciones comunes sostenidas por los diez principales accionistas	-	Samaha et al. (2012); Donnelly y Mulcahy (2008); Barako, Hancock e Izan (2006), Vander Bauwhede y Willekens (2008), Gandía (2008), Makhija y Patton (2004); Shan y McIver (2011)
<i>Institucionales informales a nivel empresa</i>			
Stakeholder	Orientación hacia el stakeholder vs orientación hacia el accionista (variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa tiene un enfoque al stakeholder)	+	Simnett, Vanstraelen y Fong Chua (2009); Waldman et al. (2006); Bradley et al. (1999); Smith, Adhikari y Tondkar (2005)
Values	Cada valor ético establecido por la empresa como parte de su cultura organizacional, toma el valor de 1 si éste es adoptado por la organización y 0 en caso	Innovación (+) Estabilidad (-) Orientación a personas (+) Orientación a resultados (+) Orientación al	Webster y White (2010); O'Reilly, Chatman y Caldwell (1991); Chatman y Jehn (1994)

Capítulo 5. La influencia de los factores institucionales formales e informales sobre la divulgación de información en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

	contrario	detalle (+) Agresividad (+) Orientación al equipo (+)	
Strategy	Tipo de estrategia adoptada por la empresa (1 si la empresa sigue una estrategia de control y 0 si se enfoca a la innovación)	Control /diversificación (+) Innovación (-)	Baysinger y Hoskisson (1990); Hill y Snell (1988)
Control			
Lev	Nivel de endeudamiento = deuda a largo plazo/activos totales	+	Giner et al. (2003); Xiao, Yang y Chow (2004); Prencipe (2004); Alvarez (2007); Jaggi y Low (2000); Zarzeski (1996); Willekens et al. (2005); Ho y Wong (2001); Camfferman y Cooke (2002); Chau y Gray (2002); Ferguson, Lam y Lee (2002)
Age	Número de años desde su fundación	-	Hossain y Hammami (2009); Owusu-Ansah (1998)
Lnta	Tamaño de la empresa: logaritmo natural del total de los activos de la empresa	+	Ammann, Oesch y Schmid (2011); Lim, Matolcsy y Chow (2007); Glaum y Street (2003); Hossain y Hammima (2009); Samaha et al. (2012)
ROA	Retorno de los activos, el cual se mide como el cociente entre la ganancia neta y los activos totales al final de cada año de estudio	+	Erhardt, Werbel y Shrader (2003); Collet y Hrasky (2005); Gallego, García y Rodríguez (2009)
Ind	Sector Industrial. Clasificación de la Standard Industrial Classification (SIC). Variables dummies pertenecientes a diez sectores industriales	?	Lefort y Walker (2005); Gandía (2008); Oyelere, Laswad y Fisher (2003); Gul y Leung (2004); Cooke (1992); Aljifri (2008)
Time	Variables dicotómicas para cada año analizado (7 años)		

Fuente: Elaboración propia.

5.5.5. Discusión de resultados: Análisis de regresión y datos de panel

Al igual que en los dos modelos anteriores, se realizó el análisis de regresión múltiple (OLS), incluyendo como variables dummies al sector industrial y año de estudio, para integrar sus posibles efectos. En este modelo se analiza el impacto que tienen los factores formales a nivel macro como el sistema legal, el PIB y el nivel de inflación, así como las características de GC de la empresa y los factores informales (orientación hacia el stakeholder, valores éticos y estrategia). Los resultados se muestran en la tabla 5.4. El modelo de regresión múltiple es significativo ($P > 0,000$). El coeficiente ajustado de determinación (R^2) indica que el 49,13%¹ de la variación en la variable dependiente es explicada por las variables independientes. Al igual que en el estudio realizado por Archambault y Archambault (1999), al integrar tanto los factores formales como los informales se obtiene un R^2 mayor, lo que implica que el conjunto de estos factores tengan un poder explicativo más alto en el análisis, que si realizamos el estudio por separado. Los coeficientes de las variables ponen de manifiesto que las variables institucionales formales significativas en el modelo son el sistema legal (+), el CPI (-), el PIB (-), el tamaño y composición del consejo (+), la participación de las mujeres en el consejo (-), la existencia del comité de auditoría (+), la estrategia de la empresa (cuando ésta es de control vs innovación) (-), la orientación hacia el stakeholder (+), así como los valores éticos de innovación (+), estabilidad (+), orientación a personas (-) y orientación al equipo (+). Por su parte, la dualidad COB-CEO, la concentración de la propiedad y los valores referidos la orientación a resultados, la orientación al detalle y la agresividad no son significativas. Respecto a las variables de control, resultan ser significativas el nivel de endeudamiento (+), la edad de la empresa (-) y su tamaño (+); en tanto que la rentabilidad al igual que en los dos estudios anteriores, no es significativa.

¹El coeficiente obtenido va en línea con el estudio realizado por Archambault y Archambault (1999), quienes alcanzan un 0,53.

Siguiendo la metodología de datos de panel aplicada en los dos estudios anteriores, el test de Hausman nos sugiere que el modelo de efectos fijos es el más conveniente en nuestro análisis, el cual muestra un p valor (χ^2) de 0,000. El modelo 4 pone de manifiesto que los factores que tienen una incidencia positiva y significativa son los relacionados con la composición del CA ($p = 0,05$), la participación femenina en el CA ($p = 0,01$), la existencia del comité de auditoría ($p = 0,01$), la orientación hacia el stakeholder ($p = 0,01$), los valores culturales de innovación ($p = 0,10$), la orientación a resultados ($p = 0,10$), la orientación a personas ($p = 0,01$) y las variables de control de endeudamiento ($p = 0,01$), edad de la empresa ($p = 0,01$) y el tamaño de la empresa ($p = 0,01$). En tanto que la tasa de crecimiento del PIB ($p = 0,05$) y la dualidad COB-CEO ($p = 0,01$) tienen una incidencia significativa pero con signo negativo. Otras dimensiones como el sistema legal, el nivel de inflación, el tamaño del CA, la concentración de la propiedad, los valores éticos relacionados con la estabilidad, la orientación al detalle, la agresividad y la orientación y la orientación al trabajo en equipo, así como la rentabilidad no parecen ser significativas en el estudio.

Sin embargo, para fortalecer nuestro análisis hemos de analizar los posibles problemas de correlación y heterocedasticidad, aplicando posteriormente el estimador PCSEs de datos de panel, para su corrección. El modelo 10 nos muestra que las variables positivas y significativas son el sistema legal ($p = 0,05$), el tamaño del CA ($p = 0,01$), la composición del CA ($p = 0,01$), la presencia del comité de auditoría ($p = 0,01$), la orientación hacia el stakeholder ($p = 0,01$), la orientación al trabajo en equipo ($p = 0,01$) y el tamaño de la empresa ($p = 0,01$). Las relaciones negativas significativas las observamos con la tasa de inflación ($p = 0,10$), el PIB ($p = 0,01$), la participación femenina en el CA ($p = 0,05$) y la estrategia empresarial ($p = 0,05$). Por su parte, no se muestran relaciones significativas entre el ITGC y la dualidad COB-CEO, la concentración de la propiedad, los valores éticos de la innovación, la estabilidad, la orientación a resultados, la orientación a personas, la orientación al detalle, la agresividad, el nivel de endeudamiento y la rentabilidad.

Finalmente, el modelo 11 nos muestra que tomando en cuenta la posible endogeneidad entre las variables explicativas y el ITGC, los factores que inciden de forma significativa y positiva sobre el nivel de transparencia en GC son el sistema legal

($p = 0,10$), la composición del CA ($p = 0,10$), el comité de auditoría ($p = 0,01$), la orientación hacia el stakeholder ($p = 0,01$), la orientación al trabajo en equipo ($p = 0,10$) y el nivel de endeudamiento ($p = 0,01$); mientras que el resto de variables no son significativas en el análisis. Asimismo las variables dummies de sector industrial y año de estudio introducidas en el modelo tienen una influencia significativa en el análisis. En esta línea, Oyelere, Laswad y Fisher (2003) sostienen que el tamaño de la empresa, la liquidez, el sector industrial y la estructura de la propiedad determinan la adopción de la práctica de divulgación de información, dentro del contexto de la divulgación de información diseminada por Internet. Al tenor de lo expuesto las hipótesis aceptadas son el sistema legal (H1), la composición del CA (H5), la existencia del comité de auditoría (H8), la orientación hacia el stakeholder (H10) y la orientación hacia el trabajo en equipo (H11-g).

Los resultados que hemos comentado también han sido sustentados por Archambault y Archambault (2003), quienes indican que la decisión de divulgar o no información corporativa está influenciada por la cultura, el sistema nacional y el sistema corporativo; mientras que Berglöf y Pajuste (2005) sugieren que la diseminación de información por parte de las empresas, depende del entorno legal y las prácticas adoptadas en cada país, así como en empresas más grandes y una mayor concentración de la propiedad. Por su parte, Barako, Hancock e Izan (2006) a través de un estudio longitudinal y utilizando la metodología de datos de panel, muestran una asociación significativa entre el nivel de divulgación de información corporativa voluntaria y los atributos de GC de la empresa, la estructura de la propiedad y las características de la compañía. Ellos muestran al igual que en nuestro estudio, que la presencia del comité de auditoría, la composición del CA, el nivel de endeudamiento y el tamaño de la empresa están relacionadas significativamente con el nivel de transparencia; mientras que la dualidad COB-CEO, la liquidez, la rentabilidad y el tipo de auditor externo no tienen ninguna influencia, en el caso de empresas cotizadas en Kenya. En la misma línea, Samaha et al. (2012) para el caso de Egipto, sostienen que la proporción de consejeros independientes y el tamaño de la empresa son dos factores que explican positivamente el nivel de transparencia en GC.

Finalmente, nuestro estudio empírico sugiere que a pesar de que hemos agregado en un modelo global tanto a los factores formales como a los informales, las variables que resultaron ser significativas en las empresas cotizadas en los países emergentes latinoamericanos, han sido sustentadas por los resultados obtenidos en la literatura previa de otras regiones, siendo estos estudios generalmente separados en factores institucionales formales e informales.

Capítulo 5. La influencia de los factores institucionales formales e informales sobre la divulgación de información en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

Tabla 5.4. La incidencia de los factores institucionales formales e informales sobre el ITGC (Estimación con datos de panel)

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11
Variables independientes	Pooled data (MCO). Pooled data (MCO)		Efectos aleatorios	Efectos fijos	Two-way efectos fijos	Efectos fijos AR1	FGLS Heterocedasticidad	PCSE Heterocedasticidad y correlación contemporánea	PCSE Heterocedasticidad y autocorrelación	PCSE Heterocedasticidad y correlación contemporánea y correlación serial	Sistema GMM (Arellano y Bond, 1991)
		Estimador robusto (vce)									
WGI	0,121*** (0,046)	0,121*** (0,045)	0,090 (0,062)	0,118 (0,100)	0,534*** (0,127)	0,243* (0,130)	0,121*** (0,045)	0,121** (0,051)	0,118*** (0,041)	0,118** (0,051)	0,239* (0,139)
CPI	-0,008*** (0,003)	-0,008*** (0,003)	-0,000 (0,002)	0,000 (0,001)	-0,003** (0,002)	-0,001 (0,001)	-0,008*** (0,003)	-0,008** (0,004)	-0,003** (0,001)	-0,003* (0,002)	-0,001 (0,002)
PIB	-1,818*** (0,284)	-1,818*** (0,289)	-0,322*** (0,084)	-0,169** (0,080)	-0,110 (0,278)	-0,029 (0,164)	-1,818*** (0,277)	-1,818*** (0,292)	-0,738*** (0,207)	-0,738*** (0,248)	-0,008 (0,218)
Tamaño CA (Ln)	0,102*** (0,013)	0,102*** (0,015)	0,058*** (0,019)	-0,003 (0,022)	0,001 (0,020)	-0,006 (0,017)	0,102*** (0,013)	0,102*** (0,012)	0,087*** (0,015)	0,087*** (0,009)	-0,021 (0,023)
Composición del CA	0,096*** (0,022)	0,096*** (0,021)	0,091*** (0,029)	0,061** (0,031)	0,036 (0,028)	0,036 (0,024)	0,096*** (0,021)	0,096*** (0,010)	0,080*** (0,022)	0,080*** (0,013)	0,051* (0,029)
COB-CEO	0,006 (0,010)	0,006 (0,010)	-0,021* (0,013)	-0,036*** (0,013)	-0,017 (0,012)	-0,009 (0,011)	0,006 (0,010)	0,006 (0,008)	0,007 (0,010)	0,007 (0,008)	-0,005 (0,014)
Género	-0,187*** (0,058)	-0,187*** (0,066)	0,115* (0,066)	0,259*** (0,067)	0,175*** (0,061)	0,035 (0,047)	-0,187*** (0,056)	-0,187*** (0,031)	-0,058*** (0,056)	-0,058** (0,028)	0,040 (0,063)
Comité de auditoría	0,121*** (0,015)	0,121*** (0,015)	0,090*** (0,014)	0,079*** (0,014)	0,067*** (0,013)	0,056*** (0,013)	0,121*** (0,014)	0,121*** (0,007)	0,093*** (0,012)	0,093*** (0,008)	0,082*** (0,018)
Propiedad	0,014 (0,026)	0,014 (0,025)	-0,009 (0,031)	0,029 (0,032)	0,014 (0,029)	0,012 (0,028)	0,014 (0,025)	0,014 (0,020)	-0,009 (0,024)	-0,009 (0,019)	0,016 (0,036)
Estrategia (control vs innovación)	-0,030*** (0,012)	-0,030*** (0,012)	-0,010 (0,008)	-0,006 (0,008)	-0,007 (0,007)	-0,004 (0,005)	-0,030*** (0,011)	-0,030*** (0,009)	-0,010 (0,007)	-0,010** (0,004)	-0,006 (0,006)
Orientación stakeholder vs innova	0,025*** (0,010)	0,025*** (0,010)	0,047*** (0,009)	0,039*** (0,009)	0,021*** (0,008)	0,016*** (0,006)	0,025*** (0,010)	0,025*** (0,006)	0,022*** (0,007)	0,022*** (0,005)	0,020*** (0,008)
Innova	0,031*** (0,011)	0,031*** (0,012)	0,016* (0,009)	0,014* (0,008)	0,008 (0,008)	-0,001 (0,005)	0,031*** (0,011)	0,031*** (0,011)	0,008 (0,007)	0,008 (0,006)	-0,006 (0,007)
Estabilidad	0,025** (0,011)	0,025*** (0,010)	0,022*** (0,008)	0,011 (0,008)	-0,001 (0,007)	0,003 (0,005)	0,025*** (0,010)	0,025** (0,011)	0,003 (0,006)	0,003 (0,006)	0,001 (0,007)
Orientación a resultados	0,023 (0,027)	0,023 (0,029)	0,026 (0,025)	0,045* (0,024)	0,039* (0,022)	-0,007 (0,015)	0,023 (0,027)	0,023 (0,016)	0,013 (0,022)	0,013 (0,010)	0,019 (0,022)

Capítulo 5. La influencia de los factores institucionales formales e informales sobre la divulgación de información en gobierno corporativo: El caso de Latinoamérica

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11
Variables independientes	Pooled data (MCO)	Pooled data (MCO). Estimador robusto (vce)	Efectos aleatorios	Efectos fijos	Two-way efectos fijos	Efectos fijos AR1	FGLS Heterocedasticidad	PCSE Heterocedasticidad y correlación contemporánea	PCSE Heterocedasticidad y autocorrelación	PCSE Heterocedasticidad, correlación contemporánea y correlación serial	Sistema GMM (Arellano y Bond, 1991)
Orientación a personas	-0,030** (0,013)	-0,030** (0,014)	0,027*** (0,010)	0,036*** (0,010)	0,025*** (0,009)	-0,001 (0,008)	-0,030*** (0,012)	-0,030*** (0,010)	-0,008 (0,010)	-0,008 (0,007)	-0,001 (0,010)
Orientación al detalle	-0,004 (0,016)	-0,004 (0,016)	0,013 (0,013)	0,009 (0,012)	-0,004 (0,011)	0,010 (0,008)	-0,004 (0,015)	-0,004 (0,013)	0,009 (0,011)	0,009 (0,007)	0,016 (0,010)
Agresividad	0,005 (0,030)	0,005 (0,021)	0,021 (0,021)	0,019 (0,019)	0,004 (0,018)	0,006 (0,013)	0,005 (0,030)	0,005 (0,014)	0,006 (0,012)	0,006 (0,009)	0,004 (0,018)
Orientación al equipo	0,017** (0,009)	0,017** (0,008)	0,008 (0,007)	0,007 (0,007)	0,005 (0,006)	0,008* (0,004)	0,017** (0,008)	0,017*** (0,004)	0,014*** (0,006)	0,014*** (0,004)	0,010* (0,006)
Endeudamiento	0,053* (0,031)	0,053* (0,032)	0,069** (0,030)	0,074*** (0,029)	0,037 (0,026)	-0,004 (0,020)	0,053* (0,030)	0,053** (0,027)	-0,001 (0,028)	-0,001 (0,016)	0,071*** (0,026)
Edad de la empresa	-0,000** (0,000)	-0,000** (0,000)	0,000 (0,000)	0,008*** (0,001)	0,001 (0,001)	0,000 (0,001)	-0,000** (0,000)	-0,000*** (0,000)	-0,000* (0,000)	-0,000*** (0,000)	0,000 (0,001)
Tamaño de la empresa (Ln activos)	0,015*** (0,004)	0,015*** (0,004)	0,053*** (0,005)	0,055*** (0,006)	0,014** (0,006)	0,001 (0,006)	0,015*** (0,004)	0,015*** (0,003)	0,017*** (0,005)	0,017*** (0,002)	-0,008 (0,008)
ROA	0,045 (0,057)	0,045 (0,070)	-0,013 (0,053)	0,001 (0,052)	-0,017 (0,048)	-0,001 (0,038)	0,045 (0,056)	0,045 (0,034)	0,002 (0,055)	0,002 (0,032)	0,081 (0,053)
Constante	0,208*** (0,081)	0,208*** (0,081)	-0,158 (0,099)	-0,484*** (0,084)	-0,089 (0,091)	0,507*** (0,033)	0,208*** (0,079)	0,208*** (0,065)	0,168*** (0,071)	0,168*** (0,044)	0,088 (0,103)
No. de observaciones	826	826	826	826	826	826	826	826	826	826	576
R cuadrado ajustado	0,4674	0,4913									

Los errores estándar corregidos se muestran entre paréntesis

* Niveles de significancia: * significativo al 10%, ** significativo al 5%, y *** significativo al 1%

Fuente: Elaboración propia.

CAPÍTULO 6

CONCLUSIONES, LIMITACIONES DEL ESTUDIO Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

CONCLUSIONES, LIMITACIONES DEL ESTUDIO Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

En este capítulo abordaremos de forma organizada y resumida las principales aportaciones de la investigación realizada. Para ello, comenzaremos con las conclusiones de cada capítulo, dando respuesta al objetivo general y objetivos específicos planteados. Asimismo, se incluyen las implicaciones prácticas, las limitaciones identificadas y las futuras líneas de investigación en esta línea de trabajo.

La asociación entre los factores institucionales formales, referidos principalmente al sistema legal y las dimensiones de GC, con el nivel de transparencia en GC, ha sido de gran relevancia en los últimos años. Sin embargo, la mayor parte de la literatura se ha enfocado a analizar el impacto de éstos sobre el nivel de divulgación de información voluntaria o financiera, siendo escasos los trabajos que se centran particularmente en la transparencia del GC. Por otro lado, los estudios que han asociado los factores informales al nivel de transparencia en GC son inexistentes, por lo que nuestro estudio cubre esta parte no explorada, siendo de gran interés científico y con alto potencial de desarrollo. Asimismo, la metodología de datos de panel aplicada a nuestro trabajo, no está ampliamente extendida, al menos en esta línea de investigación, lo que agregó mayor robustez al estudio empírico realizado, no dejando de lado el análisis de regresión OLS el cual ha sido el más utilizado. Lo anterior nos permitió obtener un estudio comparativo que explica de forma detallada la significatividad de cada variable en cada modelo analizado.

Por lo antes expuesto, nuestro trabajo extiende y contribuye en la literatura sobre gobernanza empresarial, ofreciendo evidencia empírica sobre el impacto que tienen los factores formales e informales sobre la divulgación de información en GC, para las empresas de mayor cotización bursátil en países emergentes latinoamericanos: Argentina, Brasil, Chile y México. La muestra utilizada se integró de un total de 826 observaciones durante el periodo 2004-2010. El primer objetivo de nuestro trabajo fue realizar una comparación del marco normativo en GC en un contexto internacional y en el caso particular de Latinoamérica. El segundo objetivo se centró en el desarrollo de un índice de divulgación en GC sustentado en estudios previos y la normativa y CBG de los

países bajo estudio, lo cual nos permitió obtener un comparativo de la evolución del nivel de transparencia en GC en los países emergentes latinoamericanos. El tercer objetivo fue analizar la relación existente entre el nivel de transparencia en GC y los factores institucionales formales e informales. En este sentido la variable dependiente es el ITGC, mientras que las variables explicativas se refieren a aquellos factores institucionales formales e informales que pudieran incidir en el ITGC. Para ello, dividimos nuestro estudio en tres modelos empíricos. Por un lado contrastamos las hipótesis referidas a los factores formales como el sistema legal, el nivel de inflación, el desarrollo económico (PIB) y las dimensiones de GC a nivel empresa con el ITGC. En segundo lugar, exploramos la relación existente entre los factores informales como es la cultura organizacional, la orientación hacia el stakeholder y el enfoque estratégico de la empresa y el ITGC. Finalmente integramos tanto los factores formales como los informales en nuestro tercer modelo para visualizar que variables se mantienen significativas. Los tres modelos fueron controlados por las características a nivel empresa (edad y tamaño de la empresa, nivel de endeudamiento, rentabilidad (ROA), sector industrial y año de estudio).

6.1. Conclusiones y contribución del estudio

Bajo estos objetivos planteados y después de haber desarrollado los capítulos de nuestro trabajo, se recogen las siguientes conclusiones:

En primer lugar, hemos constatado que el tema de GC ha cobrado gran relevancia en la actualidad. Fue a partir de los escándalos financieros acontecidos en EE.UU. y Europa, cuando se mostró una mayor preocupación por regular y estandarizar por parte de organismos internacionales como la OCDE, el Banco Mundial y la IFC, las prácticas de buen gobierno. Lo anterior ha sido reflejado en la emisión de normativa y CBG que hacen referencia a estas prácticas de buen gobierno y transparencia corporativa. Asimismo, son diversos los enfoques teóricos que han dado forma al concepto y sistemas de GC en el mundo. Si bien es cierto que la mayor parte de la literatura en GC ha utilizado como marco de referencia la teoría de la agencia, en trabajos más recientes se han integrado otras teorías como la de los stakeholders y la teoría institucional, las cuales reconocen

que un conjunto más amplio de partícipes y el propio entorno institucional inciden en la estructura y sistema de GC. En este sentido, las empresas han optado por distintos mecanismos o dimensiones de GC que permiten alinear las funciones del CA con la gestión de la misma. Cabe mencionar que estos mecanismos variarán con el entorno institucional del país y las características propias de la empresa.

En segundo lugar, se demuestra que, a pesar de que se ha buscado la convergencia hacia un modelo único de GC en el mundo, con el objetivo de lograr una mayor transparencia en el mercado y la estandarización de las prácticas de GC, desde una perspectiva institucional es necesario que cada país adopte su propio sistema de GC. Lo anterior se ve de cierta forma reflejado en el marco regulatorio de GC en Latinoamérica, el cual se caracteriza por una baja protección legal del inversor. Sin embargo, los países emergentes latinoamericanos muestran en los últimos diez años un importante avance en materia de GC, el cual se hace evidente en una serie de normativa y CBG que refuerzan los principios de transparencia y control. Con la excepción de Chile, Argentina, Brasil y México han basado su desempeño de las prácticas de GC en el principio de “*cumplir o explicar*”, en tanto que Chile sustenta su gobernanza empresarial a través de la emisión de leyes duras (18.045 y 20.382).

En tercer lugar, el estudio comparativo enfocado al entorno legal y normativo en GC muestra que el grupo de países bajo estudio ha dado mayor importancia a las dimensiones relacionadas con las funciones y estructura del CA (29%), la protección del inversor y asamblea general de accionistas (19%), la función de auditoría (15%) y la divulgación de información (12%). El CA es la dimensión de GC que mayor relevancia ha cobrado en los países analizados, por ser el órgano supervisor y monitor de la actuación gerencial. Entre los principios de buen gobierno que hacen referencia a la dimensión del CA encontramos la constitución de otras comisiones u órganos de apoyo para el CA así como a su composición y funciones. Por otro lado, se observa que la función de auditoría ha recibido gran atención en México en aspectos relacionados a la integración y funciones del comité de auditoría, la selección de los auditores, control interno y revisión de la información financiera. Los resultados del análisis ponen de manifiesto que las prácticas contenidas en los CBG están recientemente centrando su atención en los temas de

conflictos de interés, transacciones entre partes relacionadas, responsabilidad social corporativa y al desarrollo de los códigos de ética.

En cuarto lugar, se reconoce la importancia de la transparencia corporativa como uno de los principios fundamentales en el GC, creando una estructura de diálogo entre la empresa y sus stakeholders. Al realizar la revisión bibliográfica pudimos constatar que existe una amplia literatura que ha relacionado diversos factores institucionales y corporativos al nivel de divulgación de información obligatoria y voluntaria. Sin embargo, la transparencia en GC es un campo poco explorado y aún menos en países emergentes latinoamericanos, y es a partir de la proliferación de los CBG cuando la transparencia en GC cobra mayor relevancia, haciendo partícipes a importantes instituciones a nivel mundial que se han dado a la tarea de emitir algunos lineamientos y normativa que tienden hacia la convergencia de las prácticas de divulgación de información corporativa. En este sentido, las empresas han optado por diseminar su información corporativa a través de diversos medios como el sitio web, las memorias anuales o el informe de GC, lo cual ha contribuido a incrementar la disponibilidad de información corporativa hacia los grupos de interés.

En quinto lugar, el análisis comparativo, que hace referencia al nivel de transparencia en la región, mostró un comportamiento ascendente en los cuatro países durante el periodo analizado. Así, se observa que México obtiene el liderazgo con un 66% en 2004 y 77% en 2010, en tanto que Chile alcanza un 53% en 2004 y un 64% en 2010. Por su parte, Brasil muestra un ITGC de 48% en 2004 y de 71% en 2010. Finalmente, Argentina registra la puntuación más baja, con un 39% en 2004 y un 64% en 2010. Estos resultados nos sugieren que Argentina y Brasil son los países que se han esforzado más en incrementar la transparencia de GC en el mercado en los últimos años, en tanto que México y Chile han sido constantes y la divulgación de GC ha reflejado un incremento moderado. Lo anterior nos sugiere que el entorno institucional, particularmente el legal, ha presionado a las empresas que cotizan en estos países a adoptar los principios de transparencia en el mercado. Si bien es cierto que Chile se caracteriza por la adopción de leyes duras en materia corporativa, México es el país que posee un CBG que ha sido revisado y actualizado en tres ocasiones en los últimos diez años, lo que lo hace el más

fuerte en materia de gobernanza empresarial y transparencia, además de la CUE que se centra en la información que las empresas deben divulgar en sus memorias anuales.

En sexto lugar, se pone de manifiesto una influencia significativa del sector industrial en el nivel de transparencia en GC. El análisis muestra que el sector de energía es el que alcanza una puntuación mayor (67% en 2004 y 78% en 2010), mientras que el sector con menor nivel de divulgación es el de tecnologías de información (21% en 2004 vs 65% en 2010). Lo anterior nos indica que existe una mayor sensibilidad en aquellas empresas que invierten en mayor investigación y desarrollo que la de otros sectores. Por su parte, la transparencia relacionada con cada una de las dimensiones de GC contenidas en nuestro índice, mostraron diferencias en las tasas obtenidas. Así observamos que en el caso de países emergentes latinoamericanos, las dimensiones que obtienen una mayor puntuación durante el periodo 2004-2010 son las correspondientes a la ética y conflictos de interés (58% en 2004 vs 82% en 2010), otra información relacionada con el GC (61% en 2004 vs 83% en 2010), composición y desempeño del CA (48% en 2004 vs 65% en 2010) y derechos de los accionistas (44% en 2004 vs 59% en 2010).

En séptimo lugar, se han identificado aquellos elementos de cada dimensión de GC que recoge nuestro índice, que son considerados de mayor relevancia para las empresas cotizadas. Así, por ejemplo, para la dimensión del CA, las empresas han centrado su atención en aspectos relacionados con la misión y funciones del CA y su independencia, y en menor medida a la creación de los comités de apoyo del CA. Sin embargo, el comité de auditoría ha ganado popularidad en todos los países con excepción de Chile cuyo principal órgano de control es el comité directivo. En relación a la dimensión de los derechos de los accionistas, la cantidad de información divulgada se ha incrementado en lo referido al proceso de voto de los accionistas, acuerdos adoptados y la información sobre la convocatoria de la Asamblea General.

En octavo lugar, se observan diferencias significativas en las dimensiones de GC adoptadas por las empresas. Por ejemplo, el tamaño del CA es mayor en México, con un promedio de 13 consejeros, en tanto que Chile solo cuenta con un promedio de 8 miembros; al igual que en la composición del CA, México es el país con una proporción mayor de consejeros independientes (49%) en tanto que en Argentina es solo del 31%, en

Brasil un 34% y en Chile un 38%. Por su parte, la adopción de la práctica de la dualidad COB-CEO es más frecuente en el caso de Argentina (50%) y menos común en Chile (6.2%). El comité de auditoría, como máximo órgano de control, ha adquirido gran relevancia en los países analizados, con excepción de Chile en donde el mismo directorio o comité directivo es el que lleva estas funciones. Algo que llama la atención es la baja participación de la mujer en los CA, que apenas alcanza un 7% en Brasil, un 4% en México y un 2% en Chile. La región de Latinoamérica se caracteriza por una alta concentración de la propiedad, lo cual se ve reflejado en los resultados obtenidos: 53% (Argentina), 53% (Brasil), 57% (Chile) y 52% (México).

En noveno lugar, los resultados del primer estudio empírico nos sugieren que el nivel de transparencia en GC para las empresas de mayor cotización bursátil en Latinoamérica: 1) es mayor para aquéllas con un sistema legal más eficiente, así como para aquellas empresas que cuenten con CA más independientes, con un comité de auditoría, mayores niveles de endeudamiento y una mayor rentabilidad; y 2) otras variables como el nivel de inflación, el PIB, el tamaño del CA, la dualidad COB-CEO, la participación femenina en el CA, la concentración de la propiedad, la edad y el tamaño de la empresa no tienen una incidencia significativa en el ITGC. Estos resultados reconocen que el entorno institucional formal imperante en la región incide en la decisión de divulgar información relacionada con el GC.

En décimo lugar, el segundo estudio empírico sostiene que las dimensiones institucionales informales, como la orientación al stakeholder y la orientación al trabajo en equipo, así como las variables de control de nivel de endeudamiento, rentabilidad tienen una influencia positiva al momento de que las empresas deciden divulgar o no información sobre GC. Otras variables incluidas en el modelo como la estrategia corporativa, otros valores éticos, la edad y el tamaño de la empresa, no muestran relaciones significativas, haciéndose evidente que una cultura que es óptima en un entorno, puede no serlo cuando éste cambia.

En undécimo lugar, el tercer estudio pone de manifiesto que tanto los factores institucionales formales como los informales, y algunas de las variables de control, tienen poder explicativo sobre el nivel de transparencia en GC en los países emergentes

latinoamericanos. Así, el modelo global nos indica que las variables que inciden en el ITGC son el sistema legal, la independencia del CA, la existencia del comité de auditoría, la orientación hacia el stakeholder, la orientación al trabajo en equipo y el nivel de endeudamiento. El sector industrial y año de análisis tienen un poder explicativo, al igual que en los primeros dos modelos.

En décimo segundo lugar, y como última conclusión del trabajo, los tres estudios empíricos ponen de manifiesto que entre más robusto sea el método estadístico adoptado en el análisis, la significatividad de las variables en el modelo se reduce e incluso algunas variables dejan de ser significativas, lo cual nos proporciona una mayor confiabilidad al momento de generalizar los resultados. Si bien es cierto que la mayor parte de los estudios realizados en esta línea de investigación han adoptado el análisis de regresión con OLS, consideramos que la metodología de datos de panel es más apropiada, ya que toma en cuenta los posibles problemas de endogeneidad entre la variable dependiente y las variables explicativas, además de corregir los posibles problemas de autocorrelación y heterogeneidad no observada.

6.2. Implicaciones del estudio

Los resultados y conclusiones expuestas nos lleva a identificar una serie de implicaciones tanto académicas como prácticas que nos permitirán obtener futuras publicaciones de rigor científico y ser un referente en el ámbito empresarial.

En primer lugar, nuestro trabajo es de gran relevancia actual, dado que la mayor parte de los estudios previos se han centrado en países desarrollados, principalmente EE.UU. y Europa, siendo muy escasos los realizados para los países emergentes latinoamericanos. Ello nos permitirá agregar a nuestra investigación a otros países emergentes de Asia y Europa, lo cual enriquecerá la literatura comparativa internacional sobre GC y transparencia.

En segundo lugar hemos adoptado como marco conceptual principal la teoría institucional, la cual refleja en mayor medida las características del contexto

latinoamericano. Sin embargo, también nos apoyamos en las teorías del stakeholder y de la agencia para alcanzar un fuerte sustento teórico que nos permite desarrollar y contrastar los tres modelos empíricos del estudio.

En tercer lugar, contribuimos a extender la literatura en GC y transparencia corporativa, ofreciendo evidencia empírica del impacto que tiene un conjunto de factores institucionales formales e informales tanto a nivel macro (país) como a nivel empresa sobre el nivel de divulgación de información en GC. No logramos identificar este tipo de estudio en Latinoamérica o en alguna otra región. Los estudios en los que nos hemos basado generalmente se realizan para un solo país y no agregan ambos grupos de factores.

En cuarto lugar, las variables investigadas en nuestro trabajo han sido plasmadas en tres modelos teóricos, con lo cual estamos aportando a la literatura científica, pudiendo éstos ser replicados en otros contextos. Ello nos permitirá obtener resultados interesantes para otros países y regiones.

En quinto lugar, demostramos rigor estadístico en los tres estudios empíricos al momento de seleccionar diferentes herramientas para realizar el análisis (OLS, datos de panel). Esto nos permite tener un mayor campo de acción al momento de la publicación de nuestro trabajo.

En sexto lugar y último lugar, nuestros resultados son un referente para los encargados de emitir las políticas y lineamientos en materia de GC en los países bajo estudio. Los resultados obtenidos en el estudio comparativo que hacen referencia al marco normativo actual sobre GC y el nivel de transparencia en GC en los países emergentes latinoamericanos, ponen en evidencia el estado actual de la región. Estos resultados podrían ayudar a identificar cuáles son las dimensiones y elementos de transparencia en GC que tienden hacia una convergencia regional.

6.3. Limitaciones del trabajo

Así como hemos mencionado las principales aportaciones de nuestro trabajo, consideramos oportuno identificar las limitaciones de la presente tesis doctoral.

En primer lugar, al recoger la información relacionada con el ITGC y las variables de estudio de cada memoria anual, inevitablemente se recoge el juicio subjetivo de los investigadores, lo que puede llevar a posibles errores de interpretación y captura de la información.

En segundo lugar, el ITGC no es ponderado. Por un lado, esto tiene la desventaja de que a todos los elementos de índice le estamos dando la misma importancia; sin embargo, no encontramos alguna metodología que nos permita asignar un criterio de ponderación. Por otro lado, al utilizar un índice no ponderado reducimos el problema de subjetividad.

En tercer lugar, nos hemos centrado en obtener la información sobre GC y variables de estudio de dos fuentes principales: la memoria anual, el informe de GC y los sitios web de las empresas, no considerando en nuestro alcance de estudio a la prensa y otros informes que pudieran ser emitidos por las empresas cotizadas.

