

Puntos centrales del debate contemporáneo,
los aportes más destacados para iniciar la discusión sobre
gobierno corporativo

Recepción: julio de 2010. Aprobación: julio de 2010
pp. 79-102

Dayana Mercado¹

Resumen del contenido:

Este trabajo se propone cubrir un vacío en la discusión en el marco de las relaciones industriales acerca de los principales puntos a debatir en cuanto al ejercicio, definición y mecanismos actuales acerca del gobierno corporativo. Se mencionan las principales tendencias, mecanismos y procesos asociados al gobierno corporativo sin entrar en su discusión teórica y/o metodológica, esperando con ello aportar en un marco histórico y conceptual orientaciones acerca de las principales tendencias y líneas de investigación para futuros análisis a profundidad acerca del gobierno corporativo.

Palabras claves: Gobierno Corporativo, Prácticas de Buen Gobierno

Central points of the contemporary debate, the most important contributions to initiate discussion on corporate governance

Summary of Content:

This paper intends to fill a gap in the industrial relations' discussion about the main points to debate in the exercise, definition and mechanisms on corporate governance. It is mentioned the principal trends, mechanisms and processes related to corporate governance without going into theoretical and/or methodological discussion, hoping thereby, to provide a historical and conceptual orientations of the major trends and research areas for future in-depth analysis about the corporate governance.

Keywords: Corporate Governance, Good Government Practices

1 Actualmente es docente e investigadora de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires. Ha coordinado equipos multinacionales en desarrollo organizacional con especificidad en temáticas de capacitación y gestión ambiental en el ámbito privado, público y de la sociedad civil en Argentina, Brasil y Venezuela. Actualmente participa de la formulación y coordinación de consorcios productivos y de investigación multilaterales para Pymes con alto valor tecnológico y en proyectos de gestión del cambio climático.

Puntos centrales del debate contemporáneo, los aportes más destacados para iniciar la discusión sobre gobierno corporativo

Recorriendo el camino hacia la definición de un buen gobierno corporativo

El campo de estudio acerca del gobierno corporativo posee un gran dinamismo y apertura disciplinaria. En su desarrollo, creemos que muchos de los cambios en el entorno han determinado el contexto de su elaboración conceptual. En gran medida, estos coinciden con una serie de acciones tendientes a incrementar los niveles de protección de los inversionistas por parte de las propias empresas.

Existen una gran cantidad de estudios realizados en países de economías emergentes (Klapper y Love, 2002) que presentan evidencia de los efectos positivos de mejores niveles de gobierno corporativo sobre el valor de las empresas. Efectos que son particularmente sensibles al nivel de protección del inversionista y de cómo las empresas se benefician de un buen gobierno corporativo, especialmente en ambientes de bajo nivel de protección a éste.

En este sentido, un gran conjunto de publicaciones en esta discusión se ha concentrado en tratar de entender cuáles mecanismos de gobierno corporativo interno benefician a las diferentes empresas, para así aplicarlos en cada una de ellas. A este respecto, se han formulado códigos de buen gobierno para generar una mayor credibilidad ante los inversionistas externos. La idea, creemos, ha estado orientada a lograr una mayor regulación, estimando que de esta manera se genera directamente un mayor incremento de los niveles de protección efectiva para el inversionista, en especial en cuanto a los estándares contables. Es así que existe una gran cantidad de literatura que versa sobre un mayor nivel de transparencia y, sobre todo, a la homologación de los estándares contables de cada país o región, a los estándares internacionales.

El campo del conocimiento de gobierno corporativo ha venido creciendo dependiendo del país y/o región en la que nos ubiquemos; en el caso particular de países angloparlantes, como Estados Unidos y Gran Bretaña, los avances han estado orientados al cuidado de los intereses de sus accionistas. Mientras en países como Japón, Alemania y Francia, se ha desarrollado en mayor profundidad una visión que abarca un más amplio número de *stakeholders*, lo cual incluye a los empleados y clientes, tanto como a los accionistas.