En cuarto lugar, existe un grado de subjetividad al momento de seleccionar las variables explicativas. Dada la extensa literatura que existe en esta línea de investigación y la gran cantidad de variables que han sido identificadas, intentamos seleccionar aquellas que aparecen en la mayor parte de los estudios encontrados, sustentando su inclusión en nuestro modelo. Esta limitación se mitiga con el uso de la metodología de datos de panel, que toma en cuenta el problema variables omitidas.

En quinto lugar, nuestro estudio se limita a estudiar aquellas empresas de mayor cotización bursátil en Latinoamérica, dejando fuera a aquellas empresas que no pertenecen a estos índices y las que no cotizan en Bolsa. Sin embargo, contamos con un número suficiente de observaciones para el uso de datos de panel.

6.4. Futuras líneas de investigación

Finalmente, mencionamos a continuación las futuras líneas de investigación. En primer lugar se identifican algunas líneas que se abren a partir de los resultados informados, y en segundo lugar, aquellas que surgen a partir de la identificación de las limitaciones del estudio.

En primer lugar, este estudio demostró el impacto que tienen algunos valores éticos y la orientación hacia el stakeholder, por lo que sería interesante ampliar el estudio a la influencia que tienen otras variables culturales como la nacionalidad, edad, educación o antigüedad de los consejeros o directivos sobre el nivel de transparencia en GC. Asimismo podríamos considerar otros factores institucionales formales como la compensación de los consejeros, la composición de los comités de apoyo y la frecuencia de las reuniones tanto del CA como de los comités de apoyo. Se sugiere que esta información sea obtenida de otras bases de datos como son Datamonitor o Economática.

En segundo lugar, en nuestro estudio se limita a analizar la influencia de los factores institucionales formales e informales sobre el ITGC global, pudiendo ser interesante extender la investigación a cuál es la influencia de estos factores sobre cada uno de los subíndices o dimensiones de GC que integran el ITGC global.

En tercer lugar, sería interesante analizar cual es el impacto del ITGC y sus subíndices sobre las medidas de desempeño empresarial o riesgo, o bien cual es el impacto de los factores institucionales formales e informales sobre estas medidas de desempeño y riesgo. Ello nos permite abrir nuevas líneas de investigación.

En cuarto lugar, es de gran relevancia actualizar el ITGC propuesto en este estudio con la nueva normativa o lineamientos que cada año se emiten en estos países, o bien complementarlo con los lineamientos publicados por otras organizaciones a nivel mundial (por ejemplo el informe GRI).

En quinto lugar, recomendamos ampliar la muestra de estudio, incluyendo aquellas empresas que cotizan en el mercado continuo. Y por qué no aquellas empresas no cotizadas, realizando una comparación entre ambos grupos.

En sexto lugar, una importante extensión de nuestro trabajo sería incluir a otros países, tanto emergentes como de origen anglosajón y continental, lo cual podría darnos la oportunidad de agregar un mayor número de variables a nivel país por contar con un grupo más amplio de países. Asimismo la diversidad en el entorno legal y cultural de diferentes regiones nos permitiría obtener resultados muy interesantes.

En séptimo lugar, otra línea interesante, es realizar un estudio longitudinal por sector industrial. Ello nos permitiría analizar la incidencia de los factores institucionales formales e informales en un sector específico de actividad, pudiendo al mismo tiempo incluir a un mayor número de países.

Finalmente, cabe mencionar que actualizaremos nuestra base de datos para los siguientes años, lo cual extenderá el periodo de análisis y nos permitirá conocer el avance sobre las prácticas de GC y transparencia en estos países.

CHAPTER 7

CONCLUSIONS, LIMITATIONS AND FUTURE RESEARCH OF THE STUDY

CONCLUSIONS, LIMITATIONS AND FUTURE RESEARCH OF THE STUDY

This chapter discusses and summarizes the main contributions of this research. This section begins with the main findings of each chapter in response to the general objective and specific objectives proposed. It also includes the practical implications, limitations of the study and future research in this area.

The association between the formal institutional factors mainly related with the legal system and the dimensions of corporate governance (CG) and the transparency level on CG, have gained particular significance and relevance in recent years. However, an extensive literature has been focused on the voluntary and mandatory corporate disclosure, while limited studies have been written specifically on the CG transparency. Thus, on the other hand, studies that have associated informal factors with the transparency level on CG are nonexistent. The study fills this part as unexplored, and as being of great scientific interest and with a high potential for development. Further, the panel data methodology adopted in this work is not widespread in this line of research, which allows adding greater robustness to our empirical study. At the same time let us not overlook the multivariate regression approach (OLS estimation), which has been the most accurate statistical method commonly used. Additionally the research obtains a comparative study that explains more fully the significance of the variables in each model.

Based on the above, our work extends and contributes to the literature on CG, providing empirical evidence of the influence of formal and informal factors on CG disclosure, for the largest listed companies in the emerging Latin American markets: Argentina, Brazil, Chile and Mexico. The sample was integrated for a total of 826 observations during the period 2004-2010. Our first aim was to compare the regulatory framework in CG in the current international context and particularly in the case of Latin America. The second objective was to develop a disclosure index in CG sustained in previous literature and the regulatory framework in these countries such as Codes of Good Governance (CGG) and national laws in this area. In this sense, our study contributes significantly obtaining a comparison on the evolution of transparency level on CG in emerging Latin American countries. The third objective was to analyze the relationship between the CG transparency level and the formal and informal institutional factors. Our

dependent variable is the Corporate Governance Transparency Index (CGTI), while the explanatory variables are related with those formal and informal institutional factors that may affect the ITCG. In this study three empirical models were developed. On the one hand, the hypotheses related with formal factors such as the legal system, the inflation rate, economic growth (Gross Domestic Product: GDP) and the most important dimensions of CG are contrasted with the CGTI at a firm level. Second, we explore the relationship between informal factors such as organizational culture, stakeholder orientation and strategy of the company and the CGTI. Finally we add both formal and informal factors in the third model to analyze those variables remained significant in the model. All three models were controlled for firm-level characteristics (age, size, leverage, profitability (ROA), industry type and year of study).

7.1. Conclusions of the study

Several conclusions can be included from the present study. According to our aims and after developing the chapters of our work, the following remarks are established:

First of all, CG has become a key issue in the international context. Following the wave of international financial scandals that took place in the U.S. and Europe, different international organizations such as the Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), the World Bank and International Finance Corporation (IFC) expressed concerns about the regulation and standardization of good governance and transparency practices. This has been reflected in the issuance of rules and CGG related with these practices of CG and transparency, and Latin America is not the exception. Moreover, different theoretical approaches have shaped the concept and CG systems in the world. Although most of the literature on CG has adopted the agency theory as theoretical framework, recent literature has integrated other theories such as the stakeholder's theory and institutional theory. These approaches recognize that a wider range of participants and the institutional environment itself affect the structure and system of CG. In this sense, companies have adopted different mechanisms or dimensions of CG for aligning the functions of the Board of Directors (BD) with the management function. It is

important to note that these mechanisms vary through the country's institutional environment and the characteristics of the company.

Secondly, this investigation has shown that, despite the search for the convergence towards a worldwide single model on CG, in order to increase the market transparency and standardization of CG practices; from the institutional point of view each country needs to adopt its own system of CG. This has been reflected in the regulatory framework on GC in Latin America, which is characterized by a low legal protection of investors. In this line, Latin American emerging countries shown in the last ten years an important advance in the CG, which is evidenced in a series of laws and CGG that reinforce the principles of transparency and control. With the exception of Chile, Argentina, Brazil and Mexico have based his performance of CG practices on the principle "*comply or explain*", while Chile had sustained its CG through the issuance of hard laws (18.045 and 20.382).

Thirdly, the comparative study focused on the legal and regulatory environment on CG showed that the countries analyzed have given greater importance to the dimensions related to the functions and structure of BD (29%), investor protection and general assembly shareholders (19%), the audit function (15%) and disclosure (12%). The BD is the dimension of CG that has gained greater prominence in the selected countries as a monitoring body and managerial performance supervisor. Amongst the principles of good governance related to BD, we can observe the establishment of other committees or bodies to support the BD and aspects regarding to their composition and functions. It is also observed that the audit function has received significant attention in Mexico on issues referring to the composition and functions of the audit committee, selection of auditors, internal control and reviewing of financial information. The study had shown that the practices contained in CGG are recently focused on the issues of conflicts of interest, party related transactions, corporate social responsibility and the development of codes of ethics.

Fourthly, the corporate transparency has been recognized as one of the fundamental principles of CG, creating a structure for dialogue between the company and its stakeholders. An extensive literature has related corporate and institutional factors with the mandatory and voluntary disclosure level. However, the transparency on CG is an

unexplored field in Latin American emerging markets. The transparency on CG has taken especially relevant, involving the most important global institutions that have given the task of issuing some guidelines and rules that tend towards the convergence on corporate disclosure practices. In this regard, firms have adopted different media to disseminate their corporate information such as website, annual reports or the CG report, leading to an increased of the availability of corporate information to stakeholders.

Fifthly, the comparative analysis related with the transparency level in the region, showed a rising trend in the four countries over the period analyzed. Thus, Mexico obtained the highest score with 66% (2004) and 77% (2010), whereas Chile reached 53% (2004) and 64% (2010). On the other hand, Brazil showed an ITCG of 48% (2004) and 71% (2010). Finally, Argentina showed the lowest index, with 39% (2004) and 64% (2010). These results suggest that Argentina and Brazil are the countries that have made more efforts to increase the transparency on CG in recent years. Mexico and Chile have been consistent through the analyzed period and their CG disclosure has reflected a moderate increase. This suggests that the institutional environment, particularly the law, has pressured the listed companies in these countries to adopt better principles of transparency in the market. Although Chile is characterized by the adoption of hard laws on corporate issues, Mexico has a CGG that has been revised and updated three times in the last ten years, making it the strongest in CG and transparency. In addition, Mexico adopted the Sole Circular issued by the CNBV which focuses on the information that companies must disclose in their annual reports.

Sixthly, the study tested a significant influence of industry type on the transparency level on CG. The energy sector reached the highest score 67% (2004) and 78% (2010), while the information technology sector reached the lowest disclosure index 21% (2004) vs. 65% (2010). These results suggest the existence of a greater sensitivity in those companies that invest in more research and development than other sectors. For its part, the disclosure level related to each dimension of CG contained in the global CG index, showed differences in the rates obtained. We can observe that in emerging Latin American countries, the dimensions of CG that obtain a higher score during the 2004-2010 period are related to ethics and conflicts of interest 58% (2004) vs. 82% (2010), other information

related to GC 61% (2004) vs. 83% (2010), composition and performance of BD 48% (2004) vs. 65% (2010) and shareholder rights 44% (2004) vs. 59% (2010).

Seventh, we have analyzed the characteristics of each dimension of CG included in the proposed index for each studied country. Thus, for example, the dimension of BD has focused on aspects related to their mission, functions and independence, and to a lesser extent to the creation of support committees of BD. However, the audit committee has gained popularity in all countries except in Chile, whose main monitoring body is the steering committee. In relation to the dimension of the rights of shareholders, the quantity of information disclosed has increased with regard to the process of shareholder voting, resolutions adopted and the information on the convening of the General Assembly.

Eighth, the descriptive analysis showed significant differences on the characteristics of the dimensions on CG adopted by companies. For example, the board size is higher in Mexico, with an average of 13 members, while Chile only obtained an average of 8 directors. With respect to the composition of the BD, Mexico is the country with the highest proportion of independent directors (49%), while in Argentina is only 31%, in Brazil 34% and Chile 38%. For its part, the adoption of the practice of COB-CEO duality is more common in the case of Argentina (50%) and less adopted by Chile (6.2%). The audit committee, as the highest organ of control, has acquired considerable importance in all analyzed countries, except for Chile, where the directory or steering committee is the responsible of these functions. In these countries we can observe a low participation rate of women on board, which it amounts to barely 7% in Brazil, Mexico 4% and 2% in Chile. The Latin American region is characterized by a high concentration of ownership, which is reflected in our results: 53% (Argentina), 53% (Brazil), 57% (Chile) and 52% (Mexico).

Ninth, the results of our first empirical study suggested that the transparency level on GC for the largest listed companies in Latin America: 1) is higher for firms with a more efficient legal system and more independent BD, the existence of audit committee, higher leverage levels and increased profitability, and 2) other variables such as inflation, GDP, the size of CA, the COB-CEO duality, the participation of women in the BD, the concentration of ownership, age and size of the company does not have a significant

impact on the ITCG. These results recognize that the formal institutional environment prevailing in the region affects the decision to disclose information related to CG.

Tenth, our second empirical study argued that informal institutional dimensions, such as stakeholder orientation and the ethical value of team work, and the control variables such as leverage and profitability have had a positive influence on the decision related with the disclosure on GC. Other variables such as corporate strategy, other ethical values, age and size of the company, showed no significant relationships. It showed evidence that a culture that is optimal in one environment may not be when it changes.

Eleventh, the third empirical study suggested that institutional factors both formal and informal, and some of the control variables have explanatory power on the CG transparency level in emerging countries in Latin America. Thus, the complete model indicates that the variables that affect the CGTI are the legal system, the independence of the BD, the existence of the audit committee, stakeholder orientation, orientation to team work and the leverage level. Industry type and year of analysis have explanatory power, as in the first two models.

In twelfth place, and as a final conclusion of the thesis, the three empirical studies show that the use of robust statistical methods in the analysis reduced the significance of the variables in the model, and some of them became in not significant, thus providing greater confidence at the time of generalizing of results. Although most of the studies in this research have adopted the OLS regression analysis, we consider the panel data methodology is more appropriate, taking into account the possible endogeneity problems between the dependent variable and the explanatory variables. Moreover this statistical tool corrects potential problems of autocorrelation and unobserved heterogeneity.

7.2. Implications of the study

The results and conclusions drew us to identify a range of both academic and practical implications that allow us to obtain future high quality scientific publications and to be a benchmark to the business environment.

First of all, our work is of great relevance today, since most previous studies have focused on developed countries, mainly Anglo-Saxon and European. A few studies had been accomplished for Latin American emerging countries. This will allow us to add to our research to other emerging countries in Asia and Europe, which will enrich the international comparative literature on CG and transparency.

Secondly, we have adopted as the main theoretical framework the institutional theory. This approach reflects properly the characteristics of the Latin American context. However, the study was supported with the stakeholder's theory and agency theory in order to achieve a strong theoretical basis that had allowed developing and contrasting the three empirical models of the study.

Thirdly, this study has contributed to extend the literature on CG and corporate transparency, providing empirical evidence of the impact of a set of formal and informal institutional factors at macro level (country) and a company level related with the CG disclosure level. We did not identify this type of study in Latin America or in any other region. The studies realized in previous research generally are focused for a single country and they not integrate both sets of factors.

Fourthly, the used variables in our study were introduced in three theoretical models. These theoretical and empirical models contribute to the scientific literature; they can be replicated in other contexts. This will allow us to obtain interesting results for other countries and regions.

Fifthly, this study had demonstrated statistical rigor through the three empirical studies adopting different estimators for the analysis (OLS, panel data: fixed effect, random effect, GMM). The results of the three studies can be published with a wider scope in international journals.

Sixthly and finally, this work offers insights to policy makers of CG practices in the countries under study. The obtained comparative study constitutes a reference of the current regulatory framework on CG and transparency level in emerging countries in Latin

America, highlighting the current state of the region. These results intend to identify which are the dimensions and key elements of transparency in CG and the state of the regional convergence on this issue.

7.3. Limitations of the study

Several limitations can be mentioned from the present research. These are identified below.

First of all, the information collection related to the CGTI and study variables of each year of study contained in the annual reports inevitably reflects the subjective judgment of researchers, which can lead to errors of interpretation and capture of information.

Secondly, the CGTI is not weighted. On the one hand, this present the disadvantage that all items of the index receive equal importance. However, there is not a methodology in the previous research that allows us to assign a weighting criterion. On the other hand, using an index unweighted reduce the problem of subjectivity.

Thirdly, the present study have focused on obtaining information on CG and study variables from two main sources: the annual report, the CG report and the websites of companies, not considering in our scope of study to the press and other reports issued by listed companies.

Fourthly, there is a degree of subjectivity in selecting the explanatory variables. Given the extensive literature that exists in this research area and the large number of variables that have been identified, our study tried to adopt those variables that appear more frequently in the previous research of emerging countries, supporting its inclusion in our model. This limitation is mitigated by the use of panel data methodology, which takes into account the omitted variables problem.

Fifthly, our study is limited to those firms with the highest share prices on Latin American capital markets, not considering those companies that do not belong to these indexes and non-listed companies. However, we have a sufficient number of observations for the use of panel data.

7.4. Future research

In order to clarify many questions, the present research opens an opportunity on issues for future research. Our study identifies some questions that emerge from the obtained results. Second, others arise from the identification of the limitations of the study.

First of all, this study demonstrated the impact of certain ethical values and stakeholders orientation. A future research can be extended to the influence of other cultural variables such as nationality, age, education or age of the directors or managers on the CG transparency level. We may also consider other formal institutional factors such as the compensation of directors, the composition of the support committees and frequency of meetings of both the BD and support committees. This information can be obtained from other databases such as Datamonitor or Economática.

Secondly, the present study only has examined the influence of formal and informal institutional factors on the global CGTI, and may be interesting to extend our study to what is the influence of these factors on each of the sub-indices or dimensions that integrate the global CGTI.

Thirdly, an interesting research is to analyze the impact of CGTI and its sub indexes on the company performance or risk measures, or what is the impact of formal and informal institutional factors on these performance and risk measures. This allows us to open new lines of research.

Fourthly, we consider relevant to update the CGTI developed in this study with the new regulations or guidelines issued each year in these countries. Furthermore, we can supplement the guidelines published by other worldwide organizations (e.g. GRI report).

Fifthly, extending our study sample, including all those companies listed on the stock market and those unlisted companies. In this case we can obtain a comparison between the two groups.

Sixthly, an important extension of our work is to include other countries, both emerging and Anglo-Saxon and Continental, which could give us the opportunity to add one or more country-level variables since we have a larger group of countries. Also the diversity in the legal and cultural environment of different regions can provide very interesting results.

Seventh, another interesting line is a longitudinal study by industry. This would allow us to analyze the impact of formal and informal institutional factors in a specific sector of activity. This will allow including a larger number of countries.

Finally, it is recommended to upgrade our database for the following years, which will extend the period of analysis and enable us to learn about the progress on CG practices and transparency in these countries.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abdelsalam, O. H. y Street, D. L. (2007). Corporate governance and the timeliness of corporate internet reporting by U.K. listed companies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16(2), 111-130.
- Abdullah, H. y Valentine, B. (2009). Fundamental and ethics theories of corporate governance. *Middle Eastern Finance and Economics*, 4, 88-96.
- Abe, N. y Iwasaki, I. (2010). Organisational culture and corporate governance in Russia: a study of managerial turnover. *Post-Communist Economies*, 22(4), 449-470.
- Abowd, J. M. y Bognanno, M. L. (1995). International differences in executive and managerial compensation. Chicago.
- Acemoglu, D. y Johnson, S. (2005). Unbundling institutions. *Journal of Political Economy*, 113(5), 949-995.
- Adair, W., Okumura, T. y Brett, J. (2001). Negotiation behavior when cultures collide: the United States and Japan. *Journal of Applied Psychology*, 86, 371-385.
- Adams, C., Coutts, A. y Harte, G. (1995). Corporate equal opportunities (non-) disclosure. *British Accounting Review*, 27(2), 87-108.
- Adams, C., Hill, W. y Roberts, C. (1998). Corporate social reporting practices in western Europe: Legitimizing corporate behaviour. *British Accounting Review*, 30(1), 1-21.
- Adams, R. B. y Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- Adams, R. y Ferreira, D. (2004). Gender diversity in the boardroom. *European Corporate Governance Institute, Finance Working paper # 57*, 30 p.
- Adhikari, A. y Tondkar, R. (1992). Environmental factors influencing accounting disclosure requirements of global stock exchanges. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 4(2), 75-105.
- AECA. (2004). *Marco conceptual de la responsabilidad social corporativa*. España: Comisión de Responsabilidad Social Corporativa.
- AFG. (2011). *Recommendations on corporate governance*. París, Francia: The Association Française de la Gestion Financière.
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R. y Williamson, R. (2010). Differences in governance practice between U.S. and foreign firms: Measurement, causes, and consequences. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 3131-3169.

- Agrawal, A. y Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Aguilera, R. V. y Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: What is the trigger? *Organization Studies*, 25(3), 415-443.
- Aguilera, R. V. y Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of Good Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 376-387.
- Aguilera, R. V. y Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447-465.
- Aguilera, R. V. y Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *The Academy of Management Annals*, 4(1), 485-556.
- Aguilera, R., Filatotchev, I., Gospel, H. y Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. *Organization Science*, 19(3), 475-492.
- Ahlering, B. y Deakin, S. (2007). Labor regulation, corporate governance, and legal origin: A case of institutional complementarity. *Law y Society Review*, 41(4), 865-908.
- Ahmed, K. y Courtis, J. K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: A meta-analysis. *The British Accounting Review*, 31(1), 35-61.
- Ahmed, K. y Nicholls, D. (1994). The impact of non-financial company characteristics on mandatory compliance in developing countries: The case of Bangladesh. *The International Journal of Accounting*, 29(1), 60-77.
- Ahunwan, B. (2002). Corporate governance in Nigeria. *Journal of Business Ethics*, 37(3), 269-287.
- AICPA. (2004). *Report of the Special Committee on Financial Reporting: Improving Business Reporting - A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors*. New York, NY.: American Institute of Certified Public Accountants.
- Aitken, M., Hooper, C. y Pickering, J. (1997). Determinants of voluntary disclosure of segment information: A re-examination of the role of diversification strategy. *Accounting and Finance*, 37(1), 89-109.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S. y Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343-376.

- Akhtaruddin, M. (2005). Corporate mandatory disclosure practices in Bangladesh. *The International Journal of Accounting*, 40(4), 399-422.
- Akhtaruddin, M., Hossain, M., Hossain, M. y Yao, L. (2009). Corporate governance and voluntary disclosure in corporate annual reports of malaysian listed firms. *Journal of Applied Management Accounting and Research*, 7(1), 1-20.
- Aksu, M. y Kosedag, A. (2006). Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul Stock Exchange. *The Authors Journal Compilation*, 14(4), 277-296.
- Albert, M. (1991). *Capitalisme Contre Capitalisme*. Seuil, Paris.
- Alchian, A. A. (1965). The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, 14(1), 30-41.
- Alchian, A. A. y Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Alchian, A. y Demsetz, H. (1981). El paradigma de los derechos de apropiación. *Hacienda Pública Española*, 68, 318-324.
- Alford, A., Jones, J., Leftwich, R. y Zmijewski, M. (1993). The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. *Journal of Accounting Research*, 31(1), 183-223.
- Aljifri, K. (2008). Annual report disclosure in a developing country: The case of the UEA. *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, 24, 93-100.
- Allam, A. y Lymer, A. (2003). Developments in Internet financial reporting: review and analysis across five developed countries. *The Journal of Digital Accounting Research*, 3(6), 241-257.
- Allegrini, M. y Greco, G. (2011). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: Evidence from Italian listed companies. *Journal of Management Governance*, 1-30.
- Allen, F. (2005). Corporate governance in emerging economies. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 164-178.
- Allen, F. y Gale, D. (2000). *Comparing financial systems*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Al-Moataz, E. y Hussainey, K. (Forthcoming). Determinants of corporate governance disclosure in Saudi companies. *Journal of Economics and Management*.

- Alonso-Borrego, C. y Arellano, M. (1999). Symmetrically normalized instrumental-variable estimation using panel data. *Journal of business y economic statistics*, 17(1), 36-49.
- Al-Razeen, A. y Karbhari, Y. (2004). Interaction between compulsory and voluntary disclosure in Saudi Arabian corporate annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 19(3), 351-360.
- Alsaeed, K. (2005). The association between firm-specific characteristics and disclosure: The Case of Saudi Arabia. *Journal of American Academy of Business*. Cambridge, 7(1), 310-321.
- Al-Shammari, B. (2008). Voluntary disclosure in Kuwait corporate annual reports. *Review of Business Research*, 8(1), 62-83.
- Álvarez, A. (2007). Corporate firm characteristics and human resource disclosure in Spain. *Comunicación presentada en el 30º Congreso de la European Accounting Association*. Lisboa.
- Amemiya, T. (1971). A note on the estimation of Balestra-Nerlove models, Technical report no. 4. *Institute for Mathematical Studies in the Social Sciences*, Stanford University, Stanford, CA.
- Amiri-Simkooei, A. (2007). Least-squares variance component estimation: Theory and applications. <http://www.narcis.nl/publication/RecordID/oai:tudelft.nl:uuid:bc7f8919-1baf-4f02-b115-dc926c5ec090/Language/en>: Tesis doctoral.
- Ammann, M., Oesch, D., y Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
- Amsdem, A. (1989). *Asia's next giant: South Korea and late industrialization*. New York: Oxford University Press.
- Anderson, A. y Gupta, P. P. (2009). A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: Do financial structure and the legal system matter? *Journal of Contemporary Accounting y Economics*, 5, 61-79.
- Anderson, C. y Anthony, R. (1986). *The new corporate directors*. New York: Wiley.
- Anderson, J. y Bandiera, O. (2001). From wild west to the godfather: Enforcement market. *NBER Working paper*.
- Andres, P., Azofra, V. y Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, compensation, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197-210.

- Ang, J. S., Cole, R. A. y Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
- Aoki, M. (1995). An evolving diversity of organizational mode and its implications for transitional economies. *Journal of the Japanese and International Economies*, 9(4), 330-353.
- Aoki, M. (2001). *Towards a comparative institutional analysis*. Cambridge: MIT Press.
- Aparicio, J. y Márquez, J. (2005). *Diagnóstico y especificación de modelos panel en Stata 8.0*. CIDE: División de Estudios Políticos.
- Apostolos, K. y Konstantinos, A. (2009). Voluntary accounting disclosure and corporate governance: evidence from Greek listed firms. *International Journal of Accounting and Finance*, 1(4), 395 – 414.
- Apreda, R. (2001). Corporate governance in Argentina: The outcome of economic freedom (1991-2000). *Corporate Governance: An International Review*, 9(4), 298-310.
- Arcay, M. y Vazquez, M. (2005). Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain. *Advances in Accounting*, 21, 299-331.
- Archambault, J. J. y Archambault, M. E. (2003). A multinational test of determinants of corporate disclosure. *The International Journal of Accounting*, 38(2), 173-194.
- Archambault, J. y Archambault, M. (1999). A cross-national test of determinants of inflation accounting practices. *International Journal of Accounting*, 34(2), 189-207.
- Ardichvili, A., Mitchell, J. A. y Jondle, D. (2009). Characteristics of ethical business cultures. *Journal of Business Ethics*, 85(4), 445-451.
- Arellano, M. y Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equation. *Review of Economic Studies*, 58, 277–297.
- Arellano, M. y Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error component models. *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
- Aripin, N., Tower, G. y Taylor, G. (2008). The determinants of financial ratio disclosures and quality: Australian evidence. *Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand (AFAANZ)*. Annual Conference Sydney, Australia.
- Arnold, J., Moizer, P. y Noreen, E. (1984). Investments appraisal methods of financial analysts: A comparative study of US and UK practices. *International Journal of Accounting*, 19(2), 1-18.

- Arruñada, B. (2011). Mandatory accounting disclosure by small private companies. *European Journal of Law and Economics*, 32(3), 377-413.
- Ashbaugh, H., Johnstone, K. y Warfield, T. (1999). Corporate reporting on the Internet. *Accounting Horizons*, 13(3), 241-257.
- Asher, C., Mahoney, J. M. y Mahoney, J. T. (2005). Towards a property rights foundation for a stakeholder theory of the firm. *Journal of Management and Governance*, 9(1), 5-32.
- Association Française des Entreprises Privées AFEF. (2003). *The corporate governance of listed corporations*. París, Francia: French Business Confederation.
- Atanassov, J. y Han Kim, E. (2009). Labor and corporate governance: International evidence from restructuring decisions. *The Journal of Finance*, 64(1), 341-374.
- Austin, J. (1990). *Managing in developing countries: Strategic analysis and operating techniques*. Nueva York: Free Press.
- Australian Securities Exchange (2010). *Corporate governance council principles and recommendations*. Australia: ASX Corporate Governance Council.
- Aydin, B. y Ceylan, A. (2009). The role of organizational culture on effectiveness. *Ekonomika a Management*, 3, 33-49.
- Baird, K., Harrison, G. y Reeve, R. (2007). The culture of Australian organizations and its relation with strategy. *International Journal of Business Studies*, 15, 15-41.
- Baliga, B., Moyer, N. y Rao, R. (1996). CEO duality and firm performance: What's the fuss. *Strategy Management Journal*, 17(1), 41-53.
- Ball, R., Kothari, S. y Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1-2), 1-51.
- Baltagi, B. H. (2006). *Panel data econometrics theoretical contribution and empirical applications*. Amsterdam: Elsevier, 2006.
- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data*. Londres, UK: John Wiley y Sons Ltd.
- Barako, D. G. (2007). Determinants of voluntary disclosures in Kenyan companies annual reports. *African Journal of Business Management*, 1(5), 113-128.
- Barako, D. G., Hancock, P. e Izan, H. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 107-125.

- Barlow, M. y Clarke, T. (2001). *Global showdown: How the new activists are fighting global corporate rule*. Toronto: Stoddart.
- Barontini, R. y Siciliano, G. (2003). Equity prices and the risk of expropriation: an analysis of the italian stock market. *European Corporate Governance Institute*, Finance working paper #24.
- Barrett, M. (1976). Disclosure and comprehensiveness in an international setting. *Journal of Accounting Research*, 14(1), 10-26.
- Barrett, M. (1977). The extent of disclosure in annual report of large companies in seven countries. *The International Journal of Accounting*, 13(2), 1-25.
- Barua, A., Rama, D. V. y Sharma, V. (2010). Audit committee characteristics and investment in internal auditing. *Journal of Accounting Public Policy*, 29(5), 503-513.
- Bassett, M., Koh, P.-S. y Tutticci, I. (2007). The association between employee stock option disclosures and corporate governance: Evidence from an enhanced disclosure regime. *The British Accounting Review*, 39(4), 303–322.
- Bauer, R., Gunster, N. y Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe. The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91-104.
- Baysinger, B. y Hoskinsson, R. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), 72-87.
- BCN. (04 de Enero de 2012). *Biblioteca del Congreso Nacional de Chile*. Recuperado el 04 de Enero de 2012, de Biblioteca del Congreso Nacional de Chile: <http://www.bcn.cl/de-que-se-habla/ley-gobiernos-corporativos>
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 71, 443–465.
- Beaver, W. (1998). *Financial reporting: An accounting revolution*. Upper Saddle River: Prentice-Hall. Tercera edición.
- Bebchuk, L., Cohen, A. y Ferrell, A. (2009). What Matters in Corporate Governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.
- Bebczuk, R. (2005). Corporate governance and ownership: Measurement and impact on corporate performance and dividend policies in Argentina. *Inter-American Development Bank (R-516)*, 1-59.

- Becht, M., Bolton, P. y Röell, A. (2003). Corporate governance and control. *Handbook of the Economics of Finance*, 1(1), 1-109.
- Beck, N. (2001). Time-series-cross-section data: What have we learned in the past few years? *Annual Review of Political Science*, 4, 271-293.
- Beck, N. y Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *The American Political Science Review*, 89(3), 634-647.
- Beck, T. y Levine, R. (2005). Legal institutions and financial development. *Handbook of New Institutional Economics, Sección III*, 251-278.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A. y Levine, R. (2003). Law and finance: Why does legal origin matter? *Journal of comparative economics*, 31(4), 653-675.
- Bedicks, H. B. y Arruda, M. C. (2005). Business ethics and corporate governance in Latin America. *Business y Society*, 44(2), 218-228.
- Beeks, W. y Brown, P. (2005). Do better governed Australian firms make more informative disclosures. *working paper, Lancaster University, Lancaster*, disponible en: www.ssrn.com/abstract=650062.
- Beeks, W. y Brown, P. (2006). Do better-governed Australian firms make more informative disclosures? *Journal of Business Finance y Accounting*, 33(3-4), 422-450.
- Bekaert, G. B., Harvey, C. y Lumsdaine, R. (2006). Growth volatility and financial liberalization. *Journal of International Money and Finance*, 25(3), 379-403.
- Bekaert, G. y Harvey, C. (2000). Foreign speculation and emerging equity markets. *Journal of Finance*, 55(2), 565-613.
- Belkaoui, A. (1983). Economic, political and civil indicators and reporting indicators and disclosure adequacy: Empirical investigation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2(3), 207-219.
- Belkaoui, A. y Kahl, A. (1978). Corporate financial disclosure in Canada. *Canadian Certified General Accountants Association, Research Monograph No. 1*.
- Berg, S. y Smith, S. (1978). CEO and board chairman: A quantitative study of dual vs. unitary board leadership. *Directors y Boards*, 3, 34-39.
- Berger, R. y Luckmann, T. (1966). *The social construction of reality*. Nueva York: Anchor Books, Garden City.
- Berglöf, E. y Pajuste, A. (2005). What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe. *Oxford Review Economic Policy*, 21(2), 178-198.

- Berle, A. y Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. Nueva York: MacMillan.
- Berry, I. (1987). The need to classify worldwide practices. *Accountancy*, 100(1130), 90-91.
- Bertrand, M. y Mullainathan, S. (2001). Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901-932.
- Bhagat, S., Bolton, B. y Romano, R. (2008). The promise and peril of corporate governance indices. *Columbia Law Review*, 108(8), 1803-1882.
- Bhasin, M. (2010). Corporate governance in the Asian countries. *African Journal of Business Management*, 4(10), 1964-1971.
- Bhat, G., Hope, O.-K. y Kang, T. (2006). Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecasts? *Accounting y Finance*, 46(5), 715-732.
- Bhojraj, S., Lee, C. M. y Oler, D. K. (2003). What's my line? A comparison of industry classification schemes for capital market research. *Journal of Accounting Research*, 41(5), 745-774.
- Bhuiyan, M. y Biswas, P. (2007). Corporate governance and reporting: An empirical study of the listed companies in Bangladesh. *Journal of Business Studies*, 28(1), 1-32.
- Biggart, N. W. (1991). Explaining Asian economic organization: Toward a Weberian institutional perspective. *Theory and Society*, 20(2), 199-232.
- Bilimoria, D., y Piderit, S. K. (1994). Board committee membership: Effects of sexbased. *The Academy of Management Journal*, 37(6), 1453-1477.
- Black, B. S., Gledson de Carvalho, A. y Gorga, É. (2010). Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 11(1), 21-38.
- Black, B. S., Jang, H. y Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, y Organization*, 22(2), 366-413.
- Black, B. S., Love, I. y Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7, 361-379.
- Black, B., Jang, H. y Kim, W. (2006). Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 660-691.
- Blackburn, V. L. (1994). The effectiveness of corporate control in the U.S. *Corporate Governance: An International Review*, 2(4), 196-202.