En el primer grupo de países, la noción de la mano invisible de Adam Smith, en su moderna versión con los modelos de Arrow-Debreu (2000), se orienta a velar por la maximización del bienestar de los accionistas. De esta manera y bajo esta corriente conceptual, se evalúan los efectos positivos de variables como niveles de competencia y formas de administración ineficientes (Allen y Gale, 2000); la presencia de capital de riesgo sobre la estructura de gobierno corporativo; la

naturaleza y efectividad de los diferentes mecanismos de control internos y externos.

Para Zingales (1997) el sistema de gobierno corporativo afecta la eficiencia económica de tres maneras: a través de los incentivos que los diferentes actores de la empresa tienen para tomar acciones ex – ante que agreguen valor; el sistema de gobierno corporativo también afecta la eficiencia de la negociación ex – post sobre las cuasi – rentas producidas por cada empresa; y finalmente, el sistema de gobierno corporativo puede afectar el valor ex – ante de la empresa, determinando el nivel y la distribución de riesgo que asumen las contrapartes.

El gobierno corporativo bajo este supuesto, surge debido a la dificultad de prever todas las circunstancias posibles en una relación contractual entre los diferentes agentes, lo que deja amplio margen discrecional al gerente de la empresa. El gobierno corporativo, entonces, afectaría los incentivos, la eficiencia de la negociación y la distribución de riesgo entre los diferentes agentes con ingerencia en el control de una organización.

Bajo el estándar anglosajón, toman gran importancia los mecanismos de control asociados al gobierno corporativo, algunos son internos, con la junta directiva como principal exponente; otros son externos, entre los cuales el mercado del control corporativo es el más publicitado y analizado. Para Jensen (1993) estos mecanismos se complementan con mecanismos institucionales (legales, políticos y regulatorios) y con la disciplina ejercida por los mercados de productos y de factores. Un quinto elemento ha recibido particular atención por parte de entidades gremiales y entes multilaterales: la autorregulación de las empresas.

Al parecer este último mecanismo ha sido muy discutido en el mundo académico, pues tendría problemas de similitud (si todas las empresas adoptan un código de buen gobierno este deja de ser un mecanismo para diferenciar una empresa eficiente de una ineficiente). A pesar de esto, es, sin embargo, la base para la construcción de reputaciones y la creación de confianza, o capital social, al nivel de una empresa.

Se han generado diferentes taxonomías para clasificar los mecanismos que moldean al Gobierno Corporativo (Jensen 1993) divididos entre mecanismos externos: los mercados de capitales, específicamente el mercado del control corporativo; el sistema legal, político y regulatorio; los mercados de factores y productos y los sistemas de control internos: junta directiva, el sistema de compensación ejecutivo, la estructura de propiedad y los niveles de deuda (Denis 2001 y Allen y Gale 2001). En este sentido, las discusiones son varias acerca de la efectividad de la aplicación de mecanismos internos y externos (Jensen 1993 y López de Silanes, Shleifer y Vishny, 1998).

Gobierno corporativo desde diferentes marcos de desarrollo conceptual

El concepto de gobierno corporativo apareció en los países más desarrollados del oeste de Europa, Canadá, Estados Unidos y Australia, como consecuencia de la necesidad que tenían los accionistas minoritarios de las empresas de conocer el estado en que se salvaguardaba su inversión; lo cual se refería a qué era lo que se estaba haciendo con su dinero y cuáles eran las expectativas futuras.

Inicialmente la discusión estaba referida a cómo toda empresa organiza y define quién participa y quién puede tomar decisiones en distintos aspectos de su funcionamiento para velar la valoración de la misma empresa. Ahora bien, en este sentido, ya no sólo se refiere a cómo se toman y ejecutan esas decisiones, sino a la necesaria revisión acerca de: ¿quién dirige?, ¿quién cumple las órdenes?, ¿cómo se comunican las órdenes o decisiones?, ¿quién prepara o fabrica los productos y servicios?, ¿quién vende o comercializa?, ¿quién lleva las cuentas de ingresos y gastos?, ¿quién hace los trámites administrativos?, ¿quién controla los inventarios?, etc. Si bien la complejidad y formalidad con que se resuelven estas preguntas varía de acuerdo a cada empresa, es en este proceso que se sientan las bases de su gobierno corporativo.

De esta manera, la definición de gobierno corporativo está íntimamente ligada al concepto de empresa (traducción del término en inglés *firm*) definida como una relación de contratos cuyo límite está en el costo de transacción (la firma se extiende hasta el límite en que el costo de transacción interno es superior al costo externo o precio de mercado) (Alchian y Demsetz, 1972). Este sentido de una firma o empresa (aquí es usado de manera indistinta el término) sirve de marco para la definición restringida del gobierno corporativo, relacionado entonces con cómo propender a una mayor eficiencia de la firma en lo que respecta a las relaciones entre sus administradores, propietarios y más recientemente a la sociedad en general. En este extremo podemos ubicar su aplicación a empresas con muy pocos socios, que no admite nuevos accionistas y por tanto es considerada cerrada. Usualmente involucra solamente a miembros de la familia en la propiedad, así como en la administración. En una versión más amplia, en el que una empresa es definida más allá de una simple relación contractual (Grossman y Hart, 1986), la empresa será entonces una colección más amplia de activos cuya propiedad es conjunta y de estos elementos no contractuales surge el gobierno corporativo.

En este campo se sigue con el criterio de la necesaria separación entre el control y los dueños de las empresas ya estipulado por Berle y Gardiner en 1932, pero ahora con estudios que abordan a las empresas cotizadas en la bolsa de valores, cuyas acciones pueden ser transadas por cualquier interesado y que mantienen un directorio amplio representando a los diferentes grupos de accionistas. El énfasis especial en los derechos de propiedad es a su vez el limitante de este grupo de definiciones, que excluye a cualquier otro stakeholder diferente al propietario. Entendiendo que el Gobierno Corporativo es un sistema por el cual una empresa es dirigida y controlada en el desarrollo de su negocio o actividad económica, este debe establecer la distribución de derechos y responsabilidades

de los distintos participantes de la empresa y las reglas por las que se rige el proceso de toma de decisiones en la misma (Corporación Andina de Fomento, 2005). Se focaliza, así, en cómo cada empresa desarrolla un régimen adecuado de que ayude a asegurar que las corporaciones utilicen su capital eficientemente (OCDE, 1999).

“Se refiere en concreto a entender al gobierno corporativo como un conjunto de prácticas, expresadas formalmente o no, que gobiernan las relaciones entre los participantes de una empresa, principalmente entre los que administran (la gerencia) y los que invierten recursos en la misma (los dueños y los que prestan dinero en general)” (OCDE 1999).

De esta manera, considerar que en una empresa intervienen otras formas de inversiones específicas en una combinación de personas y activos mutuamente especializados (Rajan y Zingales, 1997) reconoce que la firma no puede ser instantáneamente replicada, como en el caso de las relaciones contractuales; e incluye a trabajadores, proveedores o clientes, y otros *stakeholders* quienes son ignorados por la visión de los derechos de propiedad.

El gobierno corporativo es usado así para monitorear si los resultados están en concordancia con los planes y para motivar a la organización a estar mayormente informada y así mantener o cambiar las actividades organizacionales. En este sentido, se convierte en un mecanismo más, por el cual los individuos son motivados a alinear sus comportamientos reales con los de todos los participantes en general en una visión más amplia.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD), emitió en mayo de 1999 sus “Principios de Gobierno Corporativo” en los que se encuentran las ideas básicas extendidas como una norma internacional sobre la práctica de Gobierno Corporativo.

Los principios que la OECD instan a considerar en el marco de GC están abocados a:

- Proteger los derechos de los accionistas.
- Asegurar el tratamiento equitativo para todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios y a los extranjeros.
- Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener una efectiva reparación de los daños por la violación de sus derechos.
- Reconocer los derechos de terceras partes interesadas y promover una cooperación activa entre ellas y las sociedades en la creación de riqueza, generación de empleos y logro de empresas financieras sustentables.
- Asegurar que exista información adecuada y a tiempo de todos los asuntos relevantes de la empresa, incluyendo la situación financiera, su desempeño, la tenencia accionaria y su administración.
- Asegurar la guía estratégica de la compañía, el monitoreo efectivo del equipo de dirección por el consejo de administración y las responsabilidades del Consejo de Administración con sus accionistas.