- Blair, M. (1995). *Ownership and control: Re-thinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington DC: Brookings Inst.
- Bleicher, K. y Paul, H. (1986). Das Amerikanische Board-Modell im Vergleich zur deutschen Vorstands-/Aufsichtsratsverfassung - Stand und Entwicklungstendenzen. *Die Betriebswirtschaft*, 3, 263-288.
- Blue Ribbon Report. (1999). *Report and recommendations of the blue ribbon committee on improving the effectiveness of corporate audit committees*. New York: New York Stock Exchange and the National Association of Securities Dealers.
- Blundell, R. y Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- BMyFBOVESPA. (24 de Enero de 2011). *BMyFBOVESPA*. Obtenido de <http://www.bmfbovespa.com.br/es-es/noticias/2011/BMFBOVESPA-lanza-el-Indice-de-Gobierno-Corporativo-Trade-IGCT-2011-01-06.aspx?tipoNoticia=1yidioma=es-es>
- BMV. (22 de Febrero de 2010). *Bolsa Mexicana de Valores*. Obtenido de <http://www.bmv.com.mx/>
- Boatright, J. R. (1994). Fiduciary duties and the shareholder-management relation: Or, what's so special about shareholders? *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 393-407.
- Bollen, L., Hassink, H. y Bozic, G. (2006). Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: A multinational empirical analysis. *International Journal of Accounting Information Systems*, 7, 273-298.
- Bolsa de Comercio de Santiago. (2011). *Metodología de selección y cálculo de índices bursátiles*. Santiago de Chile: Bolsa de Comercio de Santiago.
- Bonsón, E. y Escobar, T. (2002). A survey on voluntary disclosure on the internet. Empirical evidence from 300 European Union companies. *The International Journal of Digital Accounting Research*, 2(3), 27-51.
- Bonsón, E. y Escobar, T. (2004). La difusión voluntaria de información financiera en Internet. Un análisis comparativo entre Estados Unidos, Europa del Este y la Unión Europea. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 33(123), 1063-1101.
- Bonsón, E. y Escobar, T. (2006). Digital reporting in Eastern Europe: An empirical study. *International Journal of Accounting Information Systems*, 7(4), 299-318.
- Botero, J. C., Djankov, S., La Porta, R. y Lopez-de-Silanes, F. (2004). The regulation of labor. *The Quarterly Journal of Economics*, 119(4), 1339-1382.

- Botosan, C. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Botosan, C. y Plumlee, M. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21-40.
- BOVESPA. (4 de Abril de 2010). *BMyFBOVESPA the new exchange*. Obtenido de <http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/home.aspx?idioma=en-us>
- Bowerman, B. L. y O'Connell, R. (1990). *Linear statistical models: An applied approach*. CA: Duxbury: 2nd ed. Belmont.
- Boyer, R. y Hollingsworth, J. (1997). *From national embeddedness to spatial and institutional nestedness*. En Hollingsworth, J. R. y Boyer, R. (Eds), *Contemporary capitalism: The embeddedness of institutions*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bradbury, M. (1992). Voluntary disclosure of financial segment data: New Zealand evidence. *Accounting and Finance*, 31(2), 15-26.
- Bradbury, M. E. (1990). The incentives for voluntary auditcommittee formation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 9(1), 19-36.
- Bradley, M., Schipani, C., Sundaram, A. y Walsh, J. (1999). The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: corporate governance at a crossroads. *Law and Contemporary Problems*, 62(3), 9-86.
- Brady, A. y Honey, G. (2007). Corporate reputation: Perspectives of measuring and managing a principal risk . *The Chartered Institute of Management Accountants*, London. www.cimaglobal.com.
- Braga-Alves, M. V. y Shastri, K. (2011). Corporate governance, valuation, and performance: Evidence from a voluntary market reform in Brazil. *Financial Management*, 40(1), 139-157.
- Brammer, S. y Pavelin, S. (2006). Voluntary environmental disclosures by large UK companies. *Journal of Business Finance y Accounting*, 33(7-8), 1168-1188.
- Brennan, N. (2006). Boards of directors and firm performance: Is there an expectations gap? *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 577-593.
- Brennan, N. M. y Solomon, J. (2008). Corporate governance, accountability, and mechanisms of accountability: An overview. *Accounting, Auditing y Accountability Journal*, 21(7), 885-906.

- Brickley, J., Coles, J. y Terry, r. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35, 371-390.
- Briley, D. y Aaker, J. (2006). When does culture matter? Effects of cultural knowledge on the correction of culture-based judgments. *Journal of Marketing Research*, 43, 395–408.
- Brockman, P. y Chung, 2. (2003). Investor protection and firm liquidity. *Journal of Finance*, 58(2), 921-937.
- Brown, L. D. y Caylor, M. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409-434.
- Brown, M. E. y Treviño, L. K. (2006). Ethical leadership: A review and future directions. *The Leadership Quarterly*, 17(6), 595–616.
- Brown, P., Taylor, S. L. y Walter, T. S. (1999). The impact of statutory sanctions on the level and information content of voluntary corporate disclosure. *Abacus*, 35(2), 138-162.
- Bruno, V. y Claessens, S. (2010). Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing? *Journal of Financial Intermediation*, 19(4), 461-482.
- Bryman, A. y Cramer, D. (1997). *Quantitative data analysis with SPSS for Windows: A guide for social scientists*. Londres: Routledge.
- Buck, T. y Shahrim, A. (2005). The translation of corporate governance changes across national cultures: The case of Germany. *Journal of International Business Studies*, 36(1), 42-61.
- Bujaki, M. y McConomy, B. (2002). Corporate governance: Factors influencing disclosure by publicly traded Canadian firms. *Canadian Accounting Perspectives*, 1(2), 105-139.
- Burke, R. (1997). Women on corporate boards of directors: A needed resource. *Journal of Business Ethics*, 16(9), 37-43.
- Bush, P. D. (1987). The theory of institutional change. *Journal of Economic Issues*, 21(3), 1075-1116.
- Bushman, R. y Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 237-333.
- Bushman, R., Piotroski, J. D. y Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207–252.

- Buzby, S. (1975). Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure. *Journal of Accounting Research*, 13(1), 16-37.
- Cadbury Committee Report. (1992). *Report of the Cadbury committee on the financial aspects of corporate governance*. Londres: Gee.
- Cai, C. X., Keasey, K. y Short, H. (2006). Corporate governance and information efficiency in security markets. *European Financial Management*, 12(5), 763–787.
- Calder, A. (2008). *Corporate governance. A practical guide to the legal frameworks and international codes of practice*. London, UK.: Kogan Page.
- Calliess, G.-P. y Zumbansen, P. (2010). *Rough consensus and running code. A theory of transnational private law*. Oxford, UK: Hart Publishing.
- Camfferman, K. y Cooke, T. E. (2002). An analysis of disclosure in the annual reports of U.K. and Dutch companies. *Journal of International Accounting Research*, 1-28.
- Campbell, J. L. (2006). Institutional Analysis and the Paradox of Corporate Social Responsibility. *American Behavioral Scientist*, 49(7), 925-938.
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 946-967.
- Campbell, J., Hollingsworth, J. R. y Lindberg, L. (1991). *Governance of the American economy*. New York: Cambridge University Press.
- Carcello, J. y Neal, T. (2000). Audit committee composition and auditor reporting. *Accounting Review*, 75, 453-467.
- Carson, E. (1996). Corporate governance disclosure in Australia: The state of play. *Australian Accounting Review*, 6(12), 3-10.
- Carter, D. A., Simkins, B. J. y Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Carvalho, A. y Nobili, C. (2011). Does corporate governance matter for stock returns? Estimating a four-factor asset pricing model including a governance index. *Quantitative Finance*, 11(2), 247-259.
- Carvalho-da-Silva, A. y Subrahmanyam, A. (2007). Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: Evidence from the Brazilian stock market. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 1-24.
- Carver, J. (2002). *On board leadership*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.

- Casey, C., Skibnes, R. y Pringle, J. K. (2011). Gender equality and corporate governance: Policy strategies in Norway and New Zealand. *Gender, Work and Organization*, 18(6), 613-630.
- Cassell, C. (2000). Managing diversity in the new millennium. *Personnel Review*, 29(3), 268–274.
- Caves, R. E. (1980). Industrial organization, corporate strategy and structure. *Journal of Economic Literature*, 18(1), 64-92.
- Center for International Private Enterprise. (2002). *Instituting corporate governance in developing, emerging and transitional economies: A handbook*. Washington, D.C.: The Center for International Private Enterprise. www.cipe.org.
- CEPAL. (31 de Diciembre de 2010). *Comisión Económica para América Latina*. Recuperado el 21 de Enero de 2011, de <http://www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/prensa/noticias/comunicados/1/42231/P42231.xml&xml=/prensa/tpl/p6f.xslybase=/tpl/top-bottom.xsl>
- Cerf, A. (1961). *Corporate reporting and investment decisions berkely*. California: The University of California Press.
- Chaganti, R., Mahajan, V. y Sharma, S. (1985). Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry. *Journal of Management Studies*, 22, 400-417.
- Chahine, S. y Filatochev, I. (2008). The effects of information disclosure and board independence on IPO discounts. *The Journal of Small Business Management*, 46(2), 219-241.
- Chalmers, K. y Godfrey, J. (2004). Reputation costs: The impetus for voluntary derivative financial instrument reporting. *Accounting, Organizations and Society*, 29(2), 95-125.
- Chamberlain, G. (1984). Panel data. *Chapter 22 en Z. Griliches y M. Intrilligator, eds. Handbook of Econometrics*, 1247-1318.
- Chan, A. W. y Cheung, H. Y. (2011). Cultural dimensions, ethical sensitivity, and corporate governance. *Journal of Business Ethics*, 104(4), 1-15.
- Chanchani, S. y Willett, R. (2004). An empirical assessment of Gray's accounting value constructs. *The International Journal of Accounting*, 39(1), 125-154.
- Chang, L., Kenneth, S. y Brain, C. (1983). The utility of annual reports: An international study. *Journal of International Business Studies*, 14(1), 63-84.

- Charkham, J. y Simpson, A. (1999). *Fair shares. The future of shareholder power and responsibility*. Nueva York: Oxford University Press.
- Chatman, J. y Jehn, K. (1994). Assessing the relationship between industry characteristics and organizational culture: How different can you be? *The Academy of Management Journal*, 37(3), 522-553.
- Chau, G. y Gray, S. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting*, 37(2), 247-265.
- Che Haat, M. H., Rahman, R. A. y Mahenthiran, S. (2008). Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies. *Managerial Auditing Journal*, 23(8), 744-778.
- Chen, A., Kao, L. Tsao, M., y Wu, C. (2007). Building a corporate governance index from the perspectives of ownership and leadership for firms in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 251-261.
- Chen, C. J. y Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5), 285–310.
- Chen, J., Chen, D.H. y Chung, H. (2006). Corporate control, corporate governance and firm performance in New Zealand. *International Journal of Disclosure and Governance*, 3(4), 263-276.
- Cheng, E. C. y Courtenayb, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, 41(3), 262-289.
- Chenhall, R. H. (2003). Management control systems design within its organizational context: Findings from contingency-based research and directions for the future. *Accounting, Organizations and Society*, 28(2-3), 127–168.
- Cheung, S. N. (1970). The structure of a contract and the theory of a non-exclusive resource. *Journal of Law and Economics*, 13(1), 49-70.
- Cheung, S. N. (1983). The contractual nature of the firm. *Journal of Law y Economics*, 26(1), 1-21.
- Chhaochharia, V. y Laeven, L. (2009). Corporate governance norms and practices. *Journal of Finance Intermediation*, 18(3), 405-431.
- Chhokar, J. S., Brodbeck, F. C. y House, R. J. (2007). *Leadership across the world: The GLOBE book of in-depth studies of 25 societies*. Mahwah, New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates, Inc.

- Chi, J. (2005). Understanding the endogeneity between firm value and shareholder rights. *Financial Management*, 34, 65-76.
- Chiang, H.-T. y He, L.-J. (2010). Board Supervision Capability and Information Transparency. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1), 18-31.
- Choi, C., Hilton, B. y Millar, C. (2004). *Emergent globalization*. London, UK: Palgrave Macmillan.
- Choi, C., Raman, M., Soltseva, O. y Lee, S. (1999). Political embeddedness in the new triad: Implications for emerging economies. *Management International Review*, 39(3), 257-275.
- Choi, F. (1973). Financial disclosure and entry to the European capital market. *Journal of Accounting Research*, 11(2), 159-175.
- Choi, F. y Levich, R. (1990). The capital market effects of international accounting diversity. *Dow Jones-Irwin*.
- Chong, A. y López de Silanes, F. (2007). *Investor protection and corporate governance. Firm level evidence across Latin America*. Washington D.C.: Stanford University Press-Inter American Development Bank.
- Chong, A. y López-de-Silanes, F. (2007). *Corporate governance in Latin America*. Washington D.C.: Inter-American Development Bank.
- Chong, A., Guillén, J. y López-de-Silanes, F. (2009). Corporate governance reform and firm value in Mexico: An empirical assesment. *Journal of Economic Policy Reform*, 12(3), 163–188.
- Chow, C. y Wong-Boren, A. (1987). Voluntary financial disclosure by Mexican corporations. *The Accounting Review*, 62(3), 533-541.
- Chui, A., Lloyd, A. y Kwok, C. (2002). The determination of capital structure: Is national culture a missing piece to the puzzle? *Journal of International Business Studies*, 33(1), 99–127.
- Chung, C. y Luo, X. (2008). Institutional logics or agency costs: The influence of corporate governance models on business group restructuring in emerging economies. *Organization Science*, 19(5), 766–784.
- Claessens, S. (2003). *Corporate governance and development*. Washington, DC: World Bank.
- Claessens, S. y Fan, J. P. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of Finance*, 3(2), 71-103.

- Claessens, S. Djankov, S., y Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Clarke, T. y Clegg, S. (2000). *Changing paradigms: The transformation of management knowledge for the 21st century*. Londres: Harper Collins.
- Clarkson, M. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- CNV. (2007). *Resolución General No. 516. Código de Gobierno Societario*. Buenos Aires, Argentina: Comisión Nacional de Valores.
- CNV. (2008). *Resolución General No. 542. Código de Protección al Inversor*. Buenos Aires, Argentina: Comisión Nacional de Valores.
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Coase, R. (1960). The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, 3(1), 1-44.
- Coffee, J. C. (1999). *Privatization and corporate governance: The lessons from securities market failure*. Nueva York.
- Cohen, D. (1993). Creating and maintaining ethical work climates: A in the workplace and implications for managing change. *Business Ethics Quarterly*, 3(4), 343-358.
- Coles, J. L., Naveen, D. y Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.
- Collet, P. y Hrasky, S. (2005). Voluntary disclosure of corporate governance practices by listed Australian companies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 188-196.
- Collier, P. (1993). Audit committees in major U.K. companies. *Managerial Auditing Journal*, 8, 25-30.
- Collier, P. (1997). Audit committees in smaller UK companies. En Keasey, K., Wright, M. eds, *Corporate governance: Responsibilities, rights and remuneration*, 93-120.
- Committee on Corporate Governance, SEBI. (2003). *Narayana Murthy Committe Report*. Mumbai: SEBI.
- Commons, J. R. (1934). *Institutional economies*. New York: Macmillan.
- Confecámaras. (2007). *Código de mejores prácticas corporativas*. Bogotá, Colombia: Confecámaras.

- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L. y Certo, S. T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1561-1589.
- Consejo Coordinador Empresarial. (2010). *Código de Mejores Prácticas Corporativas*. México: CCE.
- Consejo de Ministros de la CNMV. (2006). *Código unificado de buen gobierno*. Madrid, España: CNMV.
- Cooke, T. (1989). Voluntary corporate disclosure by Swedish companies. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1(2), 171-195.
- Cooke, T. (1991). An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations. *International Journal of Accounting*, 26, 171-195.
- Cooke, T. (1992). The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations. *Accounting and Business Research*, 22(87), 229-237.
- Cooke, T. (1993). Disclosure in Japanese corporate annual report. *Journal of Business Finance and Accounting*, 20(4), 521-535.
- Cooke, T. (1998). Regression analysis in accounting disclosure studies. *Accounting Business Research*, 28, 209-224.
- Cooke, T., y Wallace, R. (1990). Financial disclosure regulation and its environment: A review and further analysis. *Journal of Accounting and Public Policy*, 9(1).
- Coombs, H. y Tayib, M. (1998). Developing a disclosure index for local authority published accounts – a comparative study of local authority published financial reports between the UK and Malaysia. *Asian Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference*. Osaka.
- Corbett, J. (1994). *An overview of the Japanese financial system en Dimsdale, N. and Prevezer, M. (eds.)*. Oxford: Clarendon Press.
- Core, J. E., Guay, W. R. y Verrecchia, R. E. (2003). Price versus non-price performance measures in optimal CEO compensation contracts. *The Accounting Review*, 78(4), 957-981.
- Core, J., Guay, W. y Rusticus, T. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *Journal of Finance*, 61(2), 655-687.

- Cormier, D., Magnan, M. y Van Velthoven, B. (2005). Environmental disclosure quality in large German companies: Economic incentives, public pressures or institutional conditions. *European Accounting Review*, 1(3), 3-39.
- Corporación Andina de Fomento. (2006). *Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo*. Caracas, Venezuela: CAF.
- Courtis, J. (1976). Relationships between timeliness in corporate reporting and corporate attributes. *Accounting and Business Research*, 7(25), 45-56.
- Courtis, J. (1978). Annual report disclosure in New Zealand: Analysis of selected corporate attribute. *New England Accounting Research Study*.
- Courtis, J. (1986). An investigation in annual report readability and corporate risk-return relationships. *Accounting and Business Research*, 16(64), 285-294.
- Craig, R. y Diga, J. (1998). Corporate accounting disclosure in ASEAN. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 9(3), 247-273.
- Craswell, A. y Taylor, S. (1992). Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: An economic analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(2), 295-308.
- Craven, B. y Marston, C. (1999). Financial reporting on the Internet by leading UK companies. *European Accounting Review*, 8(2), 321-333.
- Craven, B. y Otsmani, B. (1999). Social and environmental reporting on the Internet by leading UK companies. *Paper presented at the 22nd Annual Congress of the European Accounting Association*, France.
- Crémer, J. (1993). Corporate culture and shared knowledge. *Industrial and Corporate Change*, 2(3), 351-386.
- Cromme, G. (2002, 2010). *German corporate governance code*. Düsseldorf, Alemania.
- Cronbach, L. (1951). Coefficient alpha and the internal consistency of tests. *Psychometrika*, 16, 297-334.
- Crouch, C. y Streek, W. (1997). *Political economy of modern capitalism: Mapping convergence and diversity*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 84-93.
- Da Silveira, A. y Barros, L. (2007). Corporate governance quality and firm value in Brazil. *Universidade de Sao Paulo, Working Paper*.

- Dacin, M., Goodstein, J. y Scott, W. (2002). Institutional theory and institutional change: Introduction to the special research forum. *Academy of Management Journal*, 45(1), 45-57.
- Dahya, J., Dimitrov, O. y McConnell, J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87, 73-100.
- Dahya, J., Lonie, A. y Power, D. (1996). The case for separating the roles of chairman and CEO: An analysis of stock market and accounting data. *International Corporate Governance: An International Review*, 4(2), 71-77.
- Daily, C. y Dalton, D. (1992). The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 7, 375-386.
- Daily, C. y Dalton, D. (2003). Women in the boardroom: A business imperative. *Journal of Business Strategy*, 24(5), 8-10.
- Daily, C. Trevis, C. y Dalton, D. (1999). A decade of corporate women: Some progress in the boardroom, none in the executive suite. *Strategic Management Journal*, 20, 93-99.
- Dalton, D., Daily, C., Certo, S. y Roengpitya, R. (2003). Meta-analysis of financial performance and equity: Fusion or confusion? *Academy of Management Journal*, 46(1), 13-26.
- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A. y Johnson, J. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(1), 269-290.
- Darrough, M. N. y Stoughton, N. M. (1990). Financial disclosure policy in an entry game. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1-3), 219-243.
- Da-Silva, W. y Christensen, T. (2004). Determinants of voluntary disclosure of financial information on the Internet by Brazilian firms. *Social Science Research Network*.
- Davis, G. F. (2005). New directions in corporate governance. *Annual Review of Sociology*, 31(1), 143-162.
- Davis, G. y Useem, M. (2002). Top management, company directors, and corporate control. en A. Pettigrew, H. Thomas y R. Whittington (eds) *Handbook of Strategy and Management*, 232-258.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. y Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *The Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.

- De Carvalho, A. y Pennacchi, G. (2009). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firm's migration to premium listings in Brazil. *Working paper*, <http://ssrn.com/abstract=678282>.
- De Jong, A. y Van Dijk, R. (2007). Determinants of leverage and agency problems: A regression approach with survey data. *The European Journal of Finance*, 13(6), 565-593.
- De Jong, A. y Veld, C. (2001). An empirical analysis of incremental capital structure decisions under managerial entrenchment. *Journal of Banking and Finance*, 25, 1857-1895.
- Deakin, S. y Hughes, A. (1997). *Comparative corporate governance: An interdisciplinary agenda*. Oxford: Blackwell Publishers.
- Debreceeny, R. y Gray, G. (1999). Financial reporting on the internet and the external audit. *European Accounting Review*, 8(2), 335-350.
- Debreceeny, R. Gray, G. L., y Rahman, A. (2002). The determinants of Internet financial reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21(4-5), 371-394.
- Debreceeny, R. y Rahman, A. (2005). Firm-specific determinants of continuous corporate disclosures. *The International Journal of Accounting*, 40, 249-278.
- Debreceeny, R. Gray, G., y Mock, T. (2001). Financial reporting Web sites: what users want in terms of form and content. *The International Journal of Digital Accounting Research*, 1, 1-23.
- Debreceeny, R. Gray, G., y Rahman, A. (1999). The determinants of the Internet as a voluntary disclosure medium. *American Accounting Association Annual Meeting*, (págs. 1-40).
- Dedman, E. y Filatotchev, I. (2008). Corporate governance research: A contingency framework. *International Journal of Managerial Finance*, 4(4), 248 - 258.
- DeFrank, R. S., Matteson, M. T., Schweiger, D. M. e Ivancevich, J. M. (1985). The impact of culture on the management practices of American and Japanese CEOs. *Organizational Dynamics*, 13(Spring), 62-76.
- Deller, D., Stubenrath, M. y Weber, C. (1998). Investor relations and the Internet. Background, potential application and evidence from the USA, UK and Germany. 21o. *Congreso Anual de la European Accounting Association*. Amberes, Bélgica.
- Deller, D., Stubenrath, M. y Weber, C. (1999). A survey of the survey of the internet for investor relations in the USA, the UK and Germany. *European Accountign Review*, 8(2), 351-364.

- Demirgüç-Kunt, A. y Maksimovic, V. (1998). Law, finance, and firm growth. *The Journal of Finance*, 53(6), 2107-2137.
- Demsetz, H. (1964). The exchange and enforcement of property rights. *Journal of Law and Economics*, 7, 11-26.
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Denis, D. K. y McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Denis, D. y Kruse, T. (2000). Managerial discipline and corporate restructuring following performance decline. *Journal of Financial Economics*, 55, 391-424.
- Denison, D. (1984). Corporate culture to the bottom line. *Organizational Dynamics*, 13(2), 5-22.
- Depoers, F. (2000). A cost-benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. *The European Accounting Review*, 9(2), 245-263.
- Deshpandé, R. y Farley, J. (1998). Measuring market orientation: generalization and synthesis. *Journal of Market Focused Management*, 2(3), 237-239.
- Deshpandé, R. y Farley, J. U. (2004). Organizational culture, market orientation, innovativeness, and firm performance: an international research odyssey. *International Journal of Research in Marketing*, 21(1), 3-22.
- Deshpandé, R. y Webster, F. (1989). Organizational culture and marketing: defining the research agenda. *Journal of Marketing*, 53, 3-15.
- DeVoe, S. y Iyengar, S. (2004). Managers' theories of subordinates: a cross-cultural examination of manager perceptions of motivation and appraisal of performance. *Organizational Behavior and Decision Processes*, 93, 47-61.
- Dharwadkar, R., George, G. y Brandes, P. (2000). Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. *The Academy of Management Review*, 25(3), 650-669.
- Di Miceli da Silveira, A. y Franco Donaggio, A. (2009). Corporate governance and capital markets in Brazil – history and current overview. *Center for Corporate Governance Research*, 1-79.
- Di Miceli, A., Pereira, R., Ayres, L. y Carvalhal-da-Silva, A. L. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Center for Corporate Governance Research*, 44(3), 173-189.

- Diamandis, P. F. y Drakos, A. A. (2011). Financial liberalization, exchange rates and stock prices: Exogenous shocks in four Latin America countries. *Journal of Policy Modeling*, 33(3), 381-394.
- Díaz Casero, J. C. (2003). *La creación de empresas en Extremadura. Un análisis institucional*. Extremadura, España: Tesis doctoral.
- Dick, A. y Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance*, 59(2), 537–600.
- Dickson, M., BeShears, R. y Gupta, V. (2004). The Impact of Societal Culture and Industry on Organizational Culture: Theoretical Explanations. in R.J. House, P.J. Hanges, M. Javidan, P.W. Dorfman and V. Gupta (eds.) *Culture, Leadership, and Organizations: The GLOBE Study of 62 Societies*, Sage: Thousand Oaks, CA, 4-93.
- Dixit, A. (2003). On modes of economic governance. *Econometrica*, 71(2), 449–481.
- Djankov, S. Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., y Shleifer, A. (2003). The new comparative economics. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 595–619.
- Djankov, S., La Porta, R. y López-de-Silanes, F. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.
- Dobbin, F. (1994). *Forging industrial policy: The United States, Britain, and France in the railway age*. New York: Cambridge University Press.
- Doidge, C., Karolyi, G. A. y Stulz, R. (2004). Why are foreign firms listed in the US worth more? *Journal of Financial Economics*, 71(2), 205—238.
- Doidge, C., Karolyi, G. y Stulz, R. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1–39.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *The Academy of Management Review*, 15(3), 369-381.
- Donaldson, L. y Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Donaldson, L. y Davis, J. H. (1994). Boards and company performance-research challenges the conventional wisdom. *Corporate Governance: An International Review*, 2(3), 151-160.
- Donaldson, T. y Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence and implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.

- Donnelly, R. y Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 416-429.
- Dontoh, A. (1989). Voluntary disclosure. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 4(4), 480-511.
- Doupnik, T. S. y Salter, S. B. (1993). An empirical test of a judgmental international classification of financial reporting practices. *Journal of International Business Studies*, 24(1), 41-60.
- Doupnik, T. y Salter, S. (1995). External environment, culture, and accounting practice: A preliminary test of a general model of international accounting development. *International Journal of Accounting*, 30(3), 189-207.
- Doupnik, T. y Tsakumis, G. (2004). A critical review of tests of Gray's theory of cultural relevance and suggestions for future research. *Journal of Accounting Literature*, 23, 1-48.
- Dragomir, V. y Cristina, M. (2009). Corporate governance in the European Union: The implications for financial and narrative reporting. *International Journal of Business and Economics*, 9(1), 53-64.
- Dulacha, G. (2007). Determinants of voluntary disclosure in Kenyan companies annual reports. *African Journal of Business Management*, 1(5), 113-128.
- Durnev, A. y Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.
- Dye, R. A. (1990). Mandatory versus voluntary disclosures: The cases of financial and real externalities. *The Accounting Review*, 65(1), 1-24.
- Dye, T. (1985). Disclosure of non proprietary information. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 123-145.
- Editorial. (2002). The relationship between corporate governance, transparency and financial disclosure. *Corporate Governance: An International Review*, 10(4), 253-255.
- Edwards, J. y Fischer, K. (1994). *Banks, finance and investment in Germany*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Edwards, P. y Smith, R. (1996). Competitive disadvantage and voluntary disclosures: The case of segmental reporting. *British Accounting Review*, 28(2), 155-172.
- Einhorn, E. (2005). The nature of the interaction between mandatory and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 43(4), 593-621.

- Eisenberg, T., Sundgren, S. y Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54.
- Eisenhardt, K. (1985). Control: Organizational and economic approaches. *Management Science*, 31(2), 134-149.
- Eisenhardt, K. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Making fast strategic decisions in high-velocity environments. *The Academy of Management Journal*, 32(3), 543-576.
- Eldomiaty, T. I. y Choi, C. J. (2006). Corporate governance and strategic transparency: East Asia in the international business systems. *Corporate Governance: An International review*, 6(3), 281-295.
- Eldomiaty, T. I., Choi, C. y Cheng, P. (2006). Global corporate governance: Emerging markets and strategic transparency in a new triad framework. *Asia Pacific Journal of Economics and Business*, 10(1), 48-62.
- Eng, L. y Mak, Y. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Erez, M. y Earley, P. C. (1993). *Culture, self-identity, and work*. Nueva York : Oxford University Press.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D. y Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102-111.
- Espinosa, M., Tapia, M. y Trombetta, M. (2008). Disclosure and liquidity in a driven by orders market: Empirical evidence from panel data. *Investigaciones económicas*, 32(3), 339-370.
- Estrin, S. y Prevezer, M. (2011). The role of informal institutions in corporate governance: Brazil, Russia, India, and China compared. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(1), 41-67.
- Ettredge, M., Johnstone, K., Stone, M. y Wang, Q. (2011). The effects of firm size, corporate governance quality, and bad news on disclosure compliance. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 866-889.
- Ettredge, M., Richardson, V. J. y Scholz, S. (2002). Dissemination of information for investors at corporate Web sites. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21(4-5), 357-369.

- Ettredge, M., Richardson, V. y Scholz, S. (2001). The presentation of financial information at corporate Web sites. *International Journal of Accounting Information System*, 2, 149-168.
- Ettredge, M., Richardson, V. y Scholz, S. (2002). Dissemination of information for investors at corporate Web sites. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21, 357-389.
- Euromoney. (2007). The track record of corporate governance in the Middle East. *Euromoney*, 38(Septiembre), 11-12.
- Expansión, C. (14 de Diciembre de 2009). Escándalos financieros marcan al 2009. *Comunicación Financiera*, págs. 1-3.
- Ezat, A. y El-Masry, A. (2008). The impact of corporate governance on the timeliness of corporate internet reporting by Egyptian listed companies. *Managerial Finance*, 34(12), 848-867.
- Faccio, M., Lang, L. y Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *The American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F. y Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Farber, D. (2005). Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter? *Accounting Review*, 80, 539-561.
- Farrell, K. A. y Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 85–106.
- Farrell, K. y Hersch, P. (2001). Additions to corporate boards: Does gender matter. *Working paper*, 30 p.
- Fawzy, S. (2004). *How does corporate governance in Egypt compare with selected MENA and emerging markets?* Cairo University: The Egyptian Center for Educational Studies.
- Feldman, M. S. y Rafaeli, A. (2002). Organizational routines as sources of connections and understandings. *Journal of Management Studies*, 39(3), 309–331.
- Ferguson, M. J., Lam, K. y Lee, M. (2002). Voluntary disclosure by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 13(2), 125–152.

- Fernández, A. I. y Gómez, S. (1999). El gobierno de la empresa: Mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 100, 355-380.
- Ferruz, L., Marco, I. y Acero, I. (2010). Códigos de buen gobierno: Un análisis comparativo. Especial incidencia en el caso español. *Aposta. Revista de ciencias sociales*(46), 1-77.
- Filatotchev, I. y Allcock, D. (2010). Corporate governance and executive remuneration: A contingency framework. *Academy of Management Perspectives*, 24(1), 20-33.
- Filatotchev, I., Toms, S. y Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256-279.
- Filatotchev, I., Wright, M., Uhlenbruck, K., Tihanyi, L. y Hoskisson, R. (2003). Governance, organizational capabilities, and restructuring in transition economies. *Journal of World Business*, 38(4), 331-347.
- Financial Reporting Council. (2006,2008). *The combined code on corporate governance*. Reino Unido: FRC.
- Financial Reporting Council. (2010). *The UK corporate governance code*. Londres: Financial Reporting Council.
- Finkelstein, S. y D'Aveni, R. (1994). CEO duality as a double edge sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *The Academy of Management Journal*, 37(5), 1079–1108.
- Firth, M. (1979). The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports. *Accounting and Business Research*, 9(36), 273-280.
- Firth, M. (2006). Firm performance, governance structure, and top management turnover in a transitional economy. *Journal of Management Studies*, 43(6), 1289-1330.
- Fizel, J. L. y Louie, K. K. (1990). CEO retention and corporate governance. *Managerial and Decision Economics*, 11(3), 167–176.
- Fligstein, N. (1990). *The transformation of corporate control*. Cambridge: Harvard University Press.
- Forker, J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research*, 22(86), 111-124.

- Francis, J. R., Khurana, I. K. y Pereira, R. (2003). The role of accounting and auditing in corporate governance and the development of financial markets around the world. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 10, 1-30.
- Franck, A. (2007). New Mexican corporate structure sociedad anonima promotora de inversion. *Law and Business Review of the Americas*, 13(1), 231-234.
- Francoeur, C., Labelle, R. y Sinclair-Desgagne, B. (2008). Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of Business Ethics*, 81(1), 83-95.
- Frankel, R., Johnson, M. y Skinner, D. (1999). An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. *Journal of Accounting Research*, University of Michigan Business School.
- Frankel, R., McNichols, M. y Wilson, P. (1995). Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review*, 70(1), 135-150.
- Franks, J. y Mayer, C. (1990). Takeovers: Capital markets and corporate control: A study of France, Germany and the UK. *Economic Policy*, 5(10), 189-231.
- Franks, J. y Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 163-181.
- Franks, J., Mayer, C. y Rossi, S. (2005). *Spending less time with the family: The decline of family ownership*. Chicago: Chicago University Press.
- Frecka, T. J. y Hopwood, W. S. (1983). The effects of outliers on the cross-sectional distributional properties of financial ratios. *The Accounting Review*, 58(1), 115-128.
- Frederick, W. (1995). *Values, nature, and culture in the American corporation*. Nueva York: OxfordUniversity Press.
- Freedman, M. y Stagliano, A. (1995). Disclosure of environmental clean-up costs: The impact of the Superfund Act. *Advances in Public Interest Accounting*, 6, 163-176.
- Freeman, E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman Press.
- Freeman, R. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106.
- Freeman, R. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *The Journal of Behavioral Economics*, 19(4), 337-359.
- Friedman, A. L. y Miles, S. (2002). Developing stakeholder theory. *Journal of Management Studies*, 39(1), 1-21.

- Friedman, M. (1970). The social responsibility is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, 13, 32-35.
- Friend, I. (1975). Economic foundations of stock market regulation. *Journal of Contemporary Business*, Summer.
- Friend, I. y Herman, E. (1964). The SEC through a glass darkly. *The Journal of Business*, 37(4), 382-405.
- Frijns, J. (2008). *Dutch corporate governance code. Principles of good governance and best practices provisions*. Amsterdam, Países Bajos.
- Furnham, A. y Gunter, B. (1993). *Corporate assessment: Auditing a company's personality*. Londres: Routledge.
- Gallego Álvarez, I., García Sánchez, I. y Rodríguez Domínguez, L. (2009). La eficacia del gobierno corporativo y la divulgación de información en Internet. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 15(1), 109-135.
- Gandía, J. L. (2003). Intangibles disclosure information on internet by multinational corporations. *The International Journal of Digital Accounting Research*, 3(5), 61-99.
- Gandía, J. L. (2008). Determinants of interest-based corporate governance disclosure by Spanish listed companies. *Online Information Review*, 32(6), 791-817.
- Gandía, J. L. y Andrés, T. (2005). e-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico. *Comisión Nacional del Mercado de Valores*(Monografías No. 8), 1-47.
- Gannon, M. (2001). *Understanding global cultures*. Thousand Oaks CA: Sage Publications.
- Garay, U. y González, M. (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194-210.
- García Meca, E. y Martínez, I. (2004). Divulgación voluntaria de información empresarial. *Partida doble*(157), 66-77.
- García-Meca, E. y Sánchez, J. P. (2006). Un estudio meta-analítico de los factores determinantes de la revelación de información. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35(132), 761-788.
- Gedajlovic, E. R. y Shapiro, D. M. (1998). Management and ownership effects: Evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- Geenen, H. (1984). Why directors can't protect the shareholders. *Fortune*, 22, 28-32.

- Geerings, J., Bollen, L. y Hassink, H. (2003). Investor relations on the Internet: A survey of the Euronext zone. *The European Accounting Review*, 12(3), 567-579.
- Gelauff, G. y Den Broeder, C. (1996). *Governance of stakeholder relationships: The German and Dutch experience*. The Hage: Centraal Plan Bureau.
- Ghazali, N. (2010). Corporate governance and voluntary disclosure in Malaysia. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 5(4), 261-279.
- Ghazali, N. y Weetman, P. (2006). Perpetuating traditional influences: Voluntary disclosure in Malaysia following the economic crisis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15(2), 226-248.
- Gibbins, M., Richardson, A. y Waterhouse, J. (1990). The management of corporate financial disclosures: Opportunism, ritualism, policies and processes. *Journal of Accounting Research*, 28(1), 121-143.
- Gilson, R. J. (2001). Globalizing corporate governance: Convergence of form or function. *The American Journal of Comparative Law*, 49(2), 329-357.
- Giner, B. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European Accounting Review*, 6(1), 45-68.
- Giner, B., Arce, M., Cervera, N. y Ruiz, A. (2003). Incentivos para la divulgación voluntaria de información: Evidencia empírica sobre la información segmentada. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 12(4), 69-86.
- Glaeser, E. y Shleifer, A. (2002). Legal origins. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(4), 1193-1229.
- Glaum, M. y Street, D. L. (2003). Compliance with the disclosure requirements of Germany's new market: IAS versus US GAAP. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14(1), 64-100.
- Glendon, M. A., Gordon, M. y Osakwe, C. (1992). *Comparative Legal Traditions in a Nutshell*. St. Paul: West Publishing Company.
- Globerman, S. y Shapiro, D. (2003). Governance infrastructure and US foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 34(1), 19-39.
- Gompers, P., Ishii, J., y Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Goodstein, J., Gautman, K. y Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.

- Gorga, E. (2008). Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *American Law y Economics. Association Annual Meetings, Paper 76*, 1-105.
- Government Commission. (2010). *German corporate governance code*. Alemania: Government Commission.
- Gray, G. y Debreceeny, R. (1997). Corporate reporting on the Internet: Opportunities and challenges. *Paper presented at the Seventh Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues*. Bangkok.
- Gray, R., Kouby, R. y Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8(2), 47-77.
- Gray, S. (1988). Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems internationally. *ABACUS*, 24(1), 1-15.
- Gray, S. y Vint, H. (1995). The impact of culture on accounting disclosures: Some international evidence. *Asia-Pacific Journal of Accounting*, 2, 33-43.
- Gray, S., Meek, G. y Roberts, C. (1995). International capital market pressures and voluntary annual report disclosures by U.S. and U.K. multinationals. *Journal of International Financial Management y Accounting, Spring*, 43-69.
- Greene, W. (2000). *Econometric Analysis*. Londres: Prentice-Hall International.
- Gregory, H. J. (2000). *International comparison of corporate governance guidelines and codes of best practices*. Nueva York: Weil, Gotshal y Manges.
- GRI. (2011). *Sustainability Reporting Guidelines*. Oxford: GRI.
- Grilli, E. (2005). Political economy and economic development in Latin America in the second half of the 20th century. *Journal of Policy Modeling*, 27, 1–31.
- Groenewegen, J. (2004). Who should control the corporation? Insights from new and original institutional economics. *Journal of Economic Issues*, 38, 353-362.
- Groom, C., Du, S., Qu, W. y Sims, R. (2004). Accounting regulation and corporate governance in China's listed companies – an examination of the changing environment and current issues. *Paper presented at the 2004 DEST (CHESI) Beijing Conference*. Beijing.
- Grossman, S. J. y Hart, O. D. (1986). The costs and the benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719.

- Gugler, K., Mueller, D. y Burcin, Y. (2003). The impact of corporate governance on investment returns in developed and developing nations. *The Economic Journal*, 113(491), 511-539.
- Guillén, M. (2000). Corporate governance and globalization: Is there convergence across countries? *Advances in International Comparative Management*, 13, 175-204.
- Guillén, M. (2001). *The limits of convergence: Globalization and organizational change in Argentina, South Korea, and Spain*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics*. Nueva York: McGraw-Hill Higher Education.
- Gul, F. A. y Qiu, H. (2002). Legal protection, corporate governance and information asymmetry in emerging financial markets. *Working Paper*, papers.ssrn.com.
- Gul, F. A., Srinidhi, B. y Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314-338.
- Gul, F. y Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 351-379.
- Gupta, A., Nair, A. y Gogula, R. (2003). Corporate governance reporting by Indian companies: A content analysis study. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 2(4), 7-18.
- Guthrie, J. y Parker, L. (1990). Corporate social disclosure practice: a comparative international analysis. *Advances in Public Interest Accounting*, JAI Press, Greenwich, CT, 159-175.
- Gutiérrez, V. P. (2005). Gobierno Corporativo en Latinoamérica. *Colombia: Colombian Chambers of Commerce Confederation/Confecamaras*.
- Haggard, S. (1990). *Pathway from the periphery: The politics of growth in the newly industrializing countries*. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press.
- Hall, B. (2003). Six challenges in designing equity-based pay. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(3), 21-33.
- Hall, P. y Soskice, D. (2001). *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Hambrick, D. C., Werder, A. V., y Zajac, E. J. (2008). New directions in corporate governance research. *Organization Science*, 19(3), 381-385.
- Hamid, F. Z. (2005). Malaysian companies' use of the internet for investor relations. *Corporate Governance: An International Review*, 5(1), 5-14.

- Hamilton, G. y Biggart, N. (1988). Market, culture, and authority: A comparative analysis of management and organization in the Far East. *American Journal of Sociology*, 94(Suplemento), 52-94.
- Han, S., Kang, T., Salter, S. y Yoo, Y. K. (2010). A cross-country study on the effects of national culture on earnings management. *Journal of International Business Studies*, 41(1), 123-141.
- Haniffa, R. y Cooke, T. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38(3), 317-349.
- Haniffa, R. y Cooke, T. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 391-430.
- Hanley, K. W., Kumar, A. A. y Seguin, P. J. (1993). Price stabilization in the market for new issues. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 177-197.
- Harris, M. y Raviv, A. (1978). Some results on incentive contracts with application to education and employment, health insurance and law enforcement. *American Economic Review*, 68(1), 20-30.
- Harrison, G. L. y McKinnon, J. L. (1999). Cross-cultural research in management control systems design: a review of the current state. *Accounting, Organizations and Society*, 24(5-6), 483-506.
- Harrison, M. (1997). *Asia-Pacific securities markets, Hong Kong: FT*. Hong Kong: Financial Publishing Asia Pacific.
- Harrison, P. D. y Harrell, A. (1993). Impact of "adverse selection" on managers' project evaluation decisions. *The Academy of Management Journal*, 36(3), 635-643.
- Hart, O. y Moore, J. (1990). Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119-1158.
- Hartley, J., Butler, M. J. y Benington, J. (2002). Local government modernization: UK and comparative analysis from an organizational perspective. *Public Management Review*, 4(3), 387-404.
- Haubrinch, G. y Popova, I. (1998). Executive compensation: A calibration approach. *Economic Theory*, 12(3), 561-581.
- Hausman, J. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46, 1251-1271.
- Hausman, J. A. y Wise, D. A. (1979). Attrition bias in experimental and panel data: The gary income maintenance experiment. *Econometrica*, 47(2), 455-473.

- He, Y., Tian, Z. y Chen, Y. (2007). Performance implications of nonmarket strategy in China. *Asia Pacific Journal of Management*, 24(2), 151-169.
- Healy, P. M. y Palepu, K. G. (1995). The challenges of investor communication The case of CUC International, Inc. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 111-140.
- Healy, P. y Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Hedge, S. y McDermott, J. (2000). *Firm characteristics as cross sectional determinants of adverse selection*. Connecticut: University of Connecticut.
- Hedlin, P. (1999). The Internet as a vehicle for investor relations: The Swedish case. *European Accounting Review*, 8(2), 373-381.
- Helmke, G. y Levitsky, S. (2004). Informal Institutions and Comparative Politics: A Research Agenda. *Perspectives on Politics*, 2(4), 725-740.
- Helwege, J. y Liang, N. (1996). Is there a pecking order? Evidence of a panel of IPO firms. *Journal of Financial Economics*, 40, 429-458.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (2007). Transparency and corporate governance. *The National Bureau of Economic Research, Working Paper 12875*, 1-28.
- Hermalin, B. y Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101-112.
- Hermalin, B. y Weisbach, M. (2003). Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economics literature. *Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, Abril*, 7-26.
- Herzel, L. y Shepro, R. (1990). *Bidders and targets: Mergers and acquisitions in the US*. Oxford: Blackwell.
- Hill, C. W. y Snell, S. A. (1988). External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries. *Strategic Management Journal*, 9(6), 577-590.
- Hill, C. y Jones, T. (1992). Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-155.
- Hillier, D., Pindado, J., de Queiroz, V. y de la Torre, C. (2011). The impact of country-level corporate governance on research and development. *Journal of International Business Studies*, 42, 76-98.
- Hillman, A. J., Shropshire, C., y Cannella, J. A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *The Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952.

- Hillman, A. J., Withers, M. C. y Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427.
- Hillman, A. Cannella, A., y Paetzold, R. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37, 235-255.
- Himmelberg, C. y Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353–384.
- Ho, P., Tower, G. y Barako, D. (2008). Improving governance leads to improved communication. *Corporate Ownership and Control*, 5(4), 26-33.
- Ho, S., y Wong, K. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-159.
- Hodge, F. Hopkins, P., y Pratt, J. (2006). Management reporting incentives and classification credibility: The effects of reporting discretion and reputation. *Accounting, Organizations and Society*, 31(7), 623-634.
- Hofstede, G. (1980). *Culture's consequences: International differences in work-related values*. Beverly Hills: SAGE Publications.
- Hofstede, G. (1984). Cultural dimensions in management and planning. *Asia Pacific Journal of Management*, 81–99.
- Hofstede, G. (2001). *Culture's consequences*. Londres: Sage Publications.
- Hofstede, G., Ohayv, B., Neuijen, D. y Sanders, G. (1990). Measuring organizational cultures: A qualitative and quantitative study across twenty cases. *Administrative Science Quarterly*, 35(2), 286–316.
- Holder-Webb, L., Cohen, J., Nath, L. y Wood, D. (2008). A survey of governance disclosures among U.S. firms. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 543-563.
- Holm, C. y Schøler, F. (2010). Reduction of asymmetric information through corporate governance mechanisms –The importance of ownership dispersion and exposure toward the international capital market. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1), 32-47.
- Holthausen, R. y Leftwich, R. (1983). The economics consequences of accounting choice implications of costly contracting and monitoring . *Journal of Accounting and Economics*, 5(1), 77–177.

- Holtz-Eakin, D., Newey, W. y Rosen, H. (1988). Estimating vector autoregressions with panel data. *Econometrica*, 3, 831–880.
- Hong-xia, L., Zong-jun, W. y Xiao-lan, D. (2008). Ownership, independent directors, agency costs and financial distress: Evidence from Chinese listed companies. *Corporate Governance*, 8(5), 622-636.
- Hope, O.-K. (2003). Firm-level disclosures and the relative roles of culture and legal origin. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14(3), 218-249.
- Hope, O.-K., Kang, T., Thomas, W. y Yoo, Y. K. (2008). Culture and auditor choice: A test of the secrecy hypothesis. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(5), 357-373.
- Hopt, K. J. (2011). Comparative corporate governance: The state of the art and international regulation. *The American Journal of Comparative Law*, 59(1), 1-74.
- Hopt, K. J. y Wymeersch, E. (1997). *Comparative corporate governance: Essays and materials*. Nueva York: Gruyter.
- Hoskisson, R. E., Lau, L. y Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of Management Journal*, 43(3), 249-267.
- Hossain, M. (2000). *Disclosure of financial information in developing countries: A comparative study of non-financial companies in India, Pakistan and Bangladesh*. The University of Manchester: Unpublished PhD Dissertation.
- Hossain, M. (2001). *The disclosure of information in the annual reports of financial Companies in developing countries: The case of Bangladesh*. UK: Unpublished MPhil thesis. The University of Manchester.
- Hossain, M. (2008). The extent of disclosure in annual reports of banking companies: The case of India. *European Journal of Scientific Research*, 23(4), 660–681.
- Hossain, M. y Hammami, H. (2009). Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: The case of Qatar. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 25, 255–265.
- Hossain, M. y Raez, M. (2007). Determinants and characteristics of voluntary disclosure by Indian banking companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 14(5), 274-288.
- Hossain, M., Islam, K. y Andrew, J. (2006). Corporate social and environmental disclosure in developing countries: Evidence from Bangladesh. *Faculty of Commerce - Papers, University of Wollongong*, 1-24.

- Hossain, M., Lin, M. y Adams, M. (1994). Voluntary disclosure in an emerging capital market: Some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur stock exchange. *The International Journal of Accounting*, 29, 334-351.
- Hossain, M., Perera, M. y Rahman, A. (1995). Voluntary disclosure in annual reports of New Zealand Companies. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 6(1), 69-85.
- House, R., Javidan, M. y Dorfman, P. (2001). Project GLOBE: An Introduction. *Applied Psychology*, 50(4), 489-505.
- Hove, M. (1986). Accounting practices in developing countries: Colonialism's legacy of inappropriate technologies. *International Journal of Accounting*, 81-100.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of panel data*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hunter, D. M. (2006). The evolution of stock market integration in the post-liberalization period – A look at Latin America. *Journal of International Money and Finance*, 25(5), 795-826.
- Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management*, 16(1), 65–79.
- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*. Cambridge UK: Cambridge University Press.
- Huse, M. y Solberg, G. (2006). Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. *Women In Management Review*, 21(2), 113-130.
- Hussain, S. H. y Mallin, C. (2002). Corporate Governance in Bahrain. *Corporate Governance: An International Review*, 10(3), 197-210.
- Hussainey, K. y Al-Najjar, B. (2011). Future-oriented narrative reporting: Determinates and use. *Journal of Applied Accounting Research*, 12(2), 123-138.
- Hussainey, K. y Wang, M. (2010). Voluntary disclosure and corporate governance: Further UK evidence. *Working paper*, Stirling University.
- Husted, B. W. y Serrano, C. (2002). Corporate governance in Mexico. *Journal of Business Ethics*, 37(3), 337-348.
- IAGO. (2004). *Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones*. Recuperado el 02 de Enero de 2012, de Instituto Argentino para el Gobierno de las

Organizaciones:

http://www.iago.org.ar/iago/frameset.cfm?frame_contenido=codigo_mp

Iatridis, G. (2008). Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market. *International Review of Financial Analysis*, 17(2), 219-241.

IBGC. (2004). Code of best practices of corporate governance. *Sao Paulo, Brasil: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*.

IFAC. (Junio de 2010). *International Federation of Accountants*. Recuperado el 19 de Enero de 2011, de http://web.ifac.org/download/Business_reporting_article.pdf

IFC. (2009). *International Finance Corporation 2009 Annual Report*. World Bank Group.

IFC. (2009). *Practical guide to corporate governance. Experiences from the Latin American companies circle*. Washington, DC: International Finance Corporation.

IFC. (2010). *Navigating through crisis. A handbook for Boards*. Washinbgton DC.: International Finance Corporation.

IGCLA. (2011). Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011. *Global Corporate Governance Forum*, 1-84.

Inchausti, B. G. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation. *European Accounting Review*, 6(1), 45-68.

Ingle, C. y Van Der Walt, N. (2004). Corporate governance, institutional investors, and conflicts of interest. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 534–551.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa . (2012). *Gobierno Corporativo*. São Paulo, Brasil: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa .

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). *Code* . São Paulo, Brasil: Mariusa F. M. Loução.

IOSCO. (Noviembre de 2001). *Transparency and Market Fragmentation*. Recuperado el 12 de Febrero de 2012, de IOSCO: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf>

Irani, A. (2001). Determinants of bias in management earnings forecasts. *Accounting Enquiries*, Forthcoming.

Jaggi, B. (1975). The impact of the cultural environment on financial disclosure. *International Journal of Accounting*, Enero, 75-84.

- Jaggi, B. y Low, P. (2000). Impact of culture, market forces, and legal system on financial disclosures. *The International Journal of Accounting*, 35(4), 495–519.
- Javidan, M., House, R. J., Dorfman, P. W., Hanges, P. J. y Sully de Luque, M. (2006). Conceptualizing and measuring cultures and their consequences: a comparative review of GLOBE's and Hofstede's approaches. *Journal of International Business Studies*, 37(1), 897–914.
- Jensen, M. (1983). Organization theory and methodology. *The Accounting Review*, 58(2), 319-340.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Jensen, M. C. y Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- John, K. y Kedia, S. (2006). Design of corporate governance: Role of ownership structure, takeovers, and bank debt. *NYU Working Paper No. CLB-06-023*.
- Johnson, J. L., Daily, C. M. y Ellstrand, A. E. (1996). Board of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Johnson, S., McMillan, J. y Woodruff, C. (2002). Property rights and finance. *American Economic Review*, 92(5), 1335-1356.
- Jones, M. (1986). A longitudinal study of the readability of the chairman's narratives in the corporate reports of a UK company. *Accounting and Business Research*, 18(64), 297-306.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *The Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- Jong, H. W. (1991). The takeover market in Europe: Control structures and the performance of large companies compared. *Review of Industrial Organization*, 6(1), 1-18.
- Joy, L. (2008). *Advancing women leaders: The connection between women board directors and women corporate officers*. Nueva York: Catalyst.

- Judge, G., Griffiths, W., Hill, W., Lutkepohl, H. y Lee, T. (1985). *The theory and practice of econometrics*. Nueva York: Wiley.
- Judge, W. (2010). Corporate governance mechanisms throughout the world. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 1591-60.
- Judge, W. Q., Douglas, T. J. y Kutan, A. M. (2008). Institutional antecedents of corporate governance legitimacy. *Journal of Management*, 34(4), 765-785.
- Kahl, A. y Belkaoui, A. (1981). Bank annual report disclosure adequacy internationally. *Accounting and Business Research*, 11(43), 189-196.
- Kanto, A. y Schadewitz, H. (1997). A multidimensional model for the disclosure policy of a firm. *Scandinavian Journal of Management*, 13(3), 229-249.
- Kaplan, S. (1995). Corporate governance and incentives in german companies: Evidence from top executive turnover and firm performance. *European Financial Management*, 1(1), 23-36.
- Karamanou, I. y Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 453-483.
- Karim, A. (1995). *Provision of corporate financial information in Bangladesh*. The University of Leeds, UK: Unpublished PhD Thesis.
- Karim, A. (1996). The association between corporate attributes and the extent of corporate disclosure. *Journal of Business Studies*, 17(2), 89-124.
- Kasprzyk, D., Duncan, G., Kalton, G. y Singh, M. (1989). *Panel Surveys*. Nueva York: Wiley.
- Kaufmann, D., Kraay, A. y Mastruzzi, M. (2003). Governance matters III: Governance indicators for 1996–2002. *World Bank Policy Research Working Paper*(3106).
- Kaufmann, D., Kraay, A. y Mastruzzi, M. (2010). The worldwide governance indicators. Methodology and analytical issues. *Policy Research. Working Paper*, 1-31.
- Keasey, K. y Wright, M. (1993). Issues in corporate accountability and governance: An editorial. *Accounting and Business Research*, 23(91), 291-303.
- Keasey, K., Thompson, S. y Wright, M. (1997). *Introduction: the corporate governance problem competing diagnoses and solutions*. Oxford: Oxford University Press.
- Kelly, L. (1983). The development of a positive theory of corporate management's role in external financial reporting. *Journal of Accounting Literature*, 2, 111-150.

- Kent, P. y Stewart, J. (2008). Corporate governance and disclosures on the transition to international financial reporting standards. *Accounting and Finance*, 48(4), 649–671.
- Khanna, T. y Palepu, K. (2006). Emerging giants—Building worldclass companies in developing countries. *Harvard Business review*, 60-69.
- Khanna, T., Palepu, K. y Srinivasan, S. (2004). Disclosure practices of foreign companies interacting with U.S. markets. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 453-486.
- Klapper, L. y Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structures. *Journal of Law and Economics*, 41(1), 275–304.
- Knight, J. (1998). The bases of cooperation: Social norms and the rule of law. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154(4), 754-763.
- Kogut, B. (1991). Country capabilities and the permeability of borders. *Strategic Management Journal*(12), 33-47.
- Kothari, S. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis. *The Accounting Review*, 84(5), 1639-1670.
- Krambia-Kapardis, M. y Psaros, J. (2006). The implementation of corporate governance principles in an emerging economy: A critique of the situation in Cyprus. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 126-139.
- Kwok, C. Y. y Tadesse, S. (2006). National culture and financial systems. *Journal of International Business Studies*, 37(2), 227–247.
- Kyereboah-Coleman, A. y Biekpe, N. (2006). Corporate governance and financing choices of firms: A panel data analysis. *South African Journal of Economics*, 74(4), 670-681.
- La Porta, R. L. (2006). What works in securities laws? *The Journal of Finance*, 61(1), 1-32.
- La Porta, R. y López-de-Silanes, F. (1998). *Capital markets and legal institutions*. EE.UU.: Harvard University.
- La Porta, R., López de Silanés, F., Schleifer, A., y Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., López de Silanés, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(3), 3-27.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1996). *Law and Finance*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
- Lakhal, F. (2005). Voluntary earnings disclosure and corporate governance: Evidence from France. *The Review of Accounting and Finance*, 4(3), 64-85.
- Laksmana, I. (2008). Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. *Contemporary Accounting Research*, 25(4), 47-82.
- Lang, M. y Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246-271.
- Larrán, M. y Giner, B. (2002). The use of the Internet for corporate reporting by Spanish companies. *The International Journal of Digital Accounting Research*, 2(1), 53-82.
- Lattemann, C. (2005). The use of ICT in annual shareholder meetings and investor relations: an examination of the German stock market. *Corporate Reputation Review*, 8(2), 110-122.
- Laux, C. y Laux, V. (2009). Board committees, CEO compensation, and earnings management. *The Accounting Review*, 84(3), 869-891.
- Leal, R. P. y Carvalhal-da-Silva, A. L. (2005). Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). *Working Paper*. SSRN-id726261, 77.
- Lefort, F. (2004). Gobierno corporativo: ¿Qué es? y ¿Cómo andamos por casa? *Cuadernos de Economía*, 4(120), 207-237.
- Lefort, F. y González, R. (2008). Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile. *Abante*, 11(1), 17-37.
- Lefort, F. y Walker, E. (2000). Ownership and capital structure of Chilean conglomerates: Facts and hypotheses of governance. *Abante*, 3(1), 3-27.
- Lefort, F. y Walker, E. (2005). The effect of corporate governance practices on company market valuation and payout policy in Chile. *Inter-American Development Bank Working Paper*, #515, 1-67.
- Lefort, F. y Walker, E. (2007). Do markets penalize agency conflicts between controlling and minority shareholders? Evidence from Chile. *The Developing Economies*, 45(3), 283-314.

- Leftwich, R., Watts, R. y Zimmerman, J. L. (1981). Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting. *Journal of Accounting Research*, 19 (Suppl), 50–77.
- Lennox, C. (2005). Management ownership and audit firm size. *Contemporary Accounting Research*, 22(1), 205-227.
- Leung, S. y Horwitz, B. (2004). Director ownership and voluntary segment disclosure: Hong Kong evidence. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 15(3), 235–260.
- Leuz, C. (2003). Proprietary versus non-proprietary disclosures: Evidence from Germany. *Working paper*.
- Leuz, C. y Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38(Supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm), 91-124.
- Leuz, C., Nanda, D. y Wysocki, P. (2003). Investor protection and earnings management: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
- Lev, B. (1992). Information disclosure strategy. *California Management Review*, 34(4), 9-32.
- Lev, B. y Penman, S. (1990). Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, 28(1), 49-76.
- Leventis, S. y Weetman, P. (2004). Voluntary disclosures in an emerging capital market: Some evidence from the Athens stock exchange. *Advances in International Accounting*, 17, 227-250.
- Levine, R. (2000). *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?* Minnesota: The University of Minnesota.
- Levy, M. (2009). Control in pyramidal structures. *Corporate Governance: An International Review*, 17(1), 77-89.
- Li, S. y Samsell, D. (2009). Why some countries trade more than others: The effect of the governance environment on trade flows. *Corporate Governance: An International Review*, 17(1), 47-61.
- Libecap, G. (1989). *Contracting for property rights*. Cambridge: University Press.
- Licht, A. (2001). The mother of all path dependencies: Toward a cross-culture theory of corporate governance systems. *Delaware Journal of Corporate Law*, 26, 147-205.
- Licht, A. N., Goldschmidt, C. y Schwartz, S. H. (2005). Culture, law, and corporate governance. *International Review of Law and Economics*, 25, 229-255.

- Lim, S., Matolcsy, Z. y Chow, D. (2007). The association between board composition and different types of voluntary disclosure. *European Accounting Review*, 16(3), 555-583.
- Lin, C. (2001). Corporatisation and corporate governance in China's economic transition. *Economics of planning*, 34(1-2), 5-35.
- Lin, Z. J. y Liu, M. (2009). The impact of corporate governance on auditor choice: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 18(1), 44-59.
- Linnenluecke, M. K. y Griffiths, A. (2010). Corporate sustainability and organizational culture. *Journal of World Business*, 45, 357-366.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- Lippens, M. (2004). *The Belgian code on corporate governance*. Bruselas, Bélgica: Identic.
- Lipton, M. y Lorsch, J. W. (1995). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59-119.
- Lopes, P. y Rodrigues, L. (2007). Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. *International Journal of Accounting*, 42(1), 25-56.
- López Herrera, F. y Ríos Szalay, J. (2005). Resumen de los principios de la OCDE para el gobierno corporativo. *Contaduría y Administración (UNAM)*, 216, 169-181.
- Lorsch, J. y MacIver, E. (1989). *Pawns or potentates -The reality of America's corporate boards*. Boston, M.A.: Harvard Business School Press.
- Lubatkin, M., Lane, P. J., Collin, S. y Very, P. (2001). A nationally-bounded theory of opportunism in corporate governance. *University of Connecticut*, Working paper.
- Lubatkin, M., Lane, P., Collin, S. y Very, P. (2007). An embeddedness framing of governance and opportunism: Towards a cross-nationally accommodating theory of agency. *Journal of Organizational Behavior*, 28(1), 43-58.
- Luo, Y. (2005). How does globalization affect corporate governance and accountability? A perspective from MNEs. *Journal of International Management*, 11(1), 19-41.
- Lymer, A. (1997). The use of internet for corporate reporting -a discussion of the issues and survey of current usage in the UK. *Journal of Financial Information Systems*, <http://www.shu.ac.uk/jfis>.

- Lymer, A. (1998). The use of the Internet for corporate reporting. A discussion of the issues and survey of current usage in the UK. *Comunicación presentada en el 21º Congreso Annual de la European Accounting Association*. Amberes, Bélgica.
- Lymer, A. (1999). The internet and the future of corporate reporting in Europe. *European Accounting Review*, 8(2), 289-301.
- Lymer, A. y Debreceeny, R. (2003). The auditor and corporate reporting on the Internet: challenges and institutional responses. *International Journal of Auditing*, 7(2), 103-120.
- Maati, J. (1999). *Le Gouvernement d'Entreprise*. París: De Boeck Universite.
- Mace, M. (1971). *Directors: Myth and reality*. Boston: Harvard Business School Press.
- Mak, Y. y Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific Basin Finance Journal*, 13(3), 301-318.
- Makhija, A. y Patton, J. (2004). The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: Empirical evidence from Czech annual reports. *Journal of Business*, 77(3), 457-491.
- Malone, D., Fries, C. y Jones, T. (1993). An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 8, 251-273.
- Mangel, R. y Singh, H. (1993). Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large US corporations. *Accounting and Business Research*, 23(91), 339-350.
- Mangena, M. y Taurigana, V. (2007). Disclosure, corporate governance and foreign share ownership on the Zimbabwe stock exchange. *Journal of International Management y Accounting*, 18(2), 53-85.
- Manne, H. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120.
- Marcoulides, G. A. y Heck, R. (1993). Organizational culture and performance: proposing and testing a model. *Organization Science*, 4, 209-224.
- Marston, C. (1986). *Financial reporting practices in India*. London: Croom Helm.
- Marston, C. y Polei, A. (2004). Corporate reporting on the Internet by German companies. *International Journal of Accounting Information System*, 5(3), 285-311.

- Marston, C. y Robson, P. (1997). Financial reporting in India: Changes in disclosure over the period 1982 to 1990. *Asia-Pacific Journal of Accounting*, 4(6), 109-139.
- Marston, C. y Shrives, P. (1991). The use of disclosure indices in accounting research: A review article. *The British Accounting Review*, 23(3), 195-210.
- Martynova, M. y Renneboog, L. (2011). The performance of the european market for corporate control: Evidence from the fifth takeover wave. *European Financial Management*, 17(2), 208-259.
- Mathews, M. y Reynolds, M. (2001). Cultural relativity and accounting for sustainability: a research note. *Accounting Forum*, 25(1), 79-88.
- Matoussi, H. y Jardak, M. K. (2012). International corporate governance and finance: Legal, cultural and political explanations. *The International Journal of Accounting*, 47(1), 1-43.
- Mayer, C. (1997). Corporate governance, competition and performance. *Journal of Law and Society*, 24(1), 152-176.
- McGee, R. W. (2008). *Corporate governance in developing economies*. North Miami. USA.: Florida International University.
- McInerney-Lacombe, N., Bilimoria, D. y Salipante, P. (2008). Championing tough issues: How women corporate directors contribute to board deliberations. En S. Vinnicombe, V. Singh, R. J. Burke, D. Bilimoria y M. Huse, (Eds.). *Women on corporate boards of directors: Research and practice*., 123-139.
- McKinnon, J. L. y Dalimunthe, L. (1993). Voluntary disclosure of segment information by Australian diverfied companies. *Accounting y Finance*, 33(1), 33-50.
- McKnight, P. y Tomkins, C. (1999). Top executive pay in the United Kingdom: A corporate governance dilemma. *International Journal of the Economics of Business*, 6(2), 223-243.
- McMullen, D. y Raghunandan, K. (1996). Enhancing audit committee effectiveness. *Journal of Accountancy*, 182, 79-81.
- Meek, G. y Saudagaran, . S. (1990). A survey of research on financial reporting in a transnational context. *Journal of Accounting Literature*, 9, 145 – 182.
- Meek, G., Roberts, C. y Gray, S. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555-572.

- Meek, S. y Saudagaran, S. (1990). A survey of research on financial reporting in a transnational context. *Journal of Accounting Literature*, 9, 145-182.
- Megginson, W. L., Nash, R. C., Netter, J. M. y Poulsen, A. B. (2004). The choice of private versus public capital markets: Evidence from privatizations. *The Journal of Finance*, 59(6), 2835-2870.
- Melis, A. (2004). Financial reporting, corporate communication and governance. *Corporate Ownership and Control*, 1(2), 31-37.
- Mendes-Da-Silva, W. y Christensen, T. E. (2004). *Determinants of voluntary disclosure of financial information on the Internet by Brazilian firms*. São Paulo Brasil: Working paper.
- Mendez, C. y García, R. (2007). The effects of ownership structure and board composition on the audit committee meeting frequency: Spanish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 909-922.
- Mensah, S. (2002). Corporate governance in Ghana: Issues and challenges. *Trabajo presentado en African Capital Markets Conference*. Ghana.
- Mercer, M. (2004). How do investors assess the credibility of management's disclosures? *Accounting Horizons*, 18(3), 185-196.
- MERVAL. (2 de Enero de 2012). *Mercado de Valores de Buenos Aires*. Recuperado el 2 de Enero de 2012, de Mercado de Valores de Buenos Aires: <http://www.merval.sba.com.ar/default.aspx>
- Meyers, C. (2004). Institutional culture and individual behavior: Creating an ethical environment. *Science and Engineering Ethics*, 10(2), 269-276.
- Milanés Montero, P. y Pérez Calderón, E. (2011). Corporate environmental disclosure and legitimacy theory: An Europe perspective. *Environmental Engineering and Management Journal*, 10(12), 1883-1891.
- Milgrom, P. y Roberts, J. (1994). Complementarities and systems: Understanding Japanese economic organization. *Estudios Económicos*, 9(1), 3-42.
- Millar, C. C., Eldomiaty, T. I., Choi, C. J. y Hilton, B. (2005). Corporate governance and institutional transparency in emerging markets. *Journal of Business Ethics*, 59(1-2), 163-174.
- Miller, G. (2004). Discussion of what determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 253-268.

- Miller, T. y Triana, M. (2009). Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity–firm performance relationship. *Journal of Management Studies*, 46(5), 755–786.
- Mir, M. Z., Chatterjee, B. y Rahaman, A. S. (2009). Culture and corporate voluntary reporting. *Managerial Auditing Journal*, 24(7), 639-667.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241.
- Moerland, P. W. (1995). Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems. *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 26(1), 17-34.
- Monga, A. y Roedder, J. D. (2007). Cultural differences in brand extension evaluation: the influence of analytic versus holistic thinking. *Journal of Consumer Research*, 33, 529–536.
- Monks, R. A. (2007). Two challenges for fiduciary capitalism. *Corporate Governance: An International Review*, 15(3), 486-493.
- Monks, R. y Minow, N. (1995). *Corporate governance*. Cambridge, M.A.: Blackwell Business.
- Morales, M. (2009). *Determinants of ownership concentration and tender offer law in the Chilean stock market*. Santiago de Chile: Superintendencia de Valores y Seguros.
- Morck, R., Wolfenzon, D., y Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
- Morck, R., Yeung, B. y Yu, B. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 215–260.
- Mundial, E. B. (2001). *World Development Report (WDR) 2000/2001: Attacking Poverty*. Washington D.C.: The World Bankl.
- Mundial, E. B. (2002). *Attacking Poverty*. New York: The World Bank and Osford university Press.
- Mundial, E. B. (2005). *A Better Investment Climate for Everyone*. New York: The World Bank and Oxford University Press.
- Mundial, E. B. (31 de Diciembre de 2010). *Worldwide Governance Indicators*. Recuperado el 27 de Enero de 2011, de <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.asp>
- Mundlak, Y. (1978). On the pooling of times series and cross-section data. *Econometrica*, 46, 69-85.

- Mur, J. y Angulo, A. (2008). *Datos de panel: Modelos estáticos*. Zaragoza, España: Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.
- Myburgh, J. (2001). The informativeness of voluntary disclosure in the annual reports of listed industrial companies in South Africa. *Meditari Accountancy Research*, 9(1), 199-216.
- Myrdal, G. (1964). *Teoría económica y regiones subdesarrolladas*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Nagar, V., Nanda, D. y Wysocki, P. (2003). Discretionary disclosure and stock-based incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 34(2), 283-309.
- Nakata, C. y Sivakumar, K. (1996). National culture and new product development: An integrative review. *Journal of Marketing*, 60(1), 61-72.
- Narver, J. y Slater, S. (1998). Additional thoughts on the measurement of market orientation: a comment on Deshpandé and Farley. *Journal of Market Focused Management*, 2(3), 233-236.
- Naser, K. (1998). Comprehensiveness of disclosure of non-financial companies: Listed on the Amman financial market. *International Journal of Commerce and Management*, 8(1), 88-119.
- Naser, K. y Al-Khatib, K. (2000). The extent of voluntary disclosure in the board of directors' statement: The case of Jordan. *Advances in International Accounting*, 13, 99-118.
- Naser, K., Al-Hussaini, A., Al-Kwari, D. y Nuseibeh, R. (2006). Determinants of corporate social disclosure in developing countries: The case of Qatar. *Advances in International Accounting*, 19, 1-23.
- Nerlove, M. (1971). Further evidence on the estimation of dynamic relations from a time series of cross sections. *Econometrica*, 39(2), 359-382.
- Neter, J., Wasserman, W. y Kutner, M. (1989). *Applied linear regression models*. Chicago, USA: Irwin.
- New York Stock Exchange. (2010). *Report of the New York stock exchange commission on corporate governance*. Nueva York. USA.: New York Stock Exchange.
- Nicholson, G. J. y Kiel, G. C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 585-608.