En el centro de la discusión estaría cómo los inversores externos se protegen en contra de la expropiación de los inversores internos, lo que incluiría temas como regímenes de protección y de fortalecimiento de los derechos de los acreedores y derechos de los directores (Shleifer y Vishny, 1997). En este sentido, la definición desde una óptica de control externo del gobierno corporativo se expande hacia una definición que concierne a la resolución de problemas colectivos entre inversores diversos y de la resolución de conflictos de intereses entre todos los que forman parte de la demanda hacia las corporaciones. Debe considerar tanto la determinación del incremento de valor de las empresas como el reparto que se haga de las ganancias entre los diferentes *stakeholders*.

El objetivo sería entonces la maximización de la contribución de las empresas en la economía general. En este caso, el concepto de gobierno corporativo debe ir más allá de la relación entre los accionistas, los acreedores y las corporaciones; plantea además las relaciones entre los mercados financieros, las instituciones y las corporaciones y entre los empleados y las corporaciones. En este marco, conceptos como responsabilidad social corporativa y gestión ambiental entran a discutirse en el marco del gobierno corporativo. En el sentido más amplio la discusión en torno a la práctica del gobierno corporativo se focalizaría en dos aspectos:

a. Aquéllos en el que el comportamiento real de las corporaciones, su eficiencia, crecimiento, financiamiento, estructura y en el tratamiento de sus *stakeholders* es lo relevante.

b. Otros para los cuales lo relevante es el marco normativo, esto es, las reglas con las que operan las empresas. Se trata así tanto de normas provenientes del sistema legal, como del judicial, el mercado financiero o de trabajo. Estas reglas incluyen listas de requerimientos, arreglos y acuerdos de negociación internos, reglas contables y de protección de los derechos de los accionistas minoritarios, entre otras.

Desde la definición del gobierno corporativo a su implementación

Gabrielle O'Donovan (2005) define al gobierno corporativo como un sistema en el cual tanto las políticas, procesos y la gente deber estar al servicio de los accionistas y *stakeholders*, y deben desarrollarse buenas prácticas gerenciales objetivas e integrales.

De esta manera, la presencia de varios participantes interactuando bajo diversas reglas o prácticas sugiere que el gobierno corporativo se manifiesta en varios frentes a la vez.

Para evaluarlos creemos que podemos agrupar las tendencias en el campo sustantivo del gobierno corporativo en tres bloques que permiten clasificar los mecanismos y procesos asociados al gobierno corporativo en las empresas.

1. Primer bloque: derecho de propiedad

La cuestión central es verificar si los accionistas y demás *stakeholders* pueden hacer ejercicio pleno y oportuno de sus derechos de propiedad. Para ello se analizan los efectos de la estructura accionaria de la empresa, las implicancias de la existencia de distintas clases de acciones, la observancia o no de una política de dividendos, las condiciones o facilidades para participar en las Juntas o Asambleas de accionistas y del ejercicio del derecho de voto, la aplicación de políticas para el cambio de control de la propiedad, así como para la solución de conflictos.

En este bloque encontramos mecanismos de control internos asociados a los sistemas de compensaciones. Existen estudios sobre la relación positiva entre el nivel salarial y el desempeño (Jensen y Murphy, 1990) que se contraponen con evidencias sobre el efecto de la propiedad accionaria de los *insiders* (gerentes) que documentan como inicialmente un incremento de la propiedad accionaria del gerente se corresponde con un aumento en el desempeño de la empresa, pero incrementos sucesivos reducen el desempeño, y mayores aumentos en la propiedad cambian la tendencia nuevamente.

Como consecuencia de los excesos gerenciales que se han generado en grandes empresas (caso Enron) en Estados Unidos se aprobó una ley que se ha difundido rápidamente. La Ley Sarbanes-Oxley establece procedimientos contables y de auditoría que limitan la autorregulación de la profesión contable y establecen responsabilidades penales específicas sobre gerentes financieros y las empresas de auditoría.

Entre los mecanismos de control externos estudiados en este bloque encontramos todo lo referido a la salvaguarda de los derechos residuales de propiedad (Grossman y Hart, 1986) y los derechos contractuales de los acreedores y accionistas (Jensen y Meckling, 1976) como soporte de justificación de la protección explícita a los inversionistas. Diversos estudios acerca de los derechos de voto de los accionistas y los derechos de reorganización y liquidación de los acreedores reportan diferentes niveles de protección tanto para accionistas como acreedores en una serie de artículos que estudian los efectos del sistema legal sobre los patrones de financiamiento y propiedad en diferentes países (López de Silanes, Shleifer y Vishny, 1997,1998).