- Nicholson, G. y Kiel, G. (2004). Breakthrough board performance: How to harness your board's intellectual capital. *Corporate Governance: an International Review*, 4, 5-23.
- Nickell, S. (1981). Biases in dynamic models with fixed effects. *Econometrica*, 49, 1417-1426.
- Nicolo, G. D., Laeven, L. y Ueda, K. (2008). Corporate governance quality: Trends and real effects. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), 198–228.
- Nobes, C. (1983). Classification of financial reporting practices. *Advances in International Accounting*, 1, 1-22.
- Nobes, C. (2002). Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting. *ABACUS*, 34(2), 162-187.
- Noe, C. (1999). Voluntary disclosure and insider transactions. *Journal of Accounting and Economics*, 27(3), 305-326.
- North, D. (1981). *Structure and change in economic history*. Nueva York: Norton.
- North, D. (1984). Government and the cost of exchange. *Journal of Economic History*, 44, 255-264.
- North, D. (1990). *Institutional, institutional change and economic performance*. Cambridge: UK: Cambridge University Press.
- North, D. (1993). *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*. México: Fondo de Cultura Económica.
- North, D. C. (1992). Institutions and Economic Theory. *American Economist*, 36(1), 3-6.
- North, D. C. (1994). Economic performance through time. *The American Economic Review*, 84(3), 359-368.
- North, D. y Davis, L. (1970). Institutional change and american economic growth: A first step towards a theory of institutional change. *Journal of Economic History*, 30, 131-149.
- North, D. y Thomas, R. (1973). *The rise of the western world. A new economic history*. Cambridge: Cambridge University Press.
- North, D. y Weingast, B. (1989). The evolution of institutions governing public choice in 17th century England. *Journal of Economic History*, 49, 803-832.

- Nowland, J. (2008). The effect of national governance codes on firm disclosure practices: Evidence from analyst earnings forecasts. *Corporate Governance: An International Review*, 16(6), 475-491.
- NYSE. (2003). *Final NYSE corporate governance rules*. Nueva York: New York Stock Exchange.
- O'Reilly, C., Chatman, J. y Caldwell, D. (1991). People and organizational culture: A profile comparison approach to assessing person-organization fit. *Academy of Management Journal*, 34(3), 487-516.
- O'Shea, N. (2007). Governance how we've got where we are and what's next. *Accountancy Ireland*, 37, 33-43.
- OCDE. (1999). *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
- OCDE. (2004). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE*. París: OCDE.
- OECD. (1998). *Corporate governance: Improving competitiveness and access to capital in global markets*. París: OECD.
- Okpara, J. O. (2011). Corporate governance in a developing economy: barriers, issues, and implications for firms. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 188-199.
- Olea de Cárdenas, M. (2004). *Información financiera e Internet: Un análisis empírico referido a las principales empresas europeas (FT-100)*. Universidad Autónoma de Madrid. Facultad de Ciencias Empresariales: Tesis Doctoral.
- Oman, C. (2003). Corporate governance in development. The experiences of Brazil, Chile, India and South Africa. *Center for International Private Enterprise*, OCDE: París.
- Oman, C. P. (2001). *Corporate governance and national development*. OCDE.
- Ooghe, H. y De Langhe, T. (2002). The anglo-american versus the continental european corporate governance model: Empirical evidence of board composition in Belgium. *European Business Review*, 14(6), 437-449.
- Orij, R. (2010). Corporate social disclosures in the context of national cultures the context of national cultures and stakeholder theory. *Accounting, Auditing y Accountability Journal*, 23(7), 868-889.
- Ortiz, E. y Clavel, J. G. (2006). Índices de revelación de información: Una propuesta de mejora de la metodología. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35(128), 87-113.

- Ostberg, P. (2006). Disclosure, investment and regulation. *Journal of Financial Intermediation*, 15(3), 285-306.
- Ouchi, W. (1980). Markets, bureaucracies and clans. *Administrative Science Quarterly*, 25(1), 129-141.
- Owusu-Ansah, S. (1998). The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting*, 33(5), 605-631.
- Owusu-Ansah, S. y Yeoh, J. (2005). The effect of legislation on corporate disclosure practices. *Abacus*, 41(1), 92-109.
- Oyelere, P., Laswad, F. y Fisher, R. (2003). Determinants of Internet financial reporting by New Zealand companies. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14(1), 26-63.
- Pahuja, A. y Bhatia, B. (2010). Determinants of corporate governance disclosures: Evidence from companies in northern India. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 9(3), 69-88.
- Parum, E. (2005). Does disclosure on corporate governance lead to openness and transparency in how companies are managed? *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 702-709.
- Patelli, L. y Prencipe, A. (2007). The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, 16(1), 5-33.
- Patton, J. y Zelenka, I. (1997). An empirical analysis of the determinants of the extent of disclosure in annual reports of joint stock companies in the Czech Republic. *The European Accounting Review*, 6(4), 605-626.
- Peng, M. (2003). Institutional transitions and strategic choices. *Academy of Management Review*, 28(2), 275-296.
- Peng, M. (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions. *Strategic Management Journal*, 25(5), 453-471.
- Peng, M. y Heath, P. (1996). The growth of the firm in planned economies in transition: Institutions, organizations, and strategic choice. *Academy of Management Review*, 21(2), 492-528.
- Peng, M., Buck, T. y Filatotchev, I. (2003). Do outside directors and new managers help improve firm performance? An exploratory study in Russian privatization. *Journal of World Business*, 38(4), 348-360.

- Perera, M. (1989). Towards a framework to analyze the impact of culture on accounting. *The International Journal of Accounting*, 24, 42-56.
- Pérez López, C. (2009). *Modelos econométricos con SPSS*. Madrid, España: Ibergaceta Publicaciones, S.L.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480.
- Petersen, M. A. y Rajan, R. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3-37.
- Petravick, S. y Gillett, J. (1996). Financial reporting on the World Wide Web. *Management Accounting: Official Magazine of Institute of Management Accountants*, 78(1), 26-31.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218-229.
- Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18(3), 349-364.
- Pfeffer, J. y Salancik, G. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper y Row.
- Pham, P. K. Suchard, J.-A., y Zein, J. (2011). Corporate governance and alternative performance measures: evidence from Australian firms. *Australian Journal of Management*, 36(3), 371-386.
- Ping, Z. y Andy, C. W. (2011). Corporate governance: A summary review on different theory approaches. *International Research Journal of Finance and Economics*, 68, 7-13.
- Pirchegger, B. y Wagenhofer, A. (1999). Financial information on the internet: a survey of the homepages of Austrian companies. *The European Accounting Review*, 8(2), 383-395.
- Pitelis, C. (2004). (Corporate) governance, (shareholder) value and (sustainable) economic performance. *Corporate Governance: An International Review*, 12(2), 210-223.
- Posner, R. A. (2010). From the new institutional economics to organization economics: With applications to corporate governance, government agencies, and legal institutions. *Journal of Institutional Economics*, 6(1), 1-37.

- Pratoom, K. (2011). Cross validating the consequences model of corporate governance underlying combination of stewardship and stakeholder theories. *African Journal of Business Management*, 5(27), 11178-11188.
- Pratt, J. W. y Zeckhauser, R. J. (1991). *Principals and agents: The structure of business*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- Prencipe, A. (2004). Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies. *European Accounting Review*, 13(2), 319-340.
- Prevost, A., Rao, R. y Hossain, M. (2002). Board composition in New Zealand: An agency perspective. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(5-6), 731-760.
- Price, R., Román, F. J. y Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 76-96.
- Pučko, D. (2005). Corporate governance in european transition economies: Emerging models. *Management*, 10(1), 1-21.
- Qu, W. y Leung, P. (2006). Cultural impact on Chinese corporate disclosure: A corporate governance perspective. *Managerial Auditing Journal*, 21(3), 241-264.
- Quinn, R. (1988). Beyond rational management: Mastering the paradoxes and competing demands of high performance. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Quinn, R. E. y Rohrbaugh, J. (1983). A spatial model of effectiveness criteria: Towards a competing values approach to organizational analysis. *Management Science*, 29(3), 363-377.
- Quinn, R. y Kimberly, J. R. (1984). Paradox, planning, and perseverance: Guidelines for managerial practice. In J. R. Kimberly y R. E. Quinn (Eds.), *Managing organizational translations*, 295-313.
- Rabelo, F. y Vasconcelos, F. (2002). Corporate governance in Brazil. *Journal of Business Ethics*, 37(3), 321-335.
- Radebaugh, L., Gray, S. y Black, E. (2006). *International accounting and multinational enterprises*. Hoboken, NJ: John Wiley y Sons.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed firms. *European Accounting Review*, 4(2), 261-280.
- Raghunandan, K., Read, W. y Rama, D. (2001). Audit committee composition, "gray directors," and interaction with internal auditing. *Accounting Horizon*, 15(2), 105-118.

- Rajan, R. y Zingales, L. (1998). Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), 40-48.
- Ramaswamy, V., Ueng, C. y Carl, L. (2008). Corporate governance characteristics of growth companies: An empirical study. *Academy of Strategic Management Journal*, 7(1), 21-33.
- Ramsay, I. y Hoad, H. (1997). Disclosure of corporate governance practices by Australian companies. *Company and Securities Law Journal*, 15(8), 1-40.
- Reaz, M. y Hossain, M. (2007). Corporate governance around the world: An investigation. *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 11(2), 169-175.
- Rechner, P. y Dalton, D. (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Rediker, K. J. (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2), 85-99.
- Reed, D. (2002). Corporate governance reforms in developing countries. *Journal of Business Ethics*, 37(3), 223-247.
- Renders, A., Gaeremynck, A. y Sercu, P. (2010). Corporate-Governance ratings and company performance: A cross-European study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87-106.
- Reuters. (3 de Enero de 2011). *Reuters*. Recuperado el 24 de Enero de 2011, de <http://www.reuters.com/article/idARN0312152520110103>
- Rhoades, D. L., Rechner, P. L. y Sundaramurthy, C. (2001). A meta-analysis of board leadership structure and financial performance: Are two heads better than one? *Corporate Governance: An International Review*, 9(4), 311-319.
- Riahi-Belkaoui, A. (1995). *The cultural shaping of accounting*. USA: Quorum books.
- Riahi-Belkaoui, A. (2003). Multidivisional structure and productivity: The contingency of diversification strategy. *Journal of Business Finance y Accounting*, 24(5), 615-628.
- Richardson, A. J. y Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, 26(7-8), 597-616.
- Robbins, W. A. y Austin, K. R. (1986). Disclosure quality in governmental financial reports: An assessment of the appropriateness of a compound measure. *Journal of Accounting Research*, 24(2), 412-421.

- Roberts, C. y Gray, S. (1988). *Information disclosure by multinationals: An empirical study of the British response to the UN and OECD Recommendations*. Londres: Greenwood Press.
- Roe, M. (1991). A political theory of American corporate finance. *Columbia Law Review*, 91, 10-67.
- Roe, M. (2002). Can culture constrain the economic model of corporate law? *The University of Chicago Law Review*, 69(3), 1251-1269.
- Roe, M. J. (1994). *Strong managers, weak owners: The political roots of American corporate finance*. Princeton: Princeton University Press.
- Rogers, P., Borges Tannus Dami, A., de Sousa Ribeiro, K. C. y Ferreira de Sousa, A. (2008). Corporate governance and ownership structure in Brazil: Causes and consequences. *Corporate Ownership and Control*, 5(2), 36-55.
- Rokeach, M. (1973). *The nature of human values*. Nueva York: Free Press.
- ROSC. (17 de Enero de 2012). *Reports on the observance of standards y codes*. Recuperado el 17 de Enero de 2012, de ROSC: http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg.html
- Ross, D. (1999). Culture as a context for multinational business: a framework for assessing the strategy-culture fit. *Multinational Business Review*, 7, 13–19.
- Rossouw, G. (2005). Business ethics and corporate governance in Africa. *Business and Society*, 44(1), 94-106.
- Rouf, A. (2011). Corporate characteristics, governance attributes and the extent of voluntary disclosure in Bangladesh. *African Journal of Business Management*, 5(19), 7836-7845.
- Rowley, T. J. (1997). Moving beyond dyadic ties: A network theory of stakeholder influences. *The Academy of Management Review*, 22(4), 887-910.
- Roy, W. (1997). *Socializing capital: The rise of the large industrial corporation in America*. Princeton: Princeton University Press.
- Rutherford, M. (2001). Institutional economics: Then and now. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(3), 173-194.
- S&P. (26 de Febrero de 2010). *Standard y Poor's*. Recuperado el 27 de Febrero de 2010, de <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-latin-america-40/en/us/?indexId=sps40-lac-usdff--p-rlal-->

- Saberwal, S. y Smith, S. (2008). Concentrated shareholders as substitutes for outside analysts. *Corporate Governance: An International Review*, 16(6), 562-577.
- Safieddine, A. (2009). Islamic financial institutions and corporate governance: New insights for agency theory. *Corporate Governance: An International Review*, 17(2), 142-158.
- Salter, S. (1998). Corporate financial disclosure in emerging markets: Does economic development matter? *International Journal of Accounting*, 33(2), 211-234.
- Salter, S. (1998). Corporate Financial Disclosure in Emerging Markets: Does Economic Development Matter? *International Journal of Accounting*, 33, 211-234.
- Salter, S. B. y Niswander, F. (1995). Cultural influence on the development of accounting systems internationally: A test of Gray's (1988) theory. *Journal of International Business Studies*, 26(2), 379-397.
- Salter, S. y Douppnik, T. (1992). The relationship between legal systems and accounting practices: A classification exercise. *Advances in International Accounting*, 5, 3-22.
- Salvatore, D. (2001). What countries in the Americas should dollarize? *Journal of Policy Modeling*, 23, 347-355.
- Samaha, K. (2010). Do board independence and audit committees motivate disclosure on different corporate governance information categories in the annual reports in developing countries? *International Research Journal of Finance and Economics*(57), 206-225.
- Samaha, K. y Dahawy, K. (2010). Factors influencing corporate disclosure transparency in the active share trading firms: An explanatory study. *Research in Accounting in Emerging Economies*, 10(1), 87-118.
- Samaha, K. y Dahawy, K. (2011). An empirical analysis of corporate governance structures and voluntary corporate disclosure in volatile capital markets: The Egyptian experience. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 7(1-2), 61-93.
- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K. y Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, In press.
- Sánchez-Ballesta, J. P. y García-Meca, E. (2007). A meta-analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 879-894.

- Santiago Castro, M., Brown, C. J. y Báez-Díaz, A. (2009). Prácticas de gobierno corporativo en América Latina. *Academia: Revista Latinoamericana de Administración*, 43, 26-40.
- Santiago-Castro, M. y Brown, C. J. (2007). Ownership structure and minority rights: A Latin American view. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 430-442.
- Schein, E. (2004). *Organizational culture and leadership*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Schellenger, M. y Wood, D. (2001). The relationship between board of director composition and the pricing of stock. *Journal of Economics and Finance*, 15, 171-179.
- Schipper, K. (1981). Good news and bad news: Representation theorems and applications. *Journal of Accounting Research, Suplemento*, 85-88.
- Schultz, E. L., Tan, D. T. y Walsh, K. D. (2010). Endogeneity and the corporate governance -performance relation. *Australian Journal of Management*, 35(2), 145-163.
- Schwartz, H. y Stanley, M. D. (1981). Matching corporate culture and business strategy. *Organizational Dynamics*, 10(1), 40-48.
- Schwartz, S. (1994). *Beyond Individualism/Collectivism: New Cultural Dimensions of Values*. 85–119.: En U. Kim et al. (eds), *Individualism and Collectivism: Theory, Method and Applications* (California: Sage Publications).
- Schwartz, S. (1999). A theory of cultural values and some implications for work. *Psychologie appliquee—Revue internationale*, 48(1), 23–47.
- Schwartz, S. H. (1999). A theory of cultural values and some implications for work. *Applied Psychology*, 48(1), 23-47.
- Scott, J. (1985). *Corporations, classes and capitalism*. London: Hutchinson.
- Scott, T. (1994). Incentives and disincentives for financial disclosure: Voluntary disclosure of defined benefit pension plan information by Canadian firms. *The Accounting Review*, 69, 26–43.
- Scott, W. (2001). *Institutions and organizations*. Thousand Oaks: CA: Sage.
- Scott, W. (2003). *Organizations: Rational, natural, and open systems*. Upper Saddle River: NJ: Prentice-Hall. 5a. edición.

- Selby, C. (2000). From male locker room to co-executive director boardroom: A twenty-five year perspective. en R.J. Burke y M.C. Mattis (eds.) *Women on Corporate Boards of Directors*, 97-109.
- Sened, I. (2000). Institutions and economic theory: The contribution of the new institutional economics. *Journal of Economic Literature*, 38(1), 128-129.
- Seppänen, H. (2000). Discretionary disclosure and external financing in a relationship financing environment. *Helsinki School of Economics and Business Administration*, Working Paper.
- Shamser, M. y Annuar, M. (1993). Management versus shareholders' interest: Board composition market risk and shareholder returns of Malaysian listed firms. *Malaysian Management Review*, 29, 44-52.
- Shan, Y. G. y McIver, R. P. (2011). Corporate governance mechanisms and financial performance in China: Panel data evidence on listed non financial companies. *Asia Pacific Business Review*, 17(3), 301-324.
- Sharma, R. y Singh, F. (2009). Voluntary corporate governance disclosure: A study of selected companies in India. *The Icfai University Journal of Corporate Governance*, 8(3-4), 91-108.
- Shen, W. y Chen, L. (2009). Firm profitability, state ownership, and top management turnover at the listed firms in China: A behavioral perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 443-456.
- Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 167-198.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Shumway, T. (2001). Forecasting bankruptcy more accurately: A simple hazard model. *The Journal of Business*, 74(1), 101-124.
- Siddiqui, J. (2010). Development of corporate governance regulations: The case of an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, 91(2), 253-274.
- Silva, B., Azúa, D., Díaz, P. y Pizarro, V. (2008). The influence of institutional investors on the transparency of the Chilean capital market. *Academia: Revista Latinoamericana de Administración*, 40, 54-67.
- Simnett, R., Vanstraelen, A. y Fong Chua, W. (2009). Assurance on sustainability reports: An international comparison. *The Accounting Review*, 84(3), 937-967.

- Simon, S. H. y Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-156.
- Singh, V., Vinnicombe, S. y Johnson, P. (2001). Women directors on top UK boards. *Corporate Governance: An International Review*, 9(3), 206–216.
- Singh, V., Vinnicombe, S. y Terjesen, S. (2006). Women advancing onto the corporate board. en D. Bilimoria and K. S. Piderit (eds.), *Handbook on Women in Business and Management*, Edward Elgar, Cheltenham, 304–329.
- Singhvi, S. y Desai, H. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 46(1), 120-138.
- Sivakumar, K. y Nakata, C. (2001). The stampede toward Hofstede's framework: Avoiding the sample design pit in cross-cultural research. *Journal of International Business Studies*, 32(3), 555-574.
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 32(1), 38-60.
- Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Oxford: UK: Clarendon Press.
- Smith, J. V., Adhikari, A. y Tondkar, R. H. (2005). Exploring differences in social disclosures internationally: A stakeholder perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(2), 123-151.
- So, J. C. (1987). Some empirical evidence on the outliers and the non-normal distribution of financial ratios. *Journal of Business Finance y Accounting*, 14(4), 483-496.
- Solomon, A., Solomon, J. y Suto, M. (2004). Can the UK experience provide lessons for the evolution of SRI in Japan? *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 552-566.
- Spero, L. (1979). The extent of voluntary disclosure of financial information in three European capital markets: An exploratory study. *Harvard University: Unpublished*.
- Stafsudd, A. (2009). Corporate networks as informal governance mechanisms: A small worlds approach to Sweden. *Corporate Governance: An International Review*, 17(1), 62-76.
- Stefanescu, C. A. (2011). Disclosure and transparency in corporate governance codes - comparative analysis with prior literature findings. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 24(1), 1302–1310.

- Steier, L. P. (2009). Familial capitalism in global institutional contexts: Implications for corporate governance and entrepreneurship in East Asia. *Asia Pacific Journal of Management*, 26(3), 513-535.
- Stephenson, C. (2004). Leveraging diversity to maximum advantage: The business case for appointing more women to boards. *Ivey Business Journal*, Septiembre, 1-6.
- Stiles, P. y Taylor, B. (1993). Benchmarking corporate governance: The impact of the Cadbury Code. *Long Range Planning*, 26(5), 61-71.
- Stolowy, H. y Lebas, M. (2006). *Financial accounting and reporting: A global perspective*. Londres: Thomson.
- Stolper, A. (2007). The Latin approach. *International Financial Law Review*, 26, 78-81.
- Stopford, J. y Strange, S. (1991). *Rival States, Rival firms*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Strange, R., Filatotchev, I., Buck, T. y Wright, M. (2009). Corporate governance and international business. *Management International Review*, 49(4), 395-407.
- Stulz, R. y Williamson, R. (2003). Culture, openness, and finance. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 313-349.
- Sudarwan, M. y Fogarty, T. J. (1996). Culture and Accounting in Indonesia: An empirical examination. *The International Journal of Accounting*, 31(4), 463-481.
- Suhomlinova, O. (2006). Towards a model of organizational co-evolution in transition economies. *Journal of Management Studies*, 43(7), 1537-1558.
- SVS. (4 de 4 de 2010). *Securities and Insurance Superintendency of Chile*. Obtenido de <http://www.svs.cl/sitio/index.php>
- Tengamnuay, K. y Stapleton, P. (2009). The role of the audit committee in Thailand: A mature monitoring mechanism or an evolving process? *Journal of Management and Governance*, 13(3), 131-161.
- Terjesen, S. Sealy, R., y Singh, V. (2009). Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 320-337.
- The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd. (1992). *Cadbury report. The financial aspects of corporate governance*. London: The London Stock Exchange.
- The Latin American Corporate Governance Roundtable. (2003). *Latin american corporate governance white paper*. París, Francia: OCDE.

- Thompson, J. (1967). *Organizations in action*. Nueva York: McGraw-Hill.
- Titman, S. y Trueman, B. (1986). Information quality and the valuation of new issues. *Journal of Accounting and Economics*, 8(2), 159-172.
- Todd, R. y Sherman, R. (1991). International financial statement analysis. *Handbook of International Accounting*, En F.D.S. Choi (Ed.).
- Torchia, M., Calabró, A., y Huse, M. (2011). Women directors on corporate boards: From tokenism to critical mass. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 299-317.
- Trevino, L. (1986). Ethical decision making in organizations: A person-situation interactionist model. *Academy of Management Review*, 11(3), 601-617.
- Treviño, L. (1990). A cultural perspective on changing organizational ethics. En R. Woodman and W. Passmore (eds.). *Research in Organizational Change and Development*, Jai Press, Greenwich, CT, 195-230.
- Treviño, L. y Nelson, K. (2004). *Managing business ethics: Straight talk about how to do it right*. Nueva York: Wiley.
- Tricker, R. (1978). *The independent director: A study of the non-executive director and of the audit committee*. Croydon: Tolley.
- Tsamenyi, M., Enninful-Adu, E. y Onumah, J. (2007). Disclosure and corporate governance in developing countries: Evidence from Ghana. *Managerial Auditing Journal*, 22(3), 319-334.
- Tse, D., Lee, K.-H., Vertinsky, I. y Wehrung, D. (1988). Does culture matter? A cross-cultural study of executives' choice, decisiveness, and risk adjustment in international marketing. *Journal of Marketing*, 52, 81-95.
- Tsui, D., Nifadkar, S. y Ou, A. (2007). Cross-national, crosscultural organizational behavior research: advances, gaps, and recommendations. *Journal of Management*, 33(3), 426-478.
- Turnbull, S. (1997). Corporate governance: Its scope, concerns and theories. *Corporate governance*, 5(4), 180-205.
- Ulrich, D. y Barney, J. B. (1984). Perspectives in organizations: Resource dependence, efficiency, and population. *The Academy of Management Review*, 9(3), 471-481.
- UNCTAD. (2006). *Orientación sobre buenas prácticas para la presentación de información sobre la gobernanza de las empresas*. Nueva York y Ginebra: Naciones Unidas.
- Vander Bauwhede, H. y Willekens, M. (2008). Disclosure on corporate governance in the European Union. *Corporate Governance: An International Review*, 16(2), 101-115.

- Vargas Sánchez, A. (2004). Development of corporate governance systems: Agency theory versus stewardship theory in welsh agrarian cooperative societies. *Paper presented at the 4th Annual Conference (European Academy of Management)*, St. Andrews (Scotland): 5-8 May.
- Veblen, T. (1914). *The instinct of workmanship and the state of the industrial arts*. New York: Augustus M. Kelley.
- Veciana, J. (1999). Creación de empresas como programa de investigación científica. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 8(3), 11-36.
- Verrecchia, R. E. (1990). Information quality and discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 12(4), 365-380.
- Wade, R. (1998). From “miracle” to “cronyism”: Explaining the great asian slump. *Cambridge Journal of Economics*, 22, 693–706.
- Wagenhofer, A. (1990). Voluntary disclosure with a strategic opponent. *Journal of Accounting and Economics*, 12(4), 341-363.
- Waldman, D. A., Sully de Luque, M., Washburn, N. y House, R. J. (2006). Cultural and leadership predictors of corporate social responsibility values of top management: A GLOBE study of 15 countries. *Journal of International Business Studies*, 37, 823–837.
- Walker, R. y Mack, J. (1998). The influence of regulation on publication of consolidated statements. *Abacus*, 34(1), 48-74.
- Wallace, R. (1987). *Disclosure of accounting information in developing countries: A case study of Nigeria*. University of Exeter, Devon: Doctoral Dissertation.
- Wallace, R. (1988). Corporate financial reporting in Nigeria. *Accounting and Business Research*, 18(72), 352-362.
- Wallace, R. y Gernon, H. (1991). Frameworks for international comparative financial accounting. *Journal of Accounting Literature*, 10.
- Wallace, R. y Naser, K. (1995). Firm specific determinants of comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 14(4), 311-368.
- Wallace, R., Naser, K. y Mora, A. (1994). The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain. *Accounting and Business Research*, 25(97), 41-53.

- Wallace, T. y Hussain, A. (1969). The use of error components model in combining cross-section with time series data. *Econometrica*, 37(1), 55-72.
- Walsh, J. P. y Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.
- Wang, K., Sewon, C. y Claibone, M. (2008). Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *International Journal of accounting, auditing and Taxation*, 17(1), 14-30.
- Watkins, A., Hillison, W. y Morecroft, S. (2004). Audit quality: A synthesis of theory and empirical evidence. *Journal of Accounting Literature*, 23(1), 153-193.
- Watson, A., Shrives, P. y Marston, C. (2002). Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. *The British Accounting Review*, 34(4), 289-313.
- Watts, R. (1977). Corporate Financial Statements. A product of the Market and Political Process. *Australian Journal of Management.*, 2, 53-75.
- Watts, R. y Zimmerman, J. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Webley, S. y Werner, A. (2008). Corporate codes of ethics: Necessary but not sufficient. *Business Ethics: A European Review*, 17(4), 405-415.
- Webster, C. y White, A. (2010). Exploring the national and organizational culture mix in service firms. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 38(6), 691-703.
- Weil, Ghotshal y Manges. (2002). *Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its members*. Bruselas: Final report.
- Weimer, J. y Pape, C. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate Governance: An International review*, 7(2), 152-166.
- Weir, C., Laing, D. y McKnight, P. (2002). Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance y Accounting*, 29(5), 579-611.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 431-460.
- Weisberg, S. (1985). *Applied linear regression*. Nueva York: Wiley. Segunda edición.
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquid in equity market. *Contemporary Accounting research*(11), 800-827.

- White, J., Varadarajan, P. y Dacin, P. (2003). Market situation interpretation and response: the role of cognitive style, organizational culture, and information use. *Journal of Marketing*, 67, 63–79.
- Whittington, R. (1993). *What is strategy and does it matter?* Londres: Routledge.
- Willekens, M., Vander Bauwhede, H., Gaeremynck, A. y Van de Gucht, L. (2005). Internal and external governance and the voluntary disclosure of financial and non financial performance. *15th National BAA Auditing SIG conference*, 1-31.
- Williams, S. (1999). Voluntary environmental and social accounting disclosure practices in the Asia-Pacific region: An international empirical test of political economy theory. *The International Journal of Accounting*, 34(2), 209-238.
- Williamson, O. (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press.
- Williamson, O. E. (1984). Corporate governance. *Yale Law Journal*, 93, 1197-1208.
- Williamson, O. E. (2000). The new institutional economics: Taking stock, looking ahead. *Journal of Economic Literature*, 38, 595-613.
- Williamson, O. y Winter, S. (1991). *The nature of the firm: Origins, evolution and development*. New York: Oxford University Press.
- Wintoki, M., Linck, J. y Netter, J. (2009). Endogeneity and the dynamics of corporate governance. *University of Kansas Working Paper*.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. USA: Asco Typesetters.
- World Federation of Exchanges. (25 de Marzo de 2011). *World Federation of Exchanges*. Obtenido de <http://www.world-exchanges.org/statistics/ytd-monthly>
- Worrell, D., Nemec, C. y Davidson, W. (1997). One hat too many: Key executive plurality and shareholder wealth. *Strategic Management Journal*, 18, 499-507.
- Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R. y Peng, M. (2005). Strategy research in emerging economies: Challenging the conventional wisdom. *Journal of Management Studies*, 42(1), 1-33.
- Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 187–214.
- Xiao, J. Z., Yang, H. y Chow, C. W. (2004). The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(3), 191-225.

- Yeh, R.-s. (1995). Downward influence styles in cultural diversity settings. *International Journal of Human Resource Management*, 6(3), 626–641.
- Yeh, Y.-h., Lee, T.-s. y Woidtke, T. (2001). Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance*, 2(1-2), 21-48.
- Yeo, G. y Ziebart, D. (1995). An empirical test of the signaling effect of management's earnings forecasts: a decomposition of the earnings surprise and forecast surprise effects. *Journal of Accounting, Auditing y Finance*, 10(4), 787-802.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-212.
- Yermack, D. (2004). Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *Journal of Finance*, 59(5), 2281–2308.
- Yeung, H. (2006). Change and continuity in southeast asian chinese business. *Asia Pacific Journal of Management*, 23(3), 229–254.
- Young, M. Peng, M., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., y Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.
- Zald, M. (1969). The power and the functions of boards of directors: A theoretical synthesis. *American Journal of Sociology*, 75(1), 97–111.
- Zarzeski, M. T. (1996). Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices. *Accounting Horizon*, 10(1), 18–37.
- Zattoni, A., Pedersen, T. y Kumar, V. (2009). The performance of group-affiliated firms during institutional transitions: A longitudinal study of Indian firms. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 510-523.
- Zielinski, R. y Holloway, N. (1991). *Unequal equities: Power and risk in Japan's stock market*. Nueva York: Kodansha International, Inc.
- Zingales, L. (2000). In search of new foundations. *Journal of Finance*, 55(4), 1623–1653.
- Zysman, J. (1983). *Governments, markets, and growth: Financial systems and the politics of industrial change*. USA: Cornell University Press.

ANEXOS

Anexo 1. Resultados obtenidos en Stata 11 para el análisis de datos panel en el primer estudio

<pre> . /*regressions*/ . /*Factores formales*/ . . reg cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com own l > ERIALS INDUSTRIALS CONSUMER_DISC CONSUMER_STAP HEALTH_CARE FINANCIALS INFORM > YEAR_2005 YEAR_2006 YEAR_2007 YEAR_2008 YEAR_2009 YEAR_2010 </pre>						
Source	SS	df	MS	Number of obs = 826		
Model	8.98942788	28	.321050996	F(28, 797) = 24.69		
Residual	10.3646493	797	.013004579	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.4645		
				Adj R-squared = 0.4457		
Total	19.3540772	825	.023459487	Root MSE = .11404		
cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.1439962	.0457584	3.15	0.002	.0541749	.2338175
cpi	-.0089593	.0026545	-3.38	0.001	-.01417	-.0037486
PIB	-1.645609	.2841505	-5.79	0.000	-2.203381	-1.087838
ln_consejo	.0960472	.0133178	7.21	0.000	.0699051	.1221892
board_com	.0941932	.02216	4.25	0.000	.0506943	.1376922
cob_ceo	.006686	.0102702	0.65	0.515	-.0134738	.0268458
gender	-.2021065	.0573594	-3.52	0.000	-.3146998	-.0895132
auditing_com	.1279384	.0147601	8.67	0.000	.0989651	.1569117
own	.0115198	.0258508	0.45	0.656	-.0392239	.0622635
leverage	.0668795	.0311148	2.15	0.032	.0058028	.1279561
age	-.0002176	.0001367	-1.59	0.112	-.0004859	.0000508
ln_assets	.0190903	.003957	4.82	0.000	.011323	.0268576
roa	.0914343	.0564506	1.62	0.106	-.0193752	.2022438
MATERIALS	-.0842233	.0293955	-2.87	0.004	-.1419251	-.0265215
INDUSTRIALS	-.0423788	.0307751	-1.38	0.169	-.1027885	.018031
CONSUMER_D~C	-.0671012	.0309849	-2.17	0.031	-.1279229	-.0062795
CONSUMER_S~P	-.0729279	.0303177	-2.41	0.016	-.1324399	-.0134159
HEALTH_CARE	-.1178634	.0671761	-1.75	0.080	-.2497264	.0139996
FINANCIALS	-.0546534	.0321008	-1.70	0.089	-.1176654	.0083587
INFORMATIO~H	-.3140567	.0524541	-5.99	0.000	-.4170213	-.2110921
TELECOM	-.0817531	.0309864	-2.64	0.008	-.1425777	-.0209284
UTILITIES	-.0750854	.0296888	-2.53	0.012	-.1333612	-.0168096
YEAR_2005	.000081	.0164316	0.00	0.996	-.0321734	.0323353
YEAR_2006	.0394384	.0157716	2.50	0.013	.0084795	.0703972
YEAR_2007	.0730069	.0154844	4.71	0.000	.042612	.1034018
YEAR_2008	.1011312	.017194	5.88	0.000	.0673804	.134882
YEAR_2009	-.0024885	.0264809	-0.09	0.925	-.054469	.0494921
YEAR_2010	.1518387	.0160952	9.43	0.000	.1202449	.1834326
_cons	.1483552	.0780405	1.90	0.058	-.0048341	.3015444

```
. reg cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com own le
> ERIALS INDUSTRIALS CONSUMER_DISC CONSUMER_STAP HEALTH_CARE FINANCIALS INFORMA
> YEAR_2005 YEAR_2006 YEAR_2007 YEAR_2008 YEAR_2009 YEAR_2010,vce(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 826
 F(28, 797) = 33.19
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.4645
 Root MSE = .11404

cgt	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.1439962	.0447358	3.22	0.001	.0561822	.2318101
cpi	-.0089593	.0027518	-3.26	0.001	-.0143608	-.0035577
PIB	-1.645609	.2876458	-5.72	0.000	-2.210242	-1.080976
ln_consejo	.0960472	.0163385	5.88	0.000	.0639755	.1281189
board_com	.0941932	.0216271	4.36	0.000	.0517405	.136646
cob_ceo	.006686	.010112	0.66	0.509	-.0131632	.0265352
gender	-.2021065	.0658333	-3.07	0.002	-.3313337	-.0728794
auditing_com	.1279384	.0143735	8.90	0.000	.0997239	.1561529
own	.0115198	.0255574	0.45	0.652	-.0386479	.0616875
leverage	.0668795	.0316569	2.11	0.035	.0047387	.1290203
age	-.0002176	.0001311	-1.66	0.098	-.000475	.0000399
ln_assets	.0190903	.0039296	4.86	0.000	.0113767	.0268038
roa	.0914343	.0695713	1.31	0.189	-.0451303	.227999
MATERIALS	-.0842233	.0201594	-4.18	0.000	-.1237951	-.0446515
INDUSTRIALS	-.0423788	.0195505	-2.17	0.030	-.0807553	-.0040022
CONSUMER_D~C	-.0671012	.0198899	-3.37	0.001	-.106144	-.0280585
CONSUMER_S~P	-.0729279	.0186301	-3.91	0.000	-.1094977	-.0363581
HEALTH_CARE	-.1178634	.0279138	-4.22	0.000	-.1726566	-.0630702
FINANCIALS	-.0546534	.0182092	-3.00	0.003	-.0903971	-.0189096
INFORMATIO~H	-.3140567	.0436956	-7.19	0.000	-.3998287	-.2282847
TELECOM	-.0817531	.0236797	-3.45	0.001	-.128235	-.0352711
UTILITIES	-.0750854	.0192391	-3.90	0.000	-.1128507	-.0373201
YEAR_2005	.000081	.0192381	0.00	0.997	-.0376823	.0378442
YEAR_2006	.0394384	.0182339	2.16	0.031	.0036463	.0752304
YEAR_2007	.0730069	.01759	4.15	0.000	.0384787	.1075351
YEAR_2008	.1011312	.0199204	5.08	0.000	.0620286	.1402338
YEAR_2009	-.0024885	.0291556	-0.09	0.932	-.0597194	.0547424
YEAR_2010	.1518387	.0169081	8.98	0.000	.118649	.1850285
_cons	.1483552	.077803	1.91	0.057	-.0043679	.3010782

```

. /*panel data*/
. /*Factores formales*/
.
. xi: xtreg cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com (
> oa i.industry, re
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)

Random-effects GLS regression              Number of obs      =      826
Group variable: company                   Number of groups     =      125

R-sq:  within = 0.4482                    Obs per group: min =      3
        between = 0.2042                  avg           =      6.6
        overall = 0.2547                  max           =      7

Random effects u_i ~ Gaussian              wald chi2(22)       =      550.51
corr(u_i, X)      = 0 (assumed)           Prob > chi2        =      0.0000

```

	cgt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
wgi_t		.1444764	.0632368	2.28	0.022	.0205345	.2684183
cpi		-.0002948	.0015751	-0.19	0.852	-.0033819	.0027923
PIB		-.3844264	.0868796	-4.42	0.000	-.5547074	-.2141454
ln_consejo		.0498339	.0196273	2.54	0.011	.0113651	.0883026
board_com		.1107449	.0293931	3.77	0.000	.0531356	.1683543
cob_ceo		-.0178081	.0129435	-1.38	0.169	-.043177	.0075608
gender		.1088654	.0679335	1.60	0.109	-.0242819	.2420127
auditing_com		.1031103	.0144225	7.15	0.000	.0748426	.131378
own		-.019882	.0316746	-0.63	0.530	-.081963	.042199
leverage		.0840703	.030521	2.75	0.006	.0242501	.1438904
age		.0003243	.0003202	1.01	0.311	-.0003033	.0009518
ln_assets		.0664471	.0050343	13.20	0.000	.05658	.0763143
roa		.0455199	.0535983	0.85	0.396	-.0595309	.1505708
_Iindustry_2		-.0369257	.0710917	-0.52	0.603	-.1762629	.1024115
_Iindustry_3		.0465192	.0729377	0.64	0.524	-.0964361	.1894745
_Iindustry_4		.0511435	.0719217	0.71	0.477	-.0898204	.1921074
_Iindustry_5		.0177198	.0713982	0.25	0.804	-.1222182	.1576578
_Iindustry_6		.2072235	.1342713	1.54	0.123	-.0559435	.4703905
_Iindustry_7		-.0110892	.0775231	-0.14	0.886	-.1630317	.1408533
_Iindustry_8		-.4309029	.1316553	-3.27	0.001	-.6889425	-.1728633
_Iindustry_9		-.0230346	.0750885	-0.31	0.759	-.1702052	.1241361
_Iindustry_10		-.0497851	.0717559	-0.69	0.488	-.190424	.0908539
_cons		-.2454794	.098111	-2.50	0.012	-.4377734	-.0531854
sigma_u		.10078048					
sigma_e		.06437474					
rho		.71021874	(fraction of variance due to u_i)				

```

. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

cgt[company,t] = xb + u[company] + e[company,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
cgt	.0234595	.1531649
e	.0041441	.0643747
u	.0101567	.1007805

```

Test:   Var(u) = 0
        chi2(1) = 882.77
        Prob > chi2 = 0.0000

```

```
. xi: xtreg cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com i
> oa i.industry, fe
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
note: _Iindustry_2 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_3 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_4 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_5 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_6 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_7 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_8 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_9 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_10 omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs      =      826
Group variable: company                Number of groups    =     125
```

```
R-sq:  within = 0.5134                  obs per group: min =      3
      between = 0.0015                  avg =      6.6
      overall = 0.0111                  max =      7
```

```
corr(u_i, Xb) = -0.9094                F(13, 688)          =     55.84
                                          Prob > F            =     0.0000
```

cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.1545024	.101885	1.52	0.130	-.0455405	.3545453
cpi	.0003273	.0014635	0.22	0.823	-.0025462	.0032008
PIB	-.2153734	.082747	-2.60	0.009	-.3778404	-.0529064
ln_consejo	-.0044894	.0225916	-0.20	0.843	-.0488461	.0398672
board_com	.0824227	.0312295	2.64	0.008	.021106	.1437393
cob_ceo	-.0306926	.0136332	-2.25	0.025	-.0574602	-.0039249
gender	.247277	.0691147	3.58	0.000	.111576	.3829781
auditing_com	.088637	.0144348	6.14	0.000	.0602955	.1169786
own	.0132981	.0329948	0.40	0.687	-.0514845	.0780807
leverage	.0858703	.0297308	2.89	0.004	.0274963	.1442444
age	.0085674	.0009456	9.06	0.000	.0067109	.0104239
ln_assets	.0652028	.0058281	11.19	0.000	.0537599	.0766458
roa	.0575863	.0523508	1.10	0.272	-.0452002	.1603728
_Iindustry_2	(omitted)					
_Iindustry_3	(omitted)					
_Iindustry_4	(omitted)					
_Iindustry_5	(omitted)					
_Iindustry_6	(omitted)					
_Iindustry_7	(omitted)					
_Iindustry_8	(omitted)					
_Iindustry_9	(omitted)					
_Iindustr~10	(omitted)					
_cons	-.5338286	.0819537	-6.51	0.000	-.694738	-.3729192
sigma_u	.33948911					
sigma_e	.06437474					
rho	.96529135	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(124, 688) =     18.11      Prob > F = 0.0000
```

```
. estimates store random
```

```
. hausman FIXED random
```

	Coefficients		(b-B) difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) FIXED	(B) random		
wgi_t	.1545024	.1444764	.010026	.0798853
cpi	.0003273	-.0002948	.0006221	.
PIB	-.2153734	-.3844264	.169053	.
ln_consejo	-.0044894	.0498339	-.0543233	.011187
board_com	.0824227	.1107449	-.0283222	.0105514
cob_ceo	-.0306926	-.0178081	-.0128844	.0042811
gender	.247277	.1088654	.1384116	.0127231
auditing_com	.088637	.1031103	-.0144733	.0005948
own	.0132981	-.019882	.0331801	.00924
leverage	.0858703	.0840703	.0018001	.
age	.0085674	.0003243	.0082431	.0008897
ln_assets	.0652028	.0664471	-.0012443	.0029363
roa	.0575863	.0455199	.0120663	.

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(13) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 125.69
Prob>chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
```

```
. /*Prueba de efectos temporales*/
. xi: testparm i.industry i.year
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)

( 1)  _Iindustry_2 = 0
( 2)  _Iindustry_3 = 0
( 3)  _Iindustry_4 = 0
( 4)  _Iindustry_5 = 0
( 5)  _Iindustry_6 = 0
( 6)  _Iindustry_7 = 0
( 7)  _Iindustry_8 = 0
( 8)  _Iindustry_9 = 0
( 9)  _Iindustry_10 = 0

      chi2( 9) = 28.63
      Prob > chi2 = 0.0007

. /*Corrección a los efectos temporales*/
. xi: xtreg cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com
> oa i.industry i.year,fe
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
note: _Iindustry_2 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_3 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_4 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_5 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_6 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_7 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_8 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_9 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_10 omitted because of collinearity
```

Fixed-effects (within) regression			Number of obs	=	826	
Group variable: company			Number of groups	=	125	
R-sq: within	=	0.6220	obs per group: min	=	3	
between	=	0.0025	avg	=	6.6	
overall	=	0.0553	max	=	7	
corr(u_i, Xb) = -0.4770			F(19, 682)	=	59.07	
			Prob > F	=	0.0000	
cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.5584847	.1256359	4.45	0.000	.3118051	.8051643
cpi	-.0034893	.0016088	-2.17	0.030	-.0066481	-.0003305
PIB	-.0728899	.279142	-0.26	0.794	-.6209708	.4751909
ln_consejo	.0015064	.0201039	0.07	0.940	-.0379665	.0409793
board_com	.0456168	.0278135	1.64	0.101	-.0089937	.1002272
cob_ceo	-.0110744	.0121776	-0.91	0.363	-.0349845	.0128357
gender	.1563281	.0615989	2.54	0.011	.0353819	.2772743
auditing_com	.0716692	.0129902	5.52	0.000	.0461636	.0971748
own	.0043671	.0292859	0.15	0.882	-.0531343	.0618686
leverage	.039022	.0265937	1.47	0.143	-.0131933	.0912374
age	.0011821	.0010127	1.17	0.244	-.0008063	.0031704
ln_assets	.0160563	.0063436	2.53	0.012	.0036009	.0285116
roa	.0145772	.0469353	0.31	0.756	-.0775778	.1067322
_Iindustry_2	(omitted)					
_Iindustry_3	(omitted)					
_Iindustry_4	(omitted)					
_Iindustry_5	(omitted)					
_Iindustry_6	(omitted)					
_Iindustry_7	(omitted)					
_Iindustry_8	(omitted)					
_Iindustry_9	(omitted)					
_Iindustr~10	(omitted)					
_Iyear_2005	.0235698	.0087525	2.69	0.007	.0063846	.0407549
_Iyear_2006	.0649987	.0089109	7.29	0.000	.0475027	.0824948
_Iyear_2007	.0957591	.010073	9.51	0.000	.0759812	.115537
_Iyear_2008	.131466	.0114051	11.53	0.000	.1090728	.1538592
_Iyear_2009	.1297469	.0242333	5.35	0.000	.082166	.1773277
_Iyear_2007	.0957591	.010073	9.51	0.000	.0759812	.115537
_Iyear_2008	.131466	.0114051	11.53	0.000	.1090728	.1538592
_Iyear_2009	.1297469	.0242333	5.35	0.000	.082166	.1773277
_Iyear_2010	.1433411	.0121816	11.77	0.000	.119423	.1672591
_cons	-.0486055	.0893448	-0.54	0.587	-.2240293	.1268184
sigma_u	.15896998					
sigma_e	.05698883					
rho	.88612132	(fraction of variance due to u_i)				
F test that all u_i=0:			F(124, 682) =	20.24	Prob > F = 0.0000	


```

. /*Prueba de autocorrelacion*/
. xi: xtserial cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_ci
> s roa i.industry i.year
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010      (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)

wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
      F( 1,      124) =      471.259
      Prob > F =      0.0000

```

```

. /*Corrección de la autocorrelación*/
. xi: xtregar cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com
> roa i.industry i.year,fe
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year           _Iyear_2004-2010    (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
note: _Iindustry_2 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_3 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_4 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_5 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_6 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_7 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_8 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_9 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_10 dropped because of collinearity

FE (within) regression with AR(1) disturbances   Number of obs   =   701
Group variable: company                        Number of groups  =   125

R-sq:  within = 0.1713                        obs per group: min =    2
        between = 0.0000                        avg =    5.6
        overall = 0.0385                        max =    6

corr(u_i, Xb) = -0.1678                        F(18, 558)        =    6.41
                                                Prob > F          =    0.0000

```

cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.2232414	.1296428	1.72	0.086	-.0314062	.477889
cpi	-.0010343	.0012555	-0.82	0.410	-.0035003	.0014317
PIB	.0036698	.1638765	0.02	0.982	-.3182204	.3255599
ln_consejo	-.0083743	.0172337	-0.49	0.627	-.0422251	.0254765
board_com	.037813	.0239867	1.58	0.115	-.0093022	.0849282
cob_ceo	-.0097225	.0112354	-0.87	0.387	-.0317914	.0123464
gender	.0293904	.0465324	0.63	0.528	-.0620096	.1207905
auditing_com	.0594194	.0126544	4.70	0.000	.0345634	.0842754
own	.0101314	.0283499	0.36	0.721	-.0455543	.065817
leverage	.0010715	.0193775	0.06	0.956	-.0369903	.0391334
age	.0000761	.0005953	0.13	0.898	-.0010933	.0012455
ln_assets	.0006319	.0062584	0.10	0.920	-.0116611	.0129248
roa	.000018	.0374653	0.00	1.000	-.0735724	.0736083
_Iindustry_2	(omitted)					
_Iindustry_3	(omitted)					
_Iindustry_4	(omitted)					
_Iindustry_5	(omitted)					
_Iindustry_6	(omitted)					
_Iindustry_7	(omitted)					
_Iindustry_8	(omitted)					
_Iindustry_9	(omitted)					
_Iindustr~10	(omitted)					
_Iyear_2005	-.0355074	.0051863	-6.85	0.000	-.0456944	-.0253203
_Iyear_2006	-.0323883	.0059738	-5.42	0.000	-.0441223	-.0206544
_Iyear_2007	-.025117	.006087	-4.13	0.000	-.0370733	-.0131607
_Iyear_2008	-.0116193	.0072288	-1.61	0.109	-.0258183	.0025797
_Iyear_2009	-.0044529	.0143189	-0.31	0.756	-.0325784	.0236725
_Iyear_2010	(omitted)					
_cons	.5358701	.0324366	16.52	0.000	.4721573	.5995829
rho_ar	.65549023					
sigma_u	.12656099					
sigma_e	.039265					
rho_fov	.91219869					
		(fraction of variance because of u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(124, 558) =    4.85      Prob > F = 0.0000

```

. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma^2(i) = \sigma^2$ for all i

chi2 (125) = 73211.54
Prob>chi2 = 0.0000

./"Corrección de la heterocedasticidad"/

. xi: xtglm cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com
> oa i.industry i.year

i.industry _Iindustry_1-10 (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year _Iyear_2004-2010 (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: homoskedastic
Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances	=	1	Number of obs	=	826
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	125
Estimated coefficients	=	29	obs per group: min	=	3
			avg	=	6.608
			max	=	7
Log likelihood	=	636.1508	wald chi2(28)	=	716.40
			Prob > chi2	=	0.0000

cgt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.1439962	.044948	3.20	0.001	.0558997	.2320926
cpi	-.0089593	.0026075	-3.44	0.001	-.0140699	-.0038486
PIB	-1.645609	.2791178	-5.90	0.000	-2.19267	-1.098549
ln_consejo	.0960472	.0130819	7.34	0.000	.0704071	.1216872
board_com	.0941932	.0217676	4.33	0.000	.0515296	.1368569
cob_ceo	.006686	.0100883	0.66	0.507	-.0130867	.0264587
gender	-.2021065	.0563435	-3.59	0.000	-.3125377	-.0916753
auditing_com	.1279384	.0144987	8.82	0.000	.0995215	.1563553
own	.0115198	.0253929	0.45	0.650	-.0382495	.061289
leverage	.0668795	.0305637	2.19	0.029	.0069757	.1267833
age	-.0002176	.0001343	-1.62	0.105	-.0004807	.0000456
ln_assets	.0190903	.0038869	4.91	0.000	.0114721	.0267084
roa	.0914343	.0554508	1.65	0.099	-.0172473	.200116
_Iindustry_2	-.0842233	.0288749	-2.92	0.004	-.1408171	-.0276296
_Iindustry_3	-.0423788	.03023	-1.40	0.161	-.1016285	.0168709
_Iindustry_4	-.0671012	.0304361	-2.20	0.027	-.126755	-.0074475
_Iindustry_5	-.0729279	.0297807	-2.45	0.014	-.1312971	-.0145587
_Iindustry_6	-.1178634	.0659863	-1.79	0.074	-.2471943	.0114675
_Iindustry_7	-.0546534	.0315322	-1.73	0.083	-.1164554	.0071487
_Iindustry_8	-.3140567	.0515251	-6.10	0.000	-.4150441	-.2130694
_Iindustry_9	-.0817531	.0304376	-2.69	0.007	-.1414097	-.0220964
_Iindustr~10	-.0750854	.0291621	-2.57	0.010	-.1322421	-.0179286
_Iyear_2005	.000081	.0161406	0.01	0.996	-.031554	.031716
_Iyear_2006	.0394384	.0154923	2.55	0.011	.009074	.0698027
_Iyear_2007	.0730069	.0152101	4.80	0.000	.0431957	.1028182
_Iyear_2008	.1011312	.0168894	5.99	0.000	.0680286	.1342339
_Iyear_2009	-.0024885	.0260119	-0.10	0.924	-.0534709	.0484939
_Iyear_2010	.1518387	.0158101	9.60	0.000	.1208516	.1828259
_cons	.1483552	.0766583	1.94	0.053	-.0018924	.2986027

```

. xi: xtpcse cgt wgt_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_cor
> roa i.industry i.year
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
(note: the number of observations per panel, e(n_sigma) = 3,
      used to compute the disturbance of covariance matrix e(sigma)
      is less than half of the average number of observations per panel,
      e(n_avg) = 6.608; you may want to consider the pairwise option)

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

Group variable:      company          Number of obs      =      826
Time variable:      year              Number of groups    =      125
Panels:             correlated (unbalanced)  Obs per group: min  =       3
Autocorrelation:    no autocorrelation      avg                =     6.608
Sigma computed by    casewise selection     max                =       7
Estimated covariances =      7875          R-squared           =     0.4645
Estimated autocorrelations =      0        wald chi2(21)       =    4.13e+06
Estimated coefficients =      29          Prob > chi2         =     0.0000

```

cgt	Panel-corrected					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.1439962	.0539369	2.67	0.008	.0382817	.2497106
cp1	-.0089593	.0037391	-2.40	0.017	-.0162877	-.0016309
PIB	-1.645609	.311784	-5.28	0.000	-2.256695	-1.034524
ln_consejo	.0960472	.0104207	9.22	0.000	.075623	.1164714
board_com	.0941932	.0106928	8.81	0.000	.0732358	.1151507
cob_ceo	.006686	.0079758	0.84	0.402	-.0089463	.0223183
gender	-.2021065	.0241526	-8.37	0.000	-.2494448	-.1547683
auditing_com	.1279384	.0058959	21.70	0.000	.1163826	.1394941
own	.0115198	.0211358	0.55	0.586	-.0299055	.0529451
leverage	.0668795	.0295522	2.26	0.024	.0089583	.1248006
age	-.0002176	.0000396	-5.50	0.000	-.0002951	-.00014
ln_assets	.0190903	.0032402	5.89	0.000	.0127396	.025441
roa	.0914343	.0353405	2.59	0.010	.0221683	.1607004
_Iindustry_2	-.0842233	.0143808	-5.86	0.000	-.1124091	-.0560375
_Iindustry_3	-.0423788	.0130252	-3.25	0.001	-.0679078	-.0168498
_Iindustry_4	-.0671012	.015216	-4.41	0.000	-.0969241	-.0372784
_Iindustry_5	-.0729279	.0156314	-4.67	0.000	-.1035649	-.0422909
_Iindustry_6	-.1178634	.0252834	-4.66	0.000	-.167418	-.0683088
_Iindustry_7	-.0546534	.0114186	-4.79	0.000	-.0770334	-.0322733
_Iindustry_8	-.3140567	.0416504	-7.54	0.000	-.39569	-.2324235
_Iindustry_9	-.0817531	.0160965	-5.08	0.000	-.1133016	-.0502045
_Iindustr~10	-.0750854	.0187339	-4.01	0.000	-.1118032	-.0383676
_Iyear_2005	.000081	.0073749	0.01	0.991	-.0143735	.0145355
_Iyear_2006	.0394384	.0030307	13.01	0.000	.0334984	.0453783
_Iyear_2007	.0730069	.0031389	23.26	0.000	.0668548	.079159
_Iyear_2008	.1011312	.0100783	10.03	0.000	.0813781	.1208843
_Iyear_2009	-.0024885	.0220867	-0.11	0.910	-.0457777	.0408007
_Iyear_2010	.1518387	.006764	22.45	0.000	.1385815	.165096
_cons	.1483552	.0634533	2.34	0.019	.023989	.2727214

```

. /*Corrección a la heterogeneidad y autocorrelación*/
. xi: xtpcse cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com
> roa i.industry i.year, het c(ar1)
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year           _Iyear_2004-2010    (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])

```

Prais-winsten regression, heteroskedastic panels corrected standard errors

```

Group variable:      company          Number of obs      =      826
Time variable:      year              Number of groups   =      125
Panels:              heteroskedastic (unbalanced)  Obs per group: min =      3
Autocorrelation:    common AR(1)      avg              =      6.608
                                          max              =      7
Estimated covariances      =      125      R-squared          =      0.5383
Estimated autocorrelations =      1        wald chi2(28)       =      594.87
Estimated coefficients     =      29        Prob > chi2         =      0.0000

```

cgt	Het-corrected		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
wgi_t	.1263486	.0412176	3.07	0.002	.0455636	.2071337
cpi	-.0033224	.001465	-2.27	0.023	-.0061938	-.000451
PIB	-.6751438	.2035804	-3.32	0.001	-1.074154	-.2761336
ln_consejo	.0801183	.0148951	5.38	0.000	.0509244	.1093121
board_com	.0807798	.0215544	3.75	0.000	.0385339	.1230257
cob_ceo	.0062905	.0100976	0.62	0.533	-.0135004	.0260814
gender	-.05437	.0564055	-0.96	0.335	-.1649228	.0561828
auditing_com	.097169	.0123131	7.89	0.000	.0730356	.1213023
own	-.0111505	.0238704	-0.47	0.640	-.0579357	.0356347
leverage	-.0000956	.0278268	-0.00	0.997	-.0546351	.0544438
age	-.0002405	.0001675	-1.44	0.151	-.0005689	.0000878
ln_assets	.0186718	.0045971	4.06	0.000	.0096617	.027682
roa	.016924	.0553791	0.31	0.760	-.0916172	.1254651
_Iindustry_2	-.0692299	.0249478	-2.77	0.006	-.1181267	-.020333
_Iindustry_3	-.0352799	.0243288	-1.45	0.147	-.0829634	.0124036
_Iindustry_4	-.050057	.0244481	-2.05	0.041	-.0979743	-.0021397
_Iindustry_5	-.0536983	.0241055	-2.23	0.026	-.1009443	-.0064523
_Iindustry_6	-.0646551	.0358457	-1.80	0.071	-.1349115	.0056013
_Iindustry_7	-.0513601	.0237531	-2.16	0.031	-.0979154	-.0048049
_Iindustry_8	-.3134232	.0782963	-4.00	0.000	-.4668811	-.1599653
_Iindustry_9	-.0603587	.0271518	-2.22	0.026	-.1135753	-.0071421
_Iindustr~10	-.0737218	.0244708	-3.01	0.003	-.1216838	-.0257599
_Iyear_2005	.0125949	.007068	1.78	0.075	-.0012581	.0264479
_Iyear_2006	.0502757	.0086524	5.81	0.000	.0333173	.067234
_Iyear_2007	.0802023	.0096564	8.31	0.000	.0612761	.0991284
_Iyear_2008	.109066	.0112134	9.73	0.000	.0870881	.1310439
_Iyear_2009	.0793237	.0198705	3.99	0.000	.0403782	.1182692
_Iyear_2010	.1495861	.0112709	13.27	0.000	.1274957	.1716766
_cons	.1623512	.0677946	2.39	0.017	.0294764	.2952261
rho	.6866102					

```

. /*Corrección a la heterogeneidad, heterocedasticidad, correlación contemporánea
. xi: xtpcse cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com
> roa i.industry i.year, c(ar1)
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])
(note: the number of observations per panel, e(n_sigma) = 3,
      used to compute the disturbance of covariance matrix e(sigma)
      is less than half of the average number of observations per panel,
      e(n_avg) = 6.608; you may want to consider the pairwise option)

```

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable:  company      Number of obs      =      826
Time variable:  year         Number of groups   =      125
Panels:         correlated (unbalanced)  obs per group: min =       3
Autocorrelation: common AR(1)          avg          =     6.608
Sigma computed by casewise selection    max          =       7
Estimated covariances =      7875      R-squared       =     0.5383
Estimated autocorrelations =      1      wald chi2(21)    =    237998.14
Estimated coefficients =      29      Prob > chi2      =     0.0000

```

cgt	Panel-corrected		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
wgi_t	.1263486	.0543216	2.33	0.020	.0198803	.2328169
cpi	-.0033224	.0021118	-1.57	0.116	-.0074614	.0008166
PIB	-.6751438	.2529137	-2.67	0.008	-1.170845	-.1794421
ln_consejo	.0801183	.0085111	9.41	0.000	.0634368	.0967998
board_com	.0807798	.0126185	6.40	0.000	.056048	.1055115
cob_ceo	.0062905	.0079739	0.79	0.430	-.0093381	.0219191
gender	-.05437	.0270801	-2.01	0.045	-.1074461	-.0012939
auditing_com	.097169	.0075385	12.89	0.000	.0823938	.1119441
own	-.0111505	.0183354	-0.61	0.543	-.0470871	.0247862
leverage	-.0000956	.0169838	-0.01	0.996	-.0333833	.0331921
age	-.0002405	.0001042	-2.31	0.021	-.0004447	-.0000363
ln_assets	.0186718	.002369	7.88	0.000	.0140288	.0233149
roa	.016924	.0342842	0.49	0.622	-.0502719	.0841198
ln_assets	.0186718	.002369	7.88	0.000	.0140288	.0233149
roa	.016924	.0342842	0.49	0.622	-.0502719	.0841198
_Iindustry_2	-.0692299	.020073	-3.45	0.001	-.1085722	-.0298875
_Iindustry_3	-.0352799	.0185023	-1.91	0.057	-.0715438	.000984
_Iindustry_4	-.050057	.0136495	-3.67	0.000	-.0768095	-.0233046
_Iindustry_5	-.0536983	.0211197	-2.54	0.011	-.0950923	-.0123044
_Iindustry_6	-.0646551	.0210685	-3.07	0.002	-.1059486	-.0233616
_Iindustry_7	-.0513601	.0190764	-2.69	0.007	-.0887492	-.0139711
_Iindustry_8	-.3134232	.0503222	-6.23	0.000	-.4120529	-.2147935
_Iindustry_9	-.0603587	.0138748	-4.35	0.000	-.0875528	-.0331646
_Iindustr~10	-.0737218	.0257945	-2.86	0.004	-.124278	-.0231656
_Iyear_2005	.0125949	.0039489	3.19	0.001	.0048552	.0203346
_Iyear_2006	.0502757	.0027159	18.51	0.000	.0449526	.0555988
_Iyear_2007	.0802023	.0027162	29.53	0.000	.0748786	.085526
_Iyear_2008	.109066	.0059302	18.39	0.000	.0974431	.1206889
_Iyear_2009	.0793237	.0191572	4.14	0.000	.0417762	.1168712
_Iyear_2010	.1495861	.0040277	37.14	0.000	.1416921	.1574802
_cons	.1623512	.0541514	3.00	0.003	.0562164	.2684861
rho	.6866102					

```

. ****xtabond2 for estimating the difference GMM (Arellano and Bond, 1991)*
. xi: xtabond cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_c
> s roa i.year, vce(gmm)
i.year      _Iyear_2004-2010      (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
note: _Iyear_2006 dropped because of collinearity

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation    Number of obs      =      576
Group variable: company                        Number of groups   =      125
Time variable: year                           Obs per group:    min =      1
                                              avg =     4.608
                                              max =      5

Number of instruments =      34                wald chi2(19)      =    1327.84
                                              Prob > chi2       =      0.0000

One-step results

```

	cgt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
cgt						
L1.		.6365359	.0549274	11.59	0.000	.5288801 .7441917
wgi_t		.2608707	.1390561	1.88	0.061	-.0116742 .5334157
cpi		-.0007571	.0015347	-0.49	0.622	-.003765 .0022508
PIB		.0223144	.2180372	0.10	0.918	-.4050306 .4496594
ln_consejo		-.0225889	.0230591	-0.98	0.327	-.067784 .0226062
board_com		.0531434	.0295143	1.80	0.072	-.0047035 .1109904
cob_ceo		-.0057227	.0138591	-0.41	0.680	-.0328861 .0214406
gender		.0268059	.06292	0.43	0.670	-.096515 .1501268
auditing_com		.082404	.0185536	4.44	0.000	.0460395 .1187684
own		.0053607	.0361459	0.15	0.882	-.065484 .0762053
leverage		.0769098	.0262723	2.93	0.003	.0254171 .1284026
age		.0002954	.0008299	0.36	0.722	-.0013311 .0019219
ln_assets		-.0079588	.0081923	-0.97	0.331	-.0240155 .0080979
roa		.0919918	.05283	1.74	0.082	-.0115531 .1955368
_Iyear_2005		-.0253135	.0061096	-4.14	0.000	-.0372881 -.0133388
_Iyear_2007		.0064464	.0063866	1.01	0.313	-.0060711 .018964
_Iyear_2008		.015452	.0086085	1.79	0.073	-.0014205 .0323244
_Iyear_2009		.0180952	.0178981	1.01	0.312	-.0169846 .0531749
_Iyear_2010		.011593	.0101956	1.14	0.256	-.0083901 .031576
_cons		.0849979	.10004	0.85	0.396	-.111077 .2810728

```

Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.) .cgt
Standard: D.wgi_t D.cpi D.PIB D.ln_consejo D.board_com D.cob_ceo D.gende
          D.leverage D.age D.ln_assets D.roa D._Iyear_2005 D._Iyear_2006
          D._Iyear_2008 D._Iyear_2009 D._Iyear_2010
Instruments for level equation
Standard: _cons

.
. *****
> *****
.
end of do-file

```

Anexo 2. Resultados obtenidos en Stata 11 para el análisis de datos panel en el segundo estudio

. /*regressions*/					
. /*factores informales*/					
. xi: reg cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE A					
> ge ln_assets roa i.industry i.year					
i.industry	_iindustry_1-10	(naturally coded; _iindustry_1 omitted)			
i.year	_iyear_2004-2010	(naturally coded; _iyear_2004 omitted)			
Source	SS	df	MS	Number of obs = 826	
Model	5.58095762	28	.199319915	F(28, 797) = 11.53	
Residual	13.7731195	797	.017281204	Prob > F = 0.0000	
				R-squared = 0.2884	
				Adj R-squared = 0.2634	
				Root MSE = .13146	
Total	19.3540772	825	.023459487		
cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
CONTROL	-.0278851	.0134697	-2.07	0.039	-.0543254 -.0014447
STAKEHOLDER	.0059212	.0117578	0.50	0.615	-.0171587 .0290011
INNOVA	.0513317	.0129149	3.97	0.000	.0259804 .0766829
ESTABILIDAD	-.0072604	.012039	-0.60	0.547	-.0308923 .0163716
RESULTADOS	-.0265261	.0314598	-0.84	0.399	-.08828 .0352279
GENTE	-.0162326	.0146326	-1.11	0.268	-.0449555 .0124904
DETALLE	-.0124344	.0179491	-0.69	0.489	-.0476675 .0227986
AGRESIVIDAD	-.0379653	.0348854	-1.09	0.277	-.1064434 .0305127
EQUIPO	.0275565	.0099755	2.76	0.006	.0079752 .0471378
leverage	.0089231	.0357928	0.25	0.803	-.0613362 .0791824
age	-.000386	.0001541	-2.51	0.012	-.0006885 -.0000836
ln_assets	.0310865	.0044438	7.00	0.000	.0223636 .0398094
roa	.1746019	.0648143	2.69	0.007	.0473749 .3018288
_iindustry_2	-.0763176	.0344351	-2.22	0.027	-.1439117 -.0087234
_iindustry_3	-.0215236	.0356073	-0.60	0.546	-.0914188 .0483716
_iindustry_4	-.0417801	.0355298	-1.18	0.240	-.1115232 .0279629
_iindustry_5	-.0265571	.0350725	-0.76	0.449	-.0954024 .0422882
_iindustry_6	-.0364616	.0766122	-0.48	0.634	-.1868472 .1139239
_iindustry_7	-.0807265	.0371371	-2.17	0.030	-.1536245 -.0078285
_iindustry_8	-.3287137	.0599466	-5.48	0.000	-.4463855 -.211042
_iindustry_9	-.103568	.0359646	-2.88	0.004	-.1741646 -.0329714
_iindustr~10	-.1011424	.0350688	-2.88	0.004	-.1699806 -.0323042
_iyear_2005	.0208483	.0181462	1.15	0.251	-.0147716 .0564682
_iyear_2006	.0634517	.0180068	3.52	0.000	.0281053 .0987981
_iyear_2007	.0840908	.0179348	4.69	0.000	.0488859 .1192958
_iyear_2008	.1105188	.018027	6.13	0.000	.0751328 .1459049
_iyear_2009	.1359112	.0183984	7.39	0.000	.0997961 .1720263
_iyear_2010	.1458259	.0186894	7.80	0.000	.1091397 .1825121
_cons	.3552894	.0590562	6.02	0.000	.2393652 .4712135


```

. xi: reg cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE A
> ge ln_assets roa i.industry i.year, vce(robust)
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010      (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)

Linear regression                               Number of obs =      826
                                                F( 28,   797) =    16.77
                                                Prob > F       =    0.0000
                                                R-squared      =    0.2884
                                                Root MSE     =    .13146

```

cgt	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CONTROL	-.0278851	.0140308	-1.99	0.047	-.0554268	-.0003434
STAKEHOLDER	.0059212	.0121414	0.49	0.626	-.0179118	.0297542
INNOVA	.0513317	.0142872	3.59	0.000	.0232866	.0793767
ESTABILIDAD	-.0072604	.0111265	-0.65	0.514	-.0291011	.0145804
RESULTADOS	-.0265261	.0360194	-0.74	0.462	-.0972302	.0441781
GENTE	-.0162326	.0171426	-0.95	0.344	-.0498826	.0174175
DETALLE	-.0124344	.0172272	-0.72	0.471	-.0462505	.0213817
AGRESIVIDAD	-.0379653	.0223318	-1.70	0.090	-.0818015	.0058708
EQUIPO	.0275565	.0097802	2.82	0.005	.0083585	.0467545
leverage	.0089231	.0366642	0.24	0.808	-.0630468	.080893
age	-.000386	.0001506	-2.56	0.011	-.0006817	-.0000903
ln_assets	.0310865	.0044688	6.96	0.000	.0223144	.0398586
roa	.1746019	.0754118	2.32	0.021	.0265727	.3226311
_Iindustry_2	-.0763176	.0185411	-4.12	0.000	-.1127127	-.0399225
_Iindustry_3	-.0215236	.0190868	-1.13	0.260	-.05899	.0159427
_Iindustry_4	-.0417801	.0197233	-2.12	0.034	-.0804958	-.0030645
_Iindustry_5	-.0265571	.0180001	-1.48	0.141	-.0618902	.008776
_Iindustry_6	-.0364616	.0270781	-1.35	0.179	-.0896144	.0166912
_Iindustry_7	-.0807265	.0205633	-3.93	0.000	-.1210911	-.0403618
_Iindustry_8	-.3287137	.0362379	-9.07	0.000	-.3998467	-.2575808
_Iindustry_9	-.103568	.0300455	-3.45	0.001	-.1625457	-.0445903
_Iindustr~10	-.1011424	.0184116	-5.49	0.000	-.1372834	-.0650014
_Iyear_2005	.0208483	.0224897	0.93	0.354	-.0232977	.0649944
_Iyear_2006	.0634517	.0211595	3.00	0.003	.0219167	.1049867
_Iyear_2007	.0840908	.0206098	4.08	0.000	.043635	.1245467
_Iyear_2006	.0634517	.0211595	3.00	0.003	.0219167	.1049867
_Iyear_2007	.0840908	.0206098	4.08	0.000	.043635	.1245467
_Iyear_2008	.1105188	.0200509	5.51	0.000	.0711601	.1498776
_Iyear_2009	.1359112	.0199678	6.81	0.000	.0967155	.1751068
_Iyear_2010	.1458259	.0202297	7.21	0.000	.1061161	.1855356
_cons	.3552894	.056833	6.25	0.000	.2437293	.4668494

```

. ****
> ****
.
end of do-file

```

```

. /*panel data*/
. /*factores informales*/
. xi: xtreg cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE
> age ln_assets roa i.industry, re
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)

Random-effects GLS regression              Number of obs      =      826
Group variable: company                   Number of groups   =      125

R-sq:  within = 0.4645                    obs per group: min =      3
       between = 0.0821                    avg =      6.6
       overall = 0.1454                    max =      7

Random effects u_i ~ Gaussian              wald chi2(22)       =     556.53
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2         =     0.0000