2. Segundo bloque: el directorio y la gerencia

Como mecanismo de control interno se constituye en el más extendido y conocido y es justificado como una solución eficaz al problema de cómo los poseedores de los derechos de propiedad residuales delegan el control sobre las acciones del gerente en la junta directiva (Fama y Jensen, 1983), de los efectos positivos de la presencia de directores externos y juntas pequeñas (Hermalin y Weisbach, 2001), la falta de correlación entre la composición de la junta y el desempeño de una empresa (Bhagat y Black, 2002), y fallas de las juntas directivas como mecanismo de control (Jensen 1993).

En esencia, procura conocer la existencia de esquemas de dirección bien delimitados con mecanismos amplios y eficaces de seguimiento. Para ello, se revisa el tamaño y la composición del directorio, la independencia de sus miembros, la presencia de comités especiales (auditoría, remuneraciones, etc.), la presencia o no de vinculaciones con la gerencia, el período de designación y la aplicación de mecanismos de renovación de los directores, las políticas para atender los conflictos de interés, y otras.

En cuanto a la gerencia, se involucra el análisis de los mecanismos de designación, los planes de sucesión de éstos, las vinculaciones con el directorio, los canales de interacción con el directorio, los esquemas de coordinación entre gerentes, identificación de las perspectivas que se mantienen sobre el negocio y su relación con el interés de los accionistas, etc.

3. Tercer bloque: Transparencia

Principalmente verifica si la información de la empresa al mercado, y al inversionista en particular, es suficiente (completa y relevante), confiable (veraz y objetiva) y oportuna (disponible a tiempo). Ello abarca la revisión de los estándares de la información legal, societaria, así como económica y financiera; las políticas de designación de los auditores, las condiciones de oportunidad y características de la información que se revela; y la atención en información a los demás participantes.

En el caso de la información sobre el nivel de protección del acreedor, países donde los derechos de los acreedores no sean respetados reducen su efectividad como elemento disuasorio del uso inefectivo (para el accionista) del flujo de caja libre.

Un préstamo con garantía real pierde su capacidad de estimulación al cumplimiento si la liquidación del activo en garantía no es expedita o puede disputarse en los tribunales. La justificación de la deuda como mecanismo efectivo a menudo hace referencia a las compras apalancadas y nuevas capitalizaciones que se dieron en los Estados Unidos en la década de 1980.

Específicamente en cuanto la propiedad dispersa de la firma induce a una falta de monitoreo sobre las acciones del gerente, debido al problema del *free rider* (cuando ninguno de los propietarios ejerce el nivel de monitoreo necesario, debido a que espera que otros lo hagan por él, especialmente agudo cuando la inversión realizada en la firma es demasiado pequeña). El sistema de gobierno corporativo puede afectar el grado de asimetría en la información entre las partes; por ejemplo el nivel de transparencia y la calidad y extensión de la información financiera entregada por la firma establece un nivel específico a partir del cual se define la política de dividendos. Por otra parte, la información provista por el gerente a la junta directiva en asuntos relacionados con los resultados de la empresa, afectan la evaluación que esta realiza de su gestión. Los costos de coordinación también se ven afectados cuando el sistema de gobierno corporativo no provee las suficientes oportunidades a los accionistas para estudiar de manera suficiente y en conjunto la información

generada por la gerencia y adelantar acciones coordinadas según su evaluación. Finalmente la diversidad de intereses entre las entidades controladoras (accionistas, trabajadores, etc.) también puede afectar la eficiencia con la cual las cuasi – rentas son asignadas. La eficiencia con que el sistema de gobierno corporativo puede redistribuir el riesgo hacia la parte más tolerante al mismo es un factor fundamental de la división de propiedad.

También podríamos incluir en este bloque el campo de estudio acerca de cómo un nivel de competencia adecuado asegura que los niveles de productividad de las empresas y el esfuerzo de los gerentes sean adecuados. Algunas investigaciones como las de Hart (1983), Scharfstein (1988), Jensen (1993), Schmidt (1997) y Allen y Gale (2001) han desarrollado el tema de cómo en ciertas condiciones una mayor competencia puede generar incentivos negativos en el gerente; en un ambiente de mayor competencia los beneficios de una reducción de costos se reducen y pueden inducir al propietario a reducir la paga del gerente, quien en consecuencia reduce sus esfuerzos.