```

cgt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CONTROL	-.0103026	.0081808	-1.26	0.208	-.0263367	.0057315
STAKEHOLDER	.0510827	.0090781	5.63	0.000	.0332899	.0688755
INNOVA	.0211207	.0090811	2.33	0.020	.003322	.0389194
ESTABILIDAD	.0237275	.0082953	2.86	0.004	.007469	.0399861
RESULTADOS	.0377294	.025667	1.47	0.142	-.012577	.0880358
GENTE	.0337711	.010196	3.31	0.001	.0137873	.0537549
DETALLE	.0152887	.0131334	1.16	0.244	-.0104523	.0410296
AGRESIVIDAD	.0176626	.0209877	0.84	0.400	-.0234726	.0587977
EQUIPO	.0064305	.0071752	0.90	0.370	-.0076326	.0204935
leverage	.09913	.0302358	3.28	0.001	.0398689	.1583912
age	.000428	.0003577	1.20	0.231	-.000273	.001129
ln_assets	.0685908	.005003	13.71	0.000	.0587851	.0783965
roa	-.023055	.0538599	-0.43	0.669	-.1286184	.0825084
_Iindustry_2	-.0662778	.0821656	-0.81	0.420	-.2273194	.0947639
_Iindustry_3	.0353437	.0836596	0.42	0.673	-.128626	.1993135
_Iindustry_4	.0371606	.0824865	0.45	0.652	-.1245099	.1988312
_Iindustry_5	.0107754	.0824528	0.13	0.896	-.150829	.1723799
_Iindustry_6	.2068399	.154476	1.34	0.181	-.0959275	.5096074
_Iindustry_7	-.0158082	.0892118	-0.18	0.859	-.1906601	.1590438
_Iindustry_8	-.4194357	.1520479	-2.76	0.006	-.717444	-.1214273
_Iindustry_9	-.0310593	.0867864	-0.36	0.720	-.2011576	.139039
_Iindustr~10	-.1049607	.0828141	-1.27	0.205	-.2672733	.0573519
_cons	-.0763197	.0925376	-0.82	0.410	-.2576902	.1050507
sigma_u	.12068324					
sigma_e	.06467219					
rho	.77689733					(fraction of variance due to u_i)

```

. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

cgt[company,t] = xb + u[company] + e[company,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
cgt	.0234595	.1531649
e	.0041825	.0646722
u	.0145644	.1206832

```

Test:  Var(u) = 0
      chi2(1) = 1154.43
      Prob > chi2 = 0.0000

```

```

. x1: xtreg cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE
> age ln_assets roa i.industry,fe
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
note: _Iindustry_2 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_3 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_4 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_5 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_6 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_7 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_8 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_9 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_10 omitted because of collinearity

Fixed-effects (within) regression              Number of obs      =      826
Group variable: company                       Number of groups   =     125

R-sq:  within = 0.5089                        obs per group: min =      3
        between = 0.0007                      avg           =     6.6
        overall = 0.0097                      max           =      7

corr(u_i, Xb) = -0.8987                      F(13, 688)         =     54.85
                                                Prob > F           =     0.0000

```

cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CONTROL	-.0079776	.0077747	-1.03	0.305	-.0232426	.0072874
STAKEHOLDER	.0427149	.0088977	4.80	0.000	.0252449	.0601848
INNOVA	.0182026	.0087299	2.09	0.037	.0010622	.035343
ESTABILIDAD	.0145597	.008041	1.81	0.071	-.001228	.0303475
RESULTADOS	.0528003	.0252012	2.10	0.037	.0033199	.1022807
GENTE	.0340444	.0097979	3.47	0.001	.0148069	.0532818
DETALLE	.0109245	.0126597	0.86	0.388	-.0139318	.0357807
AGRESIVIDAD	.0150946	.0199454	0.76	0.449	-.0240666	.0542558
EQUIPO	.0047797	.0069103	0.69	0.489	-.0087881	.0183475
leverage	.1034937	.0296068	3.50	0.001	.0453632	.1616242
age	.0078811	.0009498	8.30	0.000	.0060162	.0097459
ln_assets	.0623138	.0054754	11.38	0.000	.0515633	.0730643
roa	-.0013328	.0532082	-0.03	0.980	-.1058027	.1031371
_Iindustry_2	(omitted)					
_Iindustry_3	(omitted)					
_Iindustry_4	(omitted)					
_Iindustry_5	(omitted)					
_Iindustry_6	(omitted)					
_Iindustry_7	(omitted)					
_Iindustry_8	(omitted)					
_Iindustry_9	(omitted)					
_Iindustr~10	(omitted)					
_cons	-.4166287	.055109	-7.56	0.000	-.5248307	-.3084266
sigma_u	.32187467					
sigma_e	.06467219					
rho	.96119626	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(124, 688) =      24.39      Prob > F = 0.0000

```

```

. hausman FIXED random

```

	Coefficients		(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	(b) FIXED	(B) random	Difference	S.E.
CONTROL	-.0079776	-.0103026	.002325	.
STAKEHOLDER	.0427149	.0510827	-.0083678	.
INNOVA	.0182026	.0211207	-.0029181	.
ESTABILIDAD	.0145597	.0237275	-.0091678	.
RESULTADOS	.0528003	.0377294	.0150709	.
GENTE	.0340444	.0337711	.0002732	.
DETALLE	.0109245	.0152887	-.0043642	.
AGRESIVIDAD	.0150946	.0176626	-.002568	.
EQUIPO	.0047797	.0064305	-.0016507	.
leverage	.1034937	.09913	.0043637	.
age	.0078811	.000428	.007453	.0008799
ln_assets	.0623138	.0685908	-.006277	.0022249
roa	-.0013328	-.023055	.0217223	.

```

      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(13) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              =      82.21
      Prob>chi2 =      0.0000
      (V_b-V_B is not positive definite)

*****
> *****
.
end of do-file

. /*Prueba de efectos temporales*/
. xi: testparm i.industry i.year
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)

( 1)  _Iindustry_2 = 0
( 2)  _Iindustry_3 = 0
( 3)  _Iindustry_4 = 0
( 4)  _Iindustry_5 = 0
( 5)  _Iindustry_6 = 0
( 6)  _Iindustry_7 = 0
( 7)  _Iindustry_8 = 0
( 8)  _Iindustry_9 = 0
( 9)  _Iindustry_10 = 0
(10)  _Iyear_2005 = 0
(11)  _Iyear_2006 = 0
(12)  _Iyear_2007 = 0
(13)  _Iyear_2008 = 0
(14)  _Iyear_2009 = 0
      Constraint 11 dropped
      Constraint 14 dropped

      chi2( 12) =23284.41
      Prob > chi2 =      0.0000

```

```

. /*Corrección a los efectos temporales*/
. xi: xtreg cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE ,
> age ln_assets roa i.industry i.year,fe
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
note: _Iindustry_2 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_3 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_4 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_5 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_6 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_7 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_8 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_9 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_10 omitted because of collinearity

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =      826
Group variable: company                     Number of groups =      125

R-sq:  within = 0.5940                      obs per group: min =      3
       between = 0.0085                      avg =      6.6
       overall  = 0.1192                      max =      7

corr(u_i, Xb) = -0.2897                      F(19, 682)      =      52.52
                                              Prob > F        =      0.0000

```

cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CONTROL	-.0072794	.0071047	-1.02	0.306	-.0212292	.0066704
STAKEHOLDER	.0273512	.0082563	3.31	0.001	.0111404	.0435621
INNOVA	.0112069	.0080356	1.39	0.164	-.0045706	.0269844
ESTABILIDAD	.0056247	.0074665	0.75	0.452	-.0090354	.0202847
RESULTADOS	.0528006	.0230178	2.29	0.022	.0076064	.0979949
GENTE	.0224713	.0090521	2.48	0.013	.0046979	.0402447
DETALLE	.0025446	.0116676	0.22	0.827	-.0203641	.0254533
AGRESIVIDAD	-.0014177	.0182838	-0.08	0.938	-.0373171	.0344816
EQUIPO	.0053132	.0063386	0.84	0.402	-.0071322	.0177587
leverage	.0573693	.0273922	2.09	0.037	.0035862	.1111524
age	.0013526	.0010415	1.30	0.194	-.0006923	.0033974
ln_assets	.0282124	.0059276	4.76	0.000	.0165738	.0398509
roa	-.0102807	.0495786	-0.21	0.836	-.1076257	.0870643
_Iindustry_2	(omitted)					
_Iindustry_3	(omitted)					
_Iindustry_4	(omitted)					
_Iindustry_5	(omitted)					
_Iindustry_6	(omitted)					
_Iindustry_7	(omitted)					
_Iindustry_8	(omitted)					
_Iindustry_9	(omitted)					
_Iindustry_10	(omitted)					
_Iyear_2005	.0168482	.0083336	2.02	0.044	.0004857	.0332108
_Iyear_2006	.0561371	.0086183	6.51	0.000	.0392155	.0730587
_Iyear_2007	.0762139	.0096474	7.90	0.000	.0572718	.0951561
_Iyear_2008	.099679	.0101081	9.86	0.000	.0798323	.1195257
_Iyear_2009	.1158632	.0114349	10.13	0.000	.0934114	.1383151
_Iyear_2010	.1257896	.0124239	10.12	0.000	.1013958	.1501833
_cons	.1469717	.0713121	2.06	0.040	.0069541	.2869893
sigma_u	.13806448					
sigma_e	.05906073					
rho	.8453138	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(124, 682) =      26.34      Prob > F = 0.0000

```

```

. /*Prueba de autocorrelacion*/
. xi: xtserial cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETAL
> age age ln_assets roa i.industry i.year
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010      (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)

wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
      F( 1,      124) =    428.910
      Prob > F =      0.0000

.
end of do-file

. do "C:\DOCUME~1\GUADAL~1\CONFIG~1\Temp\STD01000000.tmp"

. /*Corrección de la autocorrelacion*/
. xi: xtregar cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALL
> ge age ln_assets roa i.industry i.year,fe
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010      (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
note: _Iindustry_2 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_3 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_4 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_5 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_6 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_7 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_8 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_9 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_10 dropped because of collinearity

FE (within) regression with AR(1) disturbances   Number of obs      =      701
Group variable:  company                        Number of groups    =      125

R-sq:  within = 0.1420                        obs per group: min =        2
       between = 0.0168                        avg =              5.6
       overall = 0.1161                        max =              6

corr(u i. xb) = 0.0125                        F(18, 558)         =      5.13
                                              Prob > F           =      0.0000

```

cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CONTROL	-.0052222	.0046058	-1.13	0.257	-.014269	.0038247
STAKEHOLDER	.0176374	.0064793	2.72	0.007	.0049106	.0303642
INNOVA	-.0011687	.0054713	-0.21	0.831	-.0119157	.0095782
ESTABILIDAD	.0049591	.0047723	1.04	0.299	-.0044147	.014333
RESULTADOS	-.0042109	.0148341	-0.28	0.777	-.0333485	.0249266
GENTE	.0006255	.0075466	0.08	0.934	-.0141977	.0154488
DETALLE	.0104	.0077402	1.34	0.180	-.0048035	.0256035
AGRESIVIDAD	.006551	.0132046	0.50	0.620	-.0193857	.0324877
EQUIPO	.0075364	.0044238	1.70	0.089	-.0011529	.0162257
leverage	.0025062	.019728	0.13	0.899	-.0362441	.0412564
age	.0001444	.0006002	0.24	0.810	-.0010345	.0013233
ln_assets	.0064396	.006147	1.05	0.295	-.0056345	.0185136
roa	-.0015907	.0380627	-0.04	0.967	-.0763544	.0731731
_Iindustry_2	(omitted)					
_Iindustry_3	(omitted)					
_Iindustry_4	(omitted)					
_Iindustry_5	(omitted)					
_Iindustry_6	(omitted)					
_Iindustry_7	(omitted)					
_Iindustry_8	(omitted)					
_Iindustry_9	(omitted)					
_Iindustr~10	(omitted)					
_Iyear_2005	-.0326708	.0045542	-7.17	0.000	-.0416164	-.0237253
_Iyear_2006	-.02867	.0054681	-5.24	0.000	-.0394106	-.0179294
_Iyear_2007	-.0243682	.0054569	-4.47	0.000	-.0350868	-.0136495
_Iyear_2008	-.0155657	.005275	-2.95	0.003	-.0259271	-.0052044
_Iyear_2009	-.0042809	.0040049	-1.07	0.286	-.0121476	.0035857
_Iyear_2010	(omitted)					
_cons	.6461776	.0220173	29.35	0.000	.6029306	.6894246
rho_ar	.66395616					
sigma_u	.12227918					
sigma_e	.03986827					
rho_fov	.90391066	(fraction of variance because of u_i)				

```

. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (125) = 86632.37
Prob>chi2 = 0.0000

.
. /*Corrección de la heterocedasticidad*/
. xi: xtglm cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE
> age ln_assets roa i.industry i.year
i.industry      _iindustry_1-10      (naturally coded; _iindustry_1 omitted)
i.year          _iyear_2004-2010      (naturally coded; _iyear_2004 omitted)

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: homoskedastic
Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances = 1          Number of obs = 826
Estimated autocorrelations = 0      Number of groups = 125
Estimated coefficients = 29         Obs per group: min = 3
                                      avg = 6.608
                                      max = 7
Log likelihood = 518.7275          wald chi2(28) = 334.70
                                      Prob > chi2 = 0.0000

+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
| cgt | Coef. | Std. Err. | z | P>|z| | [95% Conf. Interval] |
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
| CONTROL | -.0278851 | .0132312 | -2.11 | 0.035 | -.0538177 | -.0019524 |
| STAKEHOLDER | .0059212 | .0115496 | 0.51 | 0.608 | -.0167155 | .0285579 |
| INNOVA | .0513317 | .0126862 | 4.05 | 0.000 | .0264672 | .0761961 |
| ESTABILIDAD | -.0072604 | .0118258 | -0.61 | 0.539 | -.0304385 | .0159178 |
| RESULTADOS | -.0265261 | .0309026 | -0.86 | 0.391 | -.0870941 | .034042 |
| GENTE | -.0162326 | .0143734 | -1.13 | 0.259 | -.0444039 | .0119388 |
| DETALLE | -.0124344 | .0176312 | -0.71 | 0.481 | -.0469909 | .022122 |
| AGRESIVIDAD | -.0379653 | .0342675 | -1.11 | 0.268 | -.1051284 | .0291977 |
| EQUIPO | .0275565 | .0097988 | 2.81 | 0.005 | .0083512 | .0467618 |
| leverage | .0089231 | .0351589 | 0.25 | 0.800 | -.059987 | .0778332 |
| age | -.000386 | .0001513 | -2.55 | 0.011 | -.0006827 | -.0000894 |
| ln_assets | .0310865 | .0043651 | 7.12 | 0.000 | .0225311 | .0396419 |
| roa | .1746019 | .0636664 | 2.74 | 0.006 | .0498181 | .2993857 |
| _iindustry_2 | -.0763176 | .0338252 | -2.26 | 0.024 | -.1426137 | -.0100214 |
| _iindustry_3 | -.0215236 | .0349767 | -0.62 | 0.538 | -.0900766 | .0470294 |
| _iindustry_4 | -.0417801 | .0349005 | -1.20 | 0.231 | -.110184 | .0266237 |
| _iindustry_5 | -.0265571 | .0344513 | -0.77 | 0.441 | -.0940804 | .0409662 |
| _iindustry_6 | -.0364616 | .0752553 | -0.48 | 0.628 | -.1839593 | .1110361 |
| _iindustry_7 | -.0807265 | .0364793 | -2.21 | 0.027 | -.1522246 | -.0092283 |
| _iindustry_8 | -.3287137 | .0588848 | -5.58 | 0.000 | -.4441259 | -.2133016 |
| _iindustry_9 | -.103568 | .0353277 | -2.93 | 0.003 | -.1728089 | -.0343271 |
| _iindustr~10 | -.1011424 | .0344477 | -2.94 | 0.003 | -.1686587 | -.0336261 |
| _iyear_2005 | .0208483 | .0178248 | 1.17 | 0.242 | -.0140876 | .0557842 |
| _iyear_2006 | .0634517 | .0176879 | 3.59 | 0.000 | .0287841 | .0981193 |
| _iyear_2007 | .0840908 | .0176171 | 4.77 | 0.000 | .0495619 | .1186198 |
| _iyear_2008 | .1105188 | .0177077 | 6.24 | 0.000 | .0758123 | .1452253 |
| _iyear_2009 | .1359112 | .0180726 | 7.52 | 0.000 | .1004896 | .1713327 |
| _iyear_2010 | .1458259 | .0183583 | 7.94 | 0.000 | .1098442 | .1818076 |
| _cons | .3552894 | .0580103 | 6.12 | 0.000 | .2415913 | .4689874 |
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+

. xi: xtpcse cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALL
> e age ln_assets roa i.industry i.year
i.industry      _iindustry_1-10      (naturally coded; _iindustry_1 omitted)
i.year          _iyear_2004-2010      (naturally coded; _iyear_2004 omitted)

```



```

. /*Corrección a la heterogeneidad y autocorrelación*/
. xi: xtpcse cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALL
> e age ln_assets roa i.industry i.year, het c(ar1)
i.industry      _iindustry_1-10      (naturally coded; _iindustry_1 omitted)
i.year           _iyear_2004-2010     (naturally coded; _iyear_2004 omitted)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])

```

Prais-Winsten regression, heteroskedastic panels corrected standard errors

```

Group variable:      company              Number of obs      =      826
Time variable:      year                  Number of groups    =     125
Panels:              heteroskedastic (unbalanced)  Obs per group: min =      3
Autocorrelation:    common AR(1)          avg              =     6.608
                                                max              =      7
Estimated covariances      =      125      R-squared          =     0.4686
Estimated autocorrelations =      1        Wald chi2(28)       =     380.71
Estimated coefficients     =      29        Prob > chi2         =     0.0000

```

cgt	Coef.	Het-corrected Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
CONTROL	-.0087308	.0074009	-1.18	0.238	-.0232363	.0057748
STAKEHOLDER	.0204456	.0077733	2.63	0.009	.0052102	.0356811
INNOVA	.0126216	.0075259	1.68	0.094	-.0021289	.0273721
ESTABILIDAD	-.0005779	.0064451	-0.09	0.929	-.01321	.0120542
RESULTADOS	.00603	.022933	0.26	0.793	-.0389178	.0509778
GENTE	-.0003229	.0103934	-0.03	0.975	-.0206936	.0200478
DETALLE	.0081612	.0101671	0.80	0.422	-.0117659	.0280882
AGRESIVIDAD	-.0060159	.0124132	-0.48	0.628	-.0303453	.0183135
EQUIPO	.0145891	.0058116	2.51	0.012	.0031985	.0259797
leverage	.0058884	.0298377	0.20	0.844	-.0525923	.0643692
age	-.0003232	.0001842	-1.75	0.079	-.0006843	.0000379
ln_assets	.0272065	.0048555	5.60	0.000	.01769	.0367231
roa	.0226213	.0552566	0.41	0.682	-.0856797	.1309223
_iindustry_2	-.071243	.0244084	-2.92	0.004	-.1190826	-.0234034
_iindustry_3	-.0238904	.0247828	-0.96	0.335	-.0724638	.024683
_iindustry_4	-.0386631	.0258531	-1.50	0.135	-.0893342	.012008
_iindustry_5	-.0231385	.0251233	-0.92	0.357	-.0723792	.0261023
_iindustry_6	-.0231385	.0251233	-0.92	0.357	-.0723792	.0261023
_iindustry_7	-.0068721	.0333745	-0.21	0.837	-.0722849	.0585408
_iindustry_8	-.0637041	.0250384	-2.54	0.011	-.1127783	-.0146298
_iindustry_9	-.3226753	.0678851	-4.75	0.000	-.4557277	-.189623
_iindustry_10	-.071535	.0325509	-2.20	0.028	-.1353335	-.0077365
_iyear_2005	-.1007238	.0239034	-4.21	0.000	-.1475737	-.0538739
_iyear_2006	.0225229	.0071868	3.13	0.002	.008437	.0366087
_iyear_2007	.0624752	.009158	6.82	0.000	.0445258	.0804246
_iyear_2008	.0861737	.010449	8.25	0.000	.065694	.1066534
_iyear_2009	.1139554	.0111236	10.24	0.000	.0921536	.1357573
_iyear_2010	.1351792	.0120787	11.19	0.000	.1115054	.158853
_cons	.1457926	.0126256	11.55	0.000	.1210468	.1705383
	.3541913	.0517794	6.84	0.000	.2527056	.455677
rho	.6944337					

```

. ****
> ****
.
end of do-file

```

```

. /*Corrección a la heterogeneidad, heterocedasticidad, correlación contemporánea
. xi: xtpcse cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE
> e age ln_assets roa i.industry i.year, c(ar1)
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])
(note: the number of observations per panel, e(n_sigma) = 3,
      used to compute the disturbance of covariance matrix e(sigma)
      is less than half of the average number of observations per panel,
      e(n_avg) = 6.608; you may want to consider the pairwise option)

```

Prais-Winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable:      company          Number of obs      =      826
Time variable:      year              Number of groups    =      125
Panels:              correlated (unbalanced)  Obs per group: min =      3
Autocorrelation:    common AR(1)          avg      =      6.608
Sigma computed by    casewise selection    max      =      7
Estimated covariances =      7875          R-squared           =      0.4686
Estimated autocorrelations =      1          Wald chi2(21)       =      4524.69
Estimated coefficients =      29           Prob > chi2         =      0.0000

```

cgt	Panel-corrected		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
CONTROL	-.0087308	.0040921	-2.13	0.033	-.0167512	-.0007103
STAKEHOLDER	.0204456	.004824	4.24	0.000	.0109909	.0299004
INNOVA	.0126216	.006393	1.97	0.048	.0000915	.0251516
ESTABILIDAD	-.0005779	.0061562	-0.09	0.925	-.0126438	.011488
RESULTADOS	.00603	.0119869	0.50	0.615	-.0174639	.0295239
GENTE	-.0003229	.0064889	-0.05	0.960	-.0130409	.012395
DETALLE	.0081612	.0068615	1.19	0.234	-.0052872	.0216095
AGRESIVIDAD	-.0060159	.0105033	-0.57	0.567	-.0266021	.0145702
EQUIPO	.0145891	.0047164	3.09	0.002	.0053451	.023833
leverage	.0058884	.0166219	0.35	0.723	-.0266898	.0384666
age	-.0003232	.0001492	-2.17	0.030	-.0006156	-.0000308
ln_assets	.0272065	.002165	12.57	0.000	.0229633	.0314498
roa	.0226213	.0394233	0.57	0.566	-.054647	.0998896
_Iindustry_2	-.071243	.0175629	-4.06	0.000	-.1056656	-.0368204
_Iindustry_3	-.0238904	.0136624	-1.75	0.080	-.0506682	.0028875
_Iindustry_4	-.0386631	.0104742	-3.69	0.000	-.0591922	-.018134
_Iindustry_5	-.0231385	.0223011	-1.04	0.299	-.0668477	.0205708
_Iindustry_6	-.0068721	.0183765	-0.37	0.708	-.0428893	.0291452
_Iindustry_7	-.0637041	.0111377	-5.72	0.000	-.0855335	-.0418747
_Iindustry_8	-.3226753	.0408303	-7.90	0.000	-.4027013	-.2426493
_Iindustry_9	-.071535	.012198	-5.86	0.000	-.0954427	-.0476273
_Iindustr~10	-.1007238	.0230932	-4.36	0.000	-.1459856	-.055462
_Iyear_2005	.0225229	.0018698	12.05	0.000	.0188581	.0261876
_Iyear_2006	.0624752	.002636	23.70	0.000	.0573088	.0676416
_Iyear_2007	.0861737	.0032132	26.82	0.000	.0798759	.0924715
_Iyear_2008	.1139554	.0034155	33.36	0.000	.1072611	.1206498
_Iyear_2009	.1351792	.0041524	32.55	0.000	.1270405	.1433178
_Iyear_2010	.1457926	.0046217	31.55	0.000	.1367343	.1548508
_cons	.3541913	.0233035	15.20	0.000	.3085173	.3998653
rho	.6944337					

```

.
end of do-file

```

```

. ****xtabond2 for estimating the difference GMM (Arellano and Bond, 1991)*
. xi: xtabond cgt CONTROL STAKEHOLDER INNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETA
> age age ln_assets roa i.year, vce(gmm)
i.year      _Iyear_2004-2010      (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
note: _Iyear_2006 dropped because of collinearity

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs      =      576
Group variable: company                          Number of groups       =      125
Time variable: year

                                obs per group:   min =      1
                                                avg =     4.608
                                                max =      5

Number of instruments =      34                  wald chi2(19)         =     1230.09
                                                Prob > chi2          =      0.0000

One-step results

```

	cgt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
cgt						
L1.		.669196	.0565453	11.83	0.000	.5583692 .7800229
CONTROL		-.0063835	.0066419	-0.96	0.337	-.0194014 .0066344
STAKEHOLDER		.0208767	.0084982	2.46	0.014	.0042205 .0375329
INNOVA		-.0049699	.0075539	-0.66	0.511	-.0197753 .0098355
ESTABILIDAD		.0039552	.0066893	0.59	0.554	-.0091555 .0170659
RESULTADOS		.0209504	.0224033	0.94	0.350	-.0229591 .06486
GENTE		-.0004812	.0099899	-0.05	0.962	-.020061 .0190987
DETALLE		.0156072	.010573	1.48	0.140	-.0051155 .0363299
AGRESIVIDAD		.0026984	.0185299	0.15	0.884	-.0336196 .0390164
EQUIPO		.0112838	.0062127	1.82	0.069	-.0008928 .0234605
leverage		.0857236	.0269403	3.18	0.001	.0329216 .1385257
age		.0004163	.0008472	0.49	0.623	-.0012443 .0020769
ln_assets		-.003972	.0080414	-0.49	0.621	-.0197328 .0117888
roa		.0905486	.0543821	1.67	0.096	-.0160384 .1971355
_Iyear_2005		-.0227302	.0058625	-3.88	0.000	-.0342206 -.0112399
_Iyear_2007		.001662	.0060428	0.28	0.783	-.0101816 .0135056
_Iyear_2008		.0037916	.0070488	0.54	0.591	-.0100238 .0176069
_Iyear_2009		.009193	.0085812	1.07	0.284	-.0076259 .0260118
_Iyear_2010		.003461	.0100983	0.34	0.732	-.0163313 .0232532
_cons		.1827158	.0766372	2.38	0.017	.0325097 .332922

```

Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)_cgt
Standard: D.CONTROL D.STAKEHOLDER D.INNOVA D.ESTABILIDAD D.RESULTADOS D
D.AGRESIVIDAD D.EQUIPO D.leverage D.age D.ln_assets D.roa D._
D._Iyear_2007 D._Iyear_2008 D._Iyear_2009 D._Iyear_2010
Instruments for level equation
Standard: _cons

.
end of do-file

```

Anexo 3. Resultados obtenidos en Stata 11 para el análisis de datos panel en el tercer estudio

```

. *FACTORES FORMALES E INFORMALES*
. /*regressions*/
. xi: reg cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com own
> ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO leverage age ln_assets
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010      (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)

```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	826
Model	9.5086874	37	.256991551	F(37, 788) =	20.57
Residual	9.84538976	788	.012494149	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.4913
				Adj R-squared =	0.4674
Total	19.3540772	825	.023459487	Root MSE =	.11178

cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
wgi_t	.1206823	.0456799	2.64	0.008	.0310137 .210351
cpi	-.0082508	.0026229	-3.15	0.002	-.0133994 -.0031022
PIB	-1.81767	.283655	-6.41	0.000	-2.374479 -1.260861
ln_consejo	.1018309	.0133839	7.61	0.000	.0755586 .1281033
board_com	.0961654	.0219129	4.39	0.000	.0531507 .13918
cob_ceo	.0059884	.0101899	0.59	0.557	-.0140142 .0259909
gender	-.187218	.0577304	-3.24	0.001	-.3005416 -.0738944
auditing_com	.1209454	.0147345	8.21	0.000	.0920218 .149869
own	.0141638	.0257079	0.55	0.582	-.0363004 .0646279
CONTROL	-.0296825	.0115101	-2.58	0.010	-.0522766 -.0070885
STAKEHOLDER	.0249927	.0101833	2.45	0.014	.0050032 .0449823
INNOVA	.0307972	.0112144	2.75	0.006	.0087836 .0528108
ESTABILIDAD	.0252262	.0105756	2.39	0.017	.0044666 .0459859
RESULTADOS	.022845	.0272968	0.84	0.403	-.0307381 .0764281
GENTE	-.0301536	.012563	-2.40	0.017	-.0548145 -.0054926
DETALLE	-.0041309	.0155514	-0.27	0.791	-.034658 .0263961
AGRESIVIDAD	.0046776	.0302073	0.15	0.877	-.0546188 .063974
EQUIPO	.0174737	.008649	2.02	0.044	.0004958 .0344516
leverage	.053458	.0309672	1.73	0.085	-.0073299 .1142459
age	-.0002651	.0001368	-1.94	0.053	-.0005337 3.50e-06
ln_assets	.0149274	.0040593	3.68	0.000	.0069591 .0228957
roa	.0453503	.0570388	0.80	0.427	-.0666158 .1573163
_Iindustry_2	-.1093395	.0299826	-3.65	0.000	-.1681948 -.0504843
_Iindustry_3	-.0648064	.0312427	-2.07	0.038	-.1261352 -.0034776
_Iindustry_4	-.0952373	.0315964	-3.01	0.003	-.1572603 -.0332142
_Iindustry_5	-.1054872	.030711	-3.43	0.001	-.1657723 -.0452022
_Iindustry_6	-.1517054	.0667968	-2.27	0.023	-.282826 -.0205847
_Iindustry_7	-.0706553	.0324592	-2.18	0.030	-.1343722 -.0069385
_Iindustry_8	-.3098652	.0519617	-5.96	0.000	-.4118648 -.2078655
_Iindustry_9	-.1091068	.0315117	-3.46	0.001	-.1709637 -.04725
_Iindustr~10	-.1093177	.0305026	-3.58	0.000	-.1691937 -.0494418
_Iyear_2005	-.0022879	.0162009	-0.14	0.888	-.0340899 .0295141
_Iyear_2006	.0356676	.0155578	2.29	0.022	.0051279 .0662073
_Iyear_2007	.0717954	.0153085	4.69	0.000	.041745 .1018457
_Iyear_2008	.0896727	.0172195	5.21	0.000	.0558711 .1234742
_Iyear_2009	-.0228094	.0267941	-0.85	0.395	-.0754057 .0297868
_Iyear_2010	.1439183	.0162376	8.86	0.000	.1120443 .1757923
_cons	.2082342	.0813064	2.56	0.011	.0486315 .367837

```
. xi: reg cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com own
> ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO leverage age ln_assets
> e(robust)
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010      (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
```

```
Linear regression                               Number of obs =      826
                                                F( 37,    788) =    26.72
                                                Prob > F       =    0.0000
                                                R-squared      =    0.4913
                                                Root MSE      =    .11178
```

cgt	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.1206823	.0448728	2.69	0.007	.0325979	.2087668
cpi	-.0082508	.0026798	-3.08	0.002	-.0135113	-.0029903
PIB	-1.81767	.2885758	-6.30	0.000	-2.384138	-1.251202
ln_consejo	.1018309	.015488	6.57	0.000	.0714284	.1322335
board_com	.0961654	.0213125	4.51	0.000	.0543294	.1380013
cob_ceo	.0059884	.0100076	0.60	0.550	-.0136564	.0256331
gender	-.187218	.0656835	-2.85	0.004	-.3161533	-.0582827
auditing_com	.1209454	.014767	8.19	0.000	.0919581	.1499327
own	.0141638	.0251146	0.56	0.573	-.0351357	.0634632
CONTROL	-.0296825	.0118264	-2.51	0.012	-.0528976	-.0064675
STAKEHOLDER	.0249927	.0098163	2.55	0.011	.0057235	.0442619
INNOVA	.0307972	.0118614	2.60	0.010	.0075136	.0540808
ESTABILIDAD	.0252262	.0103314	2.44	0.015	.0049458	.0455066
RESULTADOS	.022845	.0290286	0.79	0.432	-.0341375	.0798274
GENTE	-.0301536	.0144437	-2.09	0.037	-.0585062	-.001801
DETALLE	-.0041309	.015742	-0.26	0.793	-.0350322	.0267703
AGRESIVIDAD	.0046776	.0209547	0.22	0.823	-.036456	.0458112
EQUIPO	.0174737	.0083936	2.08	0.038	.0009972	.0339502
leverage	.053458	.0317069	1.69	0.092	-.008782	.115698
age	-.0002651	.0001333	-1.99	0.047	-.0005267	-3.50e-06
ln_assets	.0149274	.0039854	3.75	0.000	.0071042	.0227506
roa	.0453503	.0695488	0.65	0.515	-.0911726	.1818731
_Iindustry_2	-.1093395	.0218423	-5.01	0.000	-.1522155	-.0664636
_Iindustry_3	-.0648064	.0216725	-2.99	0.003	-.1073491	-.0222638
_Iindustry_4	-.0952373	.0226098	-4.21	0.000	-.1396198	-.0508547
_Iindustry_5	-.1054872	.02106	-5.01	0.000	-.1468276	-.0641469
_Iindustry_6	-.1517054	.0286484	-5.30	0.000	-.2079415	-.0954692
_Iindustry_7	-.0706553	.0201912	-3.50	0.000	-.1102902	-.0310204
_Iindustry_8	-.3098652	.0435935	-7.11	0.000	-.3954384	-.224292
_Iindustry_9	-.1091068	.0248236	-4.40	0.000	-.1578351	-.0603786
_Iindustry_10	-.1093177	.0222358	-4.92	0.000	-.1529662	-.0656693
_Iyear_2005	-.0022879	.0191097	-0.12	0.905	-.0397998	.0352239
_Iyear_2006	.0356676	.0183107	1.95	0.052	-.000276	.0716112
_Iyear_2007	.0717954	.0174952	4.10	0.000	.0374526	.1061381
_Iyear_2008	.0896727	.0198847	4.51	0.000	.0506395	.1287059
_Iyear_2009	-.0228094	.029423	-0.78	0.438	-.0805661	.0349473
_Iyear_2010	.1439183	.017067	8.43	0.000	.1104162	.1774204
_cons	.2082342	.0813609	2.56	0.011	.0485245	.367944

```
.
end of do-file
```

```

. /*panel data*/
. /*factores formales + informales*/
. xi: xtreg cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com
> VA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO leverage age ln_as
i.industry _lindustry_1-10 (naturally coded; _lindustry_1 omitted)

Random-effects GLS regression                    Number of obs   =      826
Group variable: company                        Number of groups  =     125

R-sq:  within = 0.4952                        Obs per group: min =      3
        between = 0.2120                        avg           =     6.6
        overall = 0.2761                        max           =      7

Random effects u_i ~ Gaussian                  wald chi2(31)    =    656.74
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Prob > chi2      =    0.0000

```

cgt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.0902485	.0616162	1.46	0.143	-.030517	.211014
cpi	-.0001891	.0015312	-0.12	0.902	-.0031902	.002812
PIB	-.3224024	.0844862	-3.82	0.000	-.4879924	-.1568125
ln_consejo	.0583668	.0191207	3.05	0.002	.0208909	.0958428
board_com	.0905232	.0286185	3.16	0.002	.0344319	.1466144
cob_ceo	-.0205504	.0125924	-1.63	0.103	-.045231	.0041303
gender	.1154957	.0661194	1.75	0.081	-.014096	.2450874
auditing_com	.090024	.0140809	6.39	0.000	.062426	.117622
own	-.0086392	.0307471	-0.28	0.779	-.0689025	.051624
CONTROL	-.0101197	.0080715	-1.25	0.210	-.0259395	.0057002
STAKEHOLDER	.0469383	.0089748	5.23	0.000	.0293479	.0645287
INNOVA	.0157045	.0089025	1.76	0.078	-.001744	.033153
ESTABILIDAD	.0221301	.008153	2.71	0.007	.0061505	.0381098
RESULTADOS	.02601	.0249959	1.04	0.298	-.0229811	.075001
GENTE	.0272444	.0100292	2.72	0.007	.0075876	.0469012
DETALLE	.0131742	.0128704	1.02	0.306	-.0120513	.0383998
AGRESIVIDAD	.0206122	.0207469	0.99	0.320	-.020051	.0612754
EQUIPO	.0082528	.0070626	1.17	0.243	-.0055896	.0220952
leverage	.0694726	.0296604	2.34	0.019	.0113392	.127606
age	.000139	.0003111	0.45	0.655	-.0004706	.0007487
ln_assets	.0533152	.0051423	10.37	0.000	.0432365	.0633939
roa	-.0130612	.0528635	-0.25	0.805	-.1166717	.0905493
_lindustry_2	-.0687125	.0691067	-0.99	0.320	-.2041591	.0667341
_lindustry_3	.0122514	.0709601	0.17	0.863	-.1268278	.1513306
_lindustry_4	.0132942	.0699722	0.19	0.849	-.1238488	.1504373
_lindustry_5	-.021204	.0694172	-0.31	0.760	-.1572593	.1148512
_lindustry_6	.1282926	.1304058	0.98	0.325	-.127298	.3838833
_lindustry_7	-.0212166	.0752725	-0.28	0.778	-.168748	.1263148
_lindustry_8	-.4002369	.127563	-3.14	0.002	-.6502559	-.1502179
_lindustry_9	-.0410684	.0729947	-0.56	0.574	-.1841353	.1019985
_lindustr~10	-.0998086	.0699093	-1.43	0.153	-.2368284	.0372111
_cons	-.1580204	.0987981	-1.60	0.110	-.3516612	.0356204
sigma_u	.09772462					
sigma_e	.06230394					
rho	.71100248	(fraction of variance due to u_i)				

```

.
end of do-file

```

```

. xttest0
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

cgt[company,t] = xb + u[company] + e[company,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
cgt	.0234595	.1531649
e	.0038818	.0623039
u	.0095501	.0977246

```

Test: Var(u) = 0
      chi2(1) = 850.46
      Prob > chi2 = 0.0000

. xi: xtreg cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com c
> VA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO leverage age ln_ass
i.industry _Iindustry_1-10 (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
note: _Iindustry_2 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_3 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_4 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_5 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_6 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_7 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_8 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_9 omitted because of collinearity
note: _Iindustry_10 omitted because of collinearity

Fixed-effects (within) regression
Group variable: company
Number of obs = 826
Number of groups = 125

R-sq: within = 0.5502
      between = 0.0015
      overall = 0.0138
Obs per group: min = 3
               avg = 6.6
               max = 7

F(22, 679) = 37.75
Prob > F = 0.0000

corr(u_i, Xb) = -0.8906

```

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
cgt					
wgi_t	.1179683	.1003341	1.18	0.240	-.079034 .3149706
cpi	.0003589	.0014272	0.25	0.802	-.0024433 .003161
PIB	-.1693233	.0804489	-2.10	0.036	-.3272818 -.0113648
ln_consejo	-.0030426	.0220929	-0.14	0.891	-.0464211 .040336
board_com	.060948	.0305384	2.00	0.046	.0009869 .1209091
cob_ceo	-.0364774	.0133208	-2.74	0.006	-.0626322 -.0103225
gender	.2593478	.0673803	3.85	0.000	.1270491 .3916465
auditing_com	.0790524	.0141175	5.60	0.000	.0513331 .1067716
own	.0287936	.0321003	0.90	0.370	-.0342342 .0918213
CONTROL	-.0064167	.0075456	-0.85	0.395	-.0212323 .0083989
STAKEHOLDER	.0386969	.0087302	4.43	0.000	.0215554 .0558384
INNOVA	.0142675	.0084463	1.69	0.092	-.0023166 .0308516
ESTABILIDAD	.0106934	.007819	1.37	0.172	-.0046589 .0260458
RESULTADOS	.0454015	.0244508	1.86	0.064	-.0026068 .0934098
GENTE	.0355033	.0095579	3.71	0.000	.0167367 .0542699
DETALLE	.0090662	.012308	0.74	0.462	-.0151 .0332325
AGRESIVIDAD	.0185302	.0193496	0.96	0.339	-.0194621 .0565225
EQUIPO	.0072605	.0067237	1.08	0.281	-.0059413 .0204623
leverage	.0736805	.0289487	2.55	0.011	.0168409 .1305202
age	.0075222	.0009353	8.04	0.000	.0056858 .0093587
ln_assets	.0554014	.0058317	9.50	0.000	.0439511 .0668518
roa	.0010389	.0518278	0.02	0.984	-.1007232 .1028009
_Iindustry_2	(omitted)				
_Iindustry_3	(omitted)				
_Iindustry_4	(omitted)				
_Iindustry_5	(omitted)				
_Iindustry_6	(omitted)				
_Iindustry_7	(omitted)				
_Iindustry_8	(omitted)				
_Iindustry_9	(omitted)				
_Iindustr~10	(omitted)				
_cons	-.4835471	.0840589	-5.75	0.000	-.6485937 -.3185006
sigma_u	.31208886				
sigma_e	.06230394				
rho	.96167325				(fraction of variance due to u_i)

```

F test that all u_i=0: F(124, 679) = 18.20 Prob > F = 0.0000

```

. hausman FIXED random

	Coefficients			
	(b) FIXED	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
wgi_t	.1179683	.0902485	.0277198	.0791857
cpi	.0003589	-.0001891	.000548	.
PIB	-.1693233	-.3224024	.1530791	.
ln_consejo	-.0030426	.0583668	-.0614094	.0110676
board_com	.060948	.0905232	-.0295752	.0106572
cob_ceo	-.0364774	-.0205504	-.015927	.0043445
gender	.2593478	.1154957	.1438521	.0129738
auditing_com	.0790524	.090024	-.0109717	.0010165
own	.0287936	-.0086392	.0374328	.0092219
CONTROL	-.0064167	-.0101197	.003703	.
STAKEHOLDER	.0386969	.0469383	-.0082413	.
INNOVA	.0142675	.0157045	-.001437	.
ESTABILIDAD	.0106934	.0221301	-.0114367	.
RESULTADOS	.0454015	.02601	.0193915	.
GENTE	.0355033	.0272444	.0082589	.
DETALLE	.0090662	.0131742	-.004108	.
AGRESIVIDAD	.0185302	.0206122	-.002082	.
EQUIPO	.0072605	.0082528	-.0009923	.
leverage	.0736805	.0694726	.004208	.
age	.0075222	.000139	.0073832	.0008821
ln_assets	.0554014	.0533152	.0020863	.0027506
roa	.0010389	-.0130612	.0141001	.

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(22) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 231.31
Prob>chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)

```

. /*Prueba de efectos temporales*/
. xi: testparm i.industry i.year
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)

( 1)  _Iindustry_2 = 0
( 2)  _Iindustry_3 = 0
( 3)  _Iindustry_4 = 0
( 4)  _Iindustry_5 = 0
( 5)  _Iindustry_6 = 0
( 6)  _Iindustry_7 = 0
( 7)  _Iindustry_8 = 0
( 8)  _Iindustry_9 = 0
( 9)  _Iindustry_10 = 0

      chi2( 9) =    27.30
      Prob > chi2 =    0.0012

```


overall = 0.0503				max = 7	
corr(u_i, xb) = -0.5153				F(28, 673) = 41.80 Prob > F = 0.0000	
cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
wgi_t	.5336046	.1267243	4.21	0.000	.2847821 .7824272
cpi	-.0031066	.0016189	-1.92	0.055	-.0062853 .0000721
PIB	-.1103023	.2777834	-0.40	0.691	-.6557286 .435124
ln_consejo	.0008581	.0200927	0.04	0.966	-.0385938 .04031
board_com	.0356249	.0277527	1.28	0.200	-.0188674 .0901171
cob_ceo	-.0167814	.0121898	-1.38	0.169	-.0407161 .0071533
gender	.1751159	.0614176	2.85	0.004	.0545227 .2957091
auditing_com	.0673335	.0129651	5.19	0.000	.0418765 .0927905
own	.0141482	.0291363	0.49	0.627	-.0430609 .0713572
CONTROL	-.0065919	.0068413	-0.96	0.336	-.0200249 .006841
STAKEHOLDER	.0209313	.0080481	2.60	0.010	.0051289 .0367337
INNOVA	.008429	.0077123	1.09	0.275	-.006714 .023572
ESTABILIDAD	-.0006525	.0072114	-0.09	0.928	-.0148122 .0135071
RESULTADOS	.0391875	.0221731	1.77	0.078	-.0043492 .0827243
GENTE	.0252177	.0087245	2.89	0.004	.0080872 .0423482
DETALLE	-.0042237	.0112429	-0.38	0.707	-.0262991 .0178518
AGRESIVIDAD	.0043942	.0175817	0.25	0.803	-.0301275 .0389159
EQUIPO	.0050404	.0061378	0.82	0.412	-.0070112 .017092
leverage	.0369526	.0264143	1.40	0.162	-.0149119 .088817
age	.001341	.0010033	1.34	0.182	-.000629 .0033111
ln_assets	.0142485	.006329	2.25	0.025	.0018215 .0266755
roa	-.0171883	.0475474	-0.36	0.718	-.1105475 .0761708
_Iindustry_2	(omitted)				
_Iindustry_3	(omitted)				
_Iindustry_4	(omitted)				
_Iindustry_5	(omitted)				
_Iindustry_6	(omitted)				
_Iindustry_7	(omitted)				
_Iindustry_8	(omitted)				
_Iindustry_9	(omitted)				
_Iindustr~10	(omitted)				
_Iyear_2005	.0193488	.0087312	2.22	0.027	.0022052 .0364924
_Iyear_2006	.0605476	.0089106	6.79	0.000	.0430516 .0780435
_Iyear_2007	.0885502	.0101679	8.71	0.000	.0685856 .1085149
_Iyear_2008	.1191403	.0117112	10.17	0.000	.0961453 .1421352
_Iyear_2009	.1152389	.0243181	4.74	0.000	.0674904 .1629874
_Iyear_2010	.1328009	.0125615	10.57	0.000	.1081364 .1574653
_cons	-.0889222	.0905725	-0.98	0.327	-.2667608 .0889165
sigma_u	.16375613				
sigma_e	.05637988				
rho	.89402514	(fraction of variance due to u_i)			
F test that all u_i=0:				F(124, 673) = 19.55	Prob > F = 0.0000

```

. /*Prueba de autocorrelacion*/
. xi: xtserial cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_c
> NNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO leverage age ln
> r
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year           _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
      F( 1,      124) =      471.980
      Prob > F =      0.0000

.
. /*Corrección de la autocorrelacion*/
. xi: xtregar cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_co
> NOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO leverage age ln_
> ,fe
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year           _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
note: _Iindustry_2 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_3 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_4 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_5 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_6 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_7 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_8 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_9 dropped because of collinearity
note: _Iindustry_10 dropped because of collinearity

FE (within) regression with AR(1) disturbances   Number of obs       =      701
Group variable: company                        Number of groups      =      125

R-sq:  within = 0.1918                        obs per group: min =      2
       between = 0.0001                        avg =      5.6
       overall = 0.0399                        max =      6

                                           F(27, 549)           =      4.82
corr(u_i, xb) = -0.1909                      Prob > F              =      0.0000

```

cgt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.2431372	.1303858	1.86	0.063	-.0129788	.4992533
cpi	-.001135	.0012638	-0.90	0.370	-.0036175	.0013475
PIB	-.0287587	.1643198	-0.18	0.861	-.3515311	.2940137
ln_consejo	-.0055747	.0173479	-0.32	0.748	-.039651	.0285017
board_com	.0357189	.0240284	1.49	0.138	-.01148	.0829178
cob_ceo	-.0093418	.0113099	-0.83	0.409	-.0315577	.0128742
gender	.0346989	.0465587	0.75	0.456	-.056756	.1261538
auditing_com	.0562949	.012704	4.43	0.000	.0313405	.0812493
own	.0122752	.0284541	0.43	0.666	-.043617	.0681673
CONTROL	-.0035804	.0045747	-0.78	0.434	-.0125664	.0054056
STAKEHOLDER	.0158121	.0064113	2.47	0.014	.0032184	.0284059
INNOVA	-.0014598	.0053974	-0.27	0.787	-.0120619	.0091423
ESTABILIDAD	.0033418	.0047387	0.71	0.481	-.0059664	.01265
RESULTADOS	-.0073734	.0148269	-0.50	0.619	-.0364978	.021751
GENTE	-.0009344	.0075239	-0.12	0.901	-.0157136	.0138449
DETALLE	.01031	.0076464	1.35	0.178	-.0047098	.0253298
AGRESIVIDAD	.0058584	.0130617	0.45	0.654	-.0197987	.0315155
EQUIPO	.008014	.0043894	1.83	0.068	-.000608	.016636
leverage	-.00407	.0195545	-0.21	0.835	-.0424808	.0343408
age	.0001023	.0005945	0.17	0.863	-.0010656	.0012702
ln_assets	.0013549	.0062773	0.22	0.829	-.0109756	.0136855
roa	-.0006386	.0378351	-0.02	0.987	-.074958	.0736807
_Iindustry_2	(omitted)					
_Iindustry_3	(omitted)					
_Iindustry_4	(omitted)					
_Iindustry_5	(omitted)					
_Iindustry_6	(omitted)					
_Iindustry_7	(omitted)					
_Iindustry_8	(omitted)					
_Iindustry_9	(omitted)					
_Iindustr~10	(omitted)					
_Iyear_2005	-.0345188	.0052172	-6.62	0.000	-.044767	-.0242706
_Iyear_2006	-.0301531	.0060224	-5.01	0.000	-.0419828	-.0183234
_Iyear_2007	-.0227732	.0061446	-3.71	0.000	-.0348431	-.0107033
_Iyear_2008	-.0099049	.0072386	-1.37	0.172	-.0241236	.0043138
_Iyear_2009	-.0058739	.0143597	-0.41	0.683	-.0340807	.0223328
_Iyear_2010	(omitted)					
_cons	.5070025	.0330626	15.33	0.000	.4420579	.5719471
rho_ar	.65392396					
sigma_u	.12726894					
sigma_e	.03911118					
rho_fov	.91370909	(fraction of variance because of u_i)				

F test that all $u_i=0$: $F(124, 549) = 4.77$ Prob > F = 0.0000

```

. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (125) = 75399.81
Prob>chi2 = 0.0000

. /*Corrección de la heterocedasticidad*/
. xi: xtglm cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com
> VA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO leverage age ln_a
i.industry _Iindustry_1-10 (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year _Iyear_2004-2010 (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: homoskedastic
Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances = 1 Number of obs = 826
Estimated autocorrelations = 0 Number of groups = 125
Estimated coefficients = 38 Obs per group: min = 3
avg = 6.608
max = 7
Log likelihood = 657.378 Wald chi2(37) = 797.75
Prob > chi2 = 0.0000

```

cgt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
wgi_t	.1206823	.0446168	2.70	0.007	.0332351 .2081296
cpi	-.0082508	.0025618	-3.22	0.001	-.0132719 -.0032297
PIB	-1.81767	.2770534	-6.56	0.000	-2.360685 -1.274655
ln_consejo	.1018309	.0130724	7.79	0.000	.0762094 .1274524
board_com	.0961654	.0214029	4.49	0.000	.0542164 .1381144
cob_ceo	.0059884	.0099527	0.60	0.547	-.0135186 .0254954
gender	-.187218	.0563869	-3.32	0.001	-.2977342 -.0767018
auditing_com	.1209454	.0143916	8.40	0.000	.0927383 .1491525
own	.0141638	.0251096	0.56	0.573	-.0350502 .0633777
CONTROL	-.0296825	.0112422	-2.64	0.008	-.0517169 -.0076482
STAKEHOLDER	.0249927	.0099463	2.51	0.012	.0054984 .0444871
INNOVA	.0307972	.0109534	2.81	0.005	.009329 .0522655
ESTABILIDAD	.0252262	.0103295	2.44	0.015	.0049808 .0454716
RESULTADOS	.022845	.0266615	0.86	0.392	-.0294107 .0751006
GENTE	-.0301536	.0122706	-2.46	0.014	-.0542036 -.0061036
DETALLE	-.0041309	.0151894	-0.27	0.786	-.0339017 .0256398
AGRESIVIDAD	.0046776	.0295043	0.16	0.874	-.0531498 .062505
EQUIPO	.0174737	.0084477	2.07	0.039	.0009164 .034031
leverage	.053458	.0302465	1.77	0.077	-.005824 .11274
age	-.0002651	.0001336	-1.98	0.047	-.000527 -.3.15e-06
ln_assets	.0149274	.0039648	3.76	0.000	.0071565 .0226983
roa	.0453503	.0557113	0.81	0.416	-.063842 .1545425
_Iindustry_2	-.1093395	.0292848	-3.73	0.000	-.1667368 -.0519423
_Iindustry_3	-.0648064	.0305156	-2.12	0.034	-.1246159 -.0049969
_Iindustry_4	-.0952373	.030861	-3.09	0.002	-.1557238 -.0347507
_Iindustry_5	-.1054872	.0299963	-3.52	0.000	-.1642788 -.0466957
_Iindustry_6	-.1517054	.0652422	-2.33	0.020	-.2795777 -.023833
_Iindustry_7	-.0706553	.0317038	-2.23	0.026	-.1327937 -.008517
_Iindustry_8	-.3098652	.0507524	-6.11	0.000	-.4093379 -.2103924
_Iindustry_9	-.1091068	.0307783	-3.54	0.000	-.1694313 -.0487824
_Iindustry_10	-.1093177	.0297927	-3.67	0.000	-.1677104 -.0509251
_Iyear_2005	-.0022879	.0158238	-0.14	0.885	-.0333021 .0287262
_Iyear_2006	.0356676	.0151958	2.35	0.019	.0058845 .0654508
_Iyear_2007	.0717954	.0149523	4.80	0.000	.0424895 .1011013
_Iyear_2008	.0896727	.0168188	5.33	0.000	.0567085 .1226369
_Iyear_2009	-.0228094	.0261705	-0.87	0.383	-.0741027 .0284838
_Iyear_2010	.1439183	.0158597	9.07	0.000	.1128339 .1750027
_cons	.2082342	.0794141	2.62	0.009	.0525854 .3638831

```
. xi: xtpcse cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com
> OVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO leverage age ln_a
i.industry      _lindustry_1-10      (naturally coded; _lindustry_1 omitted)
i.year          _lyear_2004-2010      (naturally coded; _lyear_2004 omitted)
(note: the number of observations per panel, e(n_sigma) = 3,
      used to compute the disturbance of covariance matrix e(sigma)
      is less than half of the average number of observations per panel,
      e(n_avg) = 6.608; you may want to consider the pairwise option)
```

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```
Group variable:      company      Number of obs      =      826
Time variable:      year      Number of groups      =      125
Panels:      correlated (unbalanced)      obs per group: min      =      3
Autocorrelation:      no autocorrelation      avg      =      6.608
Sigma computed by      casewise selection      max      =      7
Estimated covariances      =      7875      R-squared      =      0.4913
Estimated autocorrelations      =      0      wald chi2(21)      =      26830.22
Estimated coefficients      =      38      Prob > chi2      =      0.0000
```

cgt	Panel-corrected		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
wgi_t	.1206823	.0509698	2.37	0.018	.0207835	.2205812
cpi	-.0082508	.0036187	-2.28	0.023	-.0153433	-.0011583
PIB	-1.81767	.2917594	-6.23	0.000	-2.389508	-1.245832
ln_consejo	.1018309	.0117593	8.66	0.000	.078783	.1248788
board_com	.0961654	.0095311	10.09	0.000	.0774847	.114846
cob_ceo	.0059884	.0080162	0.75	0.455	-.0097231	.0216998
gender	-.187218	.0305708	-6.12	0.000	-.2471356	-.1273003
auditing_com	.1209454	.0072745	16.63	0.000	.1066877	.1352031
own	.0141638	.0201435	0.70	0.482	-.0253167	.0536442
CONTROL	-.0296825	.008961	-3.31	0.001	-.0472458	-.0121193
STAKEHOLDER	.0249927	.0059486	4.20	0.000	.0133337	.0366517
INNOVA	.0307972	.0105136	2.93	0.003	.0101909	.0514036
ESTABILIDAD	.0252262	.0109061	2.31	0.021	.0038507	.0466017
RESULTADOS	.022845	.015834	1.44	0.149	-.008189	.053879
GENTE	-.0301536	.0095163	-3.17	0.002	-.0488051	-.011502
DETALLE	-.0041309	.0130446	-0.32	0.751	-.029698	.0214361
AGRESIVIDAD	.0046776	.0135165	0.35	0.729	-.0218143	.0311695
EQUIPO	.0174737	.0044534	3.92	0.000	.0087452	.0262022
leverage	.053458	.0270686	1.97	0.048	.0004046	.1065114
age	-.0002651	.0000449	-5.90	0.000	-.0003531	-.0001771
ln_assets	.0149274	.0028931	5.16	0.000	.0092571	.0205977
roa	.0453503	.0344439	1.32	0.188	-.0221585	.112859
_lindustry_2	-.1093395	.0125022	-8.75	0.000	-.1338434	-.0848357
_lindustry_3	-.0648064	.0101295	-6.40	0.000	-.0846598	-.044953
_lindustry_4	-.0952373	.0169556	-5.62	0.000	-.1284696	-.0620049
_lindustry_5	-.1054872	.0134211	-7.86	0.000	-.1317922	-.0791823
_lindustry_6	-.1517054	.0292217	-5.19	0.000	-.2089787	-.094432
_lindustry_7	-.0706553	.0072664	-9.72	0.000	-.0848972	-.0564135
_lindustry_8	-.3098652	.0398183	-7.78	0.000	-.3879075	-.2318228
_lindustry_9	-.1091068	.0177607	-6.14	0.000	-.1439172	-.0742965
_lindustry_10	-.1093177	.0149891	-7.29	0.000	-.1386958	-.0799397
_lyear_2005	-.0022879	.007611	-0.30	0.764	-.0172051	.0126293
_lyear_2006	.0356676	.0039162	9.11	0.000	.0279919	.0433433
_lyear_2007	.0717954	.0040657	17.66	0.000	.0638268	.0797639
_lyear_2008	.0896727	.0106379	8.43	0.000	.0688228	.1105226
_lyear_2009	-.0228094	.0219072	-1.04	0.298	-.0657467	.0201279
_lyear_2010	.1439183	.0072251	19.92	0.000	.1297574	.1580793
_cons	.2082342	.0653292	3.19	0.001	.0801913	.3362771

```

. /*Corrección a la heterogeneidad y autocorrelación*/
. xi: xtpcse cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com
> OVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO leverage age ln_a
> het c(ar1)
i.industry      _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
i.year          _Iyear_2004-2010     (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])

Prais-Winsten regression, heteroskedastic panels corrected standard errors

Group variable:      company          Number of obs      =      826
Time variable:      year              Number of groups    =      125
Panels:              heteroskedastic (unbalanced)  Obs per group: min =      3
Autocorrelation:     common AR(1)      avg              =     6.608
                                                max              =      7

Estimated covariances      =      125      R-squared          =     0.5415
Estimated autocorrelations =      1        Wald chi2(37)       =     633.76
Estimated coefficients      =      38      Prob > chi2         =     0.0000

```

cgt	Coef.	Het-corrected Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
wgi_t	.1177967	.0407319	2.89	0.004	.0379637	.1976297
cpi	-.0033054	.001482	-2.23	0.026	-.0062101	-.0004007
PIB	-.7380351	.2066876	-3.57	0.000	-1.143135	-.3329348
ln_consejo	.0868988	.014661	5.93	0.000	.0581637	.1156339
board_com	.0795013	.0215983	3.68	0.000	.0371695	.1218332
cob_ceo	.0074717	.0101799	0.73	0.463	-.0124805	.0274238
gender	-.0576832	.0564211	-1.02	0.307	-.1682665	.0529
auditing_com	.0934614	.0122622	7.62	0.000	.0694278	.117495
own	-.0088545	.0236556	-0.37	0.708	-.0552187	.0375097
CONTROL	-.0097796	.0069087	-1.42	0.157	-.0233204	.0037612
STAKEHOLDER	.0215053	.0074759	2.88	0.004	.0068529	.0361578
INNOVA	.0080621	.007111	1.13	0.257	-.0058752	.0219995
ESTABILIDAD	.0028819	.006357	0.45	0.650	-.0095775	.0153413
RESULTADOS	.0126869	.0218846	0.58	0.562	-.0302062	.0555801
GENTE	-.0075122	.0098213	-0.76	0.444	-.0267617	.0117372
DETALLE	.0085836	.0108112	0.79	0.427	-.012606	.0297732
AGRESIVIDAD	.0063589	.0117998	0.54	0.590	-.0167684	.0294861
EQUIPO	.0138148	.0055835	2.47	0.013	.0028712	.0247583
leverage	-.0005964	.0276086	-0.02	0.983	-.0547083	.0535156
age	-.0002786	.0001629	-1.71	0.087	-.0005979	.0000406
ln_assets	.0167276	.004562	3.67	0.000	.0077861	.025669
roa	.0021256	.0552962	0.04	0.969	-.106253	.1105042
_Iindustry_2	-.083437	.0245873	-3.39	0.001	-.1316273	-.0352468
_Iindustry_3	-.0477531	.0241901	-1.97	0.048	-.0951648	-.0003414
_Iindustry_4	-.064453	.0246611	-2.61	0.009	-.1127879	-.0161182
_Iindustry_5	-.0674294	.0239291	-2.82	0.005	-.1143296	-.0205292
_Iindustry_6	-.0863643	.0342176	-2.52	0.012	-.1534295	-.0192991
_Iindustry_7	-.0573056	.0232017	-2.47	0.014	-.1027801	-.0118311
_Iindustry_8	-.308554	.0708865	-4.35	0.000	-.4474891	-.1696189
_Iindustry_9	-.0685705	.0270129	-2.54	0.011	-.1215147	-.0156263
_Iindustr~10	-.0904138	.0244039	-3.70	0.000	-.1382445	-.0425832
_Iyear_2005	.0110538	.0073096	1.51	0.130	-.0032728	.0253803
_Iyear_2006	.048161	.0088604	5.44	0.000	.030795	.0655271
_Iyear_2007	.0773968	.0098797	7.83	0.000	.058033	.0967607
_Iyear_2008	.1022139	.0114887	8.90	0.000	.0796966	.1247313
_Iyear_2009	.0681234	.0203042	3.36	0.001	.0283279	.1079189
_Iyear_2010	.142628	.0116395	12.25	0.000	.119815	.165441
_cons	.1675752	.0709574	2.36	0.018	.0285012	.3066492
rho	.6695543					

```

.
end of do-file
.

```

```

. /*Corrección a la heterogeneidad, heterocedasticidad, correlación contemporánea
. xi: xtpcse cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_com
> OVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO Leverage age ln_a
> c(ar1)
i.industry      _lindustry_1-10      (naturally coded; _lindustry_1 omitted)
i.year          _lyear_2004-2010      (naturally coded; _lyear_2004 omitted)
(note: estimates of rho outside [-1,1] bounded to be in the range [-1,1])
(note: the number of observations per panel, e(n_sigma) = 3,
      used to compute the disturbance of covariance matrix e(sigma)
      is less than half of the average number of observations per panel,
      e(n_avg) = 6.608; you may want to consider the pairwise option)

```

Prais-winsten regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable:      company          Number of obs      =      826
Time variable:      year              Number of groups   =      125
Panels:              correlated (unbalanced)  obs per group: min =      3
Autocorrelation:     common AR(1)         avg              =     6.608
Sigma computed by    casewise selection    max              =      7
Estimated covariances =      7875          R-squared          =     0.5415
Estimated autocorrelations =      1          Wald chi2(21)      =    6619.28
Estimated coefficients =      38           Prob > chi2        =     0.0000

```

cgt	Panel-corrected		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
wgi_t	.1177967	.051328	2.29	0.022	.0171956	.2183978
cpi	-.0033054	.00206	-1.60	0.109	-.007343	.0007322
PIB	-.7380351	.2477116	-2.98	0.003	-1.223541	-.2525292
ln_consejo	.0868988	.008953	9.71	0.000	.0693513	.1044463
board_com	.0795013	.0127252	6.25	0.000	.0545604	.1044422
cob_ceo	.0074717	.0084634	0.88	0.377	-.0091162	.0240596
gender	-.0576832	.0281166	-2.05	0.040	-.1127908	-.0025757
auditing_com	.0934614	.0075701	12.35	0.000	.0786244	.1082984
own	-.0088545	.0187133	-0.47	0.636	-.0455318	.0278228
CONTROL	-.0097796	.0041249	-2.37	0.018	-.0178643	-.001695
STAKEHOLDER	.0215053	.0054189	3.97	0.000	.0108844	.0321263
INNOVA	.0080621	.0060244	1.34	0.181	-.0037454	.0198697
ESTABILIDAD	.0028819	.0064521	0.45	0.655	-.009764	.0155279
RESULTADOS	.0126869	.0099845	1.27	0.204	-.0068823	.0322561
GENTE	-.0075122	.0067287	-1.12	0.264	-.0207002	.0056757
DETALLE	.0085836	.0067116	1.28	0.201	-.0045709	.0217381
AGRESIVIDAD	.0063589	.0088555	0.72	0.473	-.0109975	.0237153
EQUIPO	.0138148	.004321	3.20	0.001	.0053458	.0222838
Leverage	-.0005964	.0163944	-0.04	0.971	-.0327289	.0315361
age	-.0002786	.0000929	-3.00	0.003	-.0004607	-.0000966
ln_assets	.0167276	.00218	7.67	0.000	.0124548	.0210003
roa	.0021256	.031758	0.07	0.947	-.0601189	.0643702
_lindustry_2	-.083437	.0187853	-4.44	0.000	-.1202555	-.0466185
_lindustry_3	-.0477531	.0167346	-2.85	0.004	-.0805523	-.0149539
_lindustry_4	-.064453	.0138427	-4.66	0.000	-.0915843	-.0373218
_lindustry_5	-.0674294	.0203487	-3.31	0.001	-.1073121	-.0275466
_lindustry_6	-.0863643	.0196835	-4.39	0.000	-.1249432	-.0477854
_lindustry_7	-.0573056	.0153883	-3.72	0.000	-.0874661	-.0271452
_lindustry_8	-.308554	.050051	-6.16	0.000	-.4066522	-.2104559
_lindustry_9	-.0685705	.0129017	-5.31	0.000	-.0938574	-.0432836
_lindustr-10	-.0904138	.0251868	-3.59	0.000	-.139779	-.0410487
_lyear_2005	.0110538	.0041405	2.67	0.008	.0029385	.019169
_lyear_2006	.048161	.0033499	14.38	0.000	.0415954	.0547267
_lyear_2007	.0773968	.003518	22.00	0.000	.0705017	.084292
_lyear_2008	.1022139	.0067636	15.11	0.000	.0889575	.1154703
_lyear_2009	.0681234	.019494	3.49	0.000	.0299159	.1063309
_lyear_2010	.142628	.0049024	29.09	0.000	.1330194	.1522366
_cons	.1675752	.0442804	3.78	0.000	.0807872	.2543633
rho	.6695543					

```

. xi: xtabond cgt wgi_t cpi PIB ln_consejo board_com cob_ceo gender auditing_c
> NNOVA ESTABILIDAD RESULTADOS GENTE DETALLE AGRESIVIDAD EQUIPO leverage age ln
> y, vce(gmm)
i.year      _Iyear_2004-2010      (naturally coded; _Iyear_2004 omitted)
i.industry   _Iindustry_1-10      (naturally coded; _Iindustry_1 omitted)
note: _Iindustry_2 dropped from div() because of collinearity
note: _Iindustry_3 dropped from div() because of collinearity
note: _Iindustry_4 dropped from div() because of collinearity
note: _Iindustry_5 dropped from div() because of collinearity
note: _Iindustry_6 dropped from div() because of collinearity
note: _Iindustry_7 dropped from div() because of collinearity
note: _Iindustry_8 dropped from div() because of collinearity
note: _Iindustry_9 dropped from div() because of collinearity
note: _Iindustry_10 dropped from div() because of collinearity
note: _Iyear_2008 dropped because of collinearity

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation   Number of obs       =       576
Group variable: company                       Number of groups      =       125
Time variable: year

                                         obs per group:   min =         1
                                              avg =       4.608
                                              max =         5

Number of instruments =         43           wald chi2(28)       =       1360.64
                                              Prob > chi2        =       0.0000

One-step results

```

	cgt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
cgt						
L1.		.6160914	.0575646	10.70	0.000	.5032669 .7289159
wgi_t		.2393435	.138899	1.72	0.085	-.0328936 .5115806
cpi		-.0008369	.0015435	-0.54	0.588	-.0038621 .0021884
PIB		-.0083922	.2176261	-0.04	0.969	-.4349316 .4181471
ln_consejo		-.0207463	.0229408	-0.90	0.366	-.0657094 .0242168
board_com		.0514168	.0293998	1.75	0.080	-.0062057 .1090392
cob_ceo		-.0046589	.0137955	-0.34	0.736	-.0316975 .0223798
gender		.0397692	.0628304	0.63	0.527	-.0833761 .1629145
auditing_com		.0817606	.0184165	4.44	0.000	.0456649 .1178563
own		.0156742	.0363811	0.43	0.667	-.0556313 .0869798
CONTROL		-.0055154	.0064363	-0.86	0.391	-.0181304 .0070996
STAKEHOLDER		.0198811	.0082528	2.41	0.016	.0037059 .0360564
INNOVA		-.0061715	.0072933	-0.85	0.397	-.020466 .0081231
ESTABILIDAD		.001372	.0065532	0.21	0.834	-.011472 .014216
RESULTADOS		.0193706	.0219919	0.88	0.378	-.0237327 .0624739
GENTE		-.0012041	.0096902	-0.12	0.901	-.0201965 .0177884
DETALLE		.015693	.0102216	1.54	0.125	-.0043409 .035727
AGRESIVIDAD		.0039505	.0179903	0.22	0.826	-.0313098 .0392109
EQUIPO		.0101102	.006049	1.67	0.095	-.0017457 .0219661
leverage		.0706319	.0262126	2.69	0.007	.0192561 .1220076
age		.000359	.0008232	0.44	0.663	-.0012543 .0019724
ln_assets		-.007935	.0081499	-0.97	0.330	-.0239086 .0080385
roa		.0805279	.0529653	1.52	0.128	-.0232822 .1843379
_Iyear_2005		-.0387752	.0101474	-3.82	0.000	-.0586637 -.0188867
_Iyear_2006		-.0134086	.008723	-1.54	0.124	-.0305053 .003688
_Iyear_2007		-.0077867	.0069736	-1.12	0.264	-.0214547 .0058813
_Iyear_2009		.0004515	.0169848	0.03	0.979	-.0328381 .0337412
_Iyear_2010		-.0044855	.0077605	-0.58	0.563	-.0196957 .0107247
_Iindustry_2		(omitted)				
_Iindustry_3		(omitted)				
_Iindustry_4		(omitted)				
_Iindustry_5		(omitted)				
_Iindustry_6		(omitted)				
_Iindustry_7		(omitted)				
_Iindustry_8		(omitted)				
_Iindustry_9		(omitted)				
_Iindustr-10		(omitted)				
_cons		.0879236	.1027704	0.86	0.392	-.1135026 .2893498

```

Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)cgt
Standard: D.wgi_t D.cpi D.PIB D.ln_consejo D.board_com D.cob_ceo D.genc
D.CONTROL D.STAKEHOLDER D.INNOVA D.ESTABILIDAD D.RESULTADOS [
D.AGRESIVIDAD D.EQUIPO D.leverage D.age D.ln_assets D.roa D._
D._Iyear_2007 D._Iyear_2008 D._Iyear_2009 D._Iyear_2010
Instruments for level equation
Standard: _cons

```