Qué es un buen gobierno corporativo

El buen gobierno corporativo es entonces entendido como un vehículo eficiente para la creación de bienestar incluso en el sentido más amplio de políticas públicas, ya sea para generar empleo, ingresos impositivos y suministrar a los consumidores productos y servicios como en el desarrollo de tecnologías y un incentivo para la competitividad internacional entre empresas que no sufran de las desventajas de costos de capital y que adaptan sólidas prácticas de administración y de gobierno corporativo a las circunstancias locales.

En el caso de América Latina, pareciera que incluso va más allá. Las últimas reformas de los planes de pensiones públicos y privados y sus proyecciones de crecimiento, proporcionan una justificación adicional para otorgar especial atención a las cuestiones de buen gobierno corporativo y de desarrollo de mercados de capitales con responsabilidad. Al proporcionar un retiro seguro a la población trabajadora y asegurar el grado máximo de transparencia y de responsabilidad externa e interna por las compañías cotizadas en la bolsa de comercio, incrementa la probabilidad que las decisiones de inversión actuales por parte de los fondos de pensión se tomen con la confianza de que estos darán, a la larga, buenos dividendos a los retirados.

Una preocupación adicional de la política pública está relacionada con la internacionalización de los mercados financieros, en lo cual, el buen gobierno corporativo es visto como un importante bloque de construcción, para limitar las turbulencias financieras y moderar la volatilidad en el sistema financiero global.

Ahora bien, volviendo al plano privado, si bien toda empresa tiene gobierno corporativo, lo que diferencia a una de otra es la calidad de éste, es decir su buen o mal gobierno corporativo. La buena o mala calidad en este sentido, influiría entonces en la forma como es tratada la empresa en las distintas transacciones que realiza. De

esta manera, cuando una empresa denota un alto estándar de gobierno corporativo se beneficiaría siendo:

- percibida como una empresa más confiable, y como tal debería acceder a mejores condiciones en los mercados en los que se desenvuelve.
- sus productos llegan a tener más aceptabilidad, se pueden mercadear mejor y sus ventas crecen.
- más accionistas están dispuestos a invertir en la empresa, o más bancos manifiesten su interés en concederles préstamos en condiciones financieras más favorables, esto es a menor tasa de interés o plazos más cómodos.
- poseer una mejor conducción del Gobierno Corporativo por sí misma implica que la empresa está mejor ordenada, planifica mejor sus objetivos y estrategias y responde con más eficiencia en sus procesos.

De esta manera, se entiende que mejor será el gobierno corporativo, en cuanto más satisfactorias para todos los participantes resulten las reglas de juego que siguen los principios básicos de una mayor eficiencia: procurando generar el máximo valor con los mínimos recursos posibles. A entender sobre:

- Una mayor equidad: tratando por igual a los que pertenecen a un mismo grupo. De un mayor respeto de los derechos de todos los *stakeholders*, haciendo prevalecer los derechos (especialmente los de propiedad) que asisten a todos.
- Del cumplimiento responsable: atendiendo sus obligaciones y demás compromisos adquiridos.
- De transparencia: proveyendo a los participantes toda la información que le sea relevante.

La cercanía o no a estos principios en el desempeño de sus operaciones, mostrará la calidad del gobierno corporativo de la empresa. Este criterio se amplía con la percepción de la calidad del gobierno corporativo (O'Donovan, 2005), que puede, a su vez, influir tanto en el precio de las acciones como en el costo del crecimiento del capital de las empresas. La calidad es determinada por el mercado financiero, al igual que la legislación y otras fuerzas externas del mercado. Juegan también un papel importante el ambiente organizacional a nivel internacional y el cómo desde las políticas públicas se estimula el cumplimiento de las reglas de gobierno corporativo. En un sentido general, el buen gobierno corporativo permite:

- reducir los riesgos
- estimular el rendimiento individual de cada empresa
- aumentar el acceso al Mercado de capitales
- acrecentar las posibilidades del Mercado de los bienes y servicios
- incrementar el liderazgo
- demostrar mayor transparencia y responsabilidad social

Para medir el buen gobierno corporativo, se plantean reglas por las que las corporaciones regulan su comportamiento. Encontramos como antecedentes al

Código de Buenas Prácticas del Comité de los Aspectos Financieros del Gobierno Corporativo de Gran Bretaña en 1992 (el Código Cadbury). En este código se proponía la separación de los roles del CEO y del Presidente Ejecutivo, una mayoría de directores independientes en auditoría y compensación y la creación de comités de gobierno y una comunicación independiente entre los directores no ejecutivos y los auditores a través del comité de auditoría. En 1999, aparecen los Principios de Gobierno OECD que son los más difundidos a nivel internacional. En el 2004 se realizó una consulta entre todos los miembros consultados de la organización para su actualización y como resultado fue acordado por todos los miembros mantener la agrupación de estos principios en cinco categorías:

- Los derechos de los accionistas
- El tratamiento equitativo
- La función de los grupos de interés
- Comunicación y transparencia
- Las responsabilidades del consejo directivo

Estos códigos que se replican en casi todos los países (mayoritariamente en los miembros de la OECD) se encuentran asociados a un Foro Internacional sobre Gobierno Corporativo que es organizado por el Banco Mundial desde 1999, pero en cuanto a la generación de índices de medición de Gobierno Corporativo, el European Corporate Governance Institute es quien agrupa a la mayoría de estos códigos.

Por otro lado, en adición a la conocida norma Sarbanes-Oxley creada en Estados Unidos luego del colapso de Enron y del World.Com en el 2002 aparecen los índices sobre Gobierno Corporativo en el NASDAQ Stock Market, y el New York Stock Exchange, los cuales generaron una lista de normas de gobernanza que deben cumplir las empresas para cotizar en el NYSE y NASDAQ. Cabe mencionar los estándares de:

- Governance Metrics International desarrollado por GMI Rating Reports y que cubre a más de 3.200 empresas en Estados Unidos y algunas de otros países.

- Institutional Shareholder Services, que genera un Coeficiente de Gobierno Corporativo considerando a 7.500 empresas de globales con sede en Estados Unidos.

- Standard & Poor's, que produce un ranking de empresas en temas de gobierno corporativo, considerando el comportamiento de los inversores, al igual que Moody's Investors Service Inc. y Fitch Ratings Ltd.

La reorientación del campo en temas de gobierno corporativo respondiendo al contexto de complejidad de los actores

Las normas de Gobierno Corporativo requieren corporaciones. Las corporaciones en su sentido moderno no aparecen sino luego de 1604 en Europa con la Compañía Holandesa de las West Indies. El modelo de la corporación (que en nuestro tiempo

equivale a una sociedad anónima) surge a partir de la incorporación de diferentes empresas en la Inglaterra de los siglos XVII y XVIII. En esta primera etapa las empresas eran semi privadas, en contraste con las modernas corporaciones. Para 1914 había 65.000 registradas, número que pasó a 200.000 en 1945 y excede el 1.100.000 en la actualidad (Cadbury, 2002).

Intentos declarados ilegales a través del “Sherman Antitrust Act” de 1890 en Estados Unidos, responden a una posición secular del sistema legal angloamericano frente a las restricciones al comercio y la interferencia sobre mercados competitivos.

Como consecuencia de esta prohibición se crearon los *trusts*, forma empresarial que no perduró debido a sentencias legales en su contra, que los interpretaron como carteles disimulados. En un *trust* los gerentes y empresarios entregaban la propiedad de la empresa a un colectivo, el cual era administrado por una junta de *trustees*, a menudo los mismos gerentes de las empresas. En retorno los aportantes recibían acciones en el *trust* iguales a los activos aportados.

En la década de 1920 ya existía en Gran Bretaña preocupación por la separación entre la propiedad y el control y la poca efectividad de las juntas directivas (“Liberal Industry Inquiry”, 1926-1928).

Como respuesta a la prohibición de los *trusts* surgieron los *holdings*, en los cuales firmas individuales eran compradas por una compañía a través de bloques de acciones que le daban el control. Las firmas operaban semi-autónomamente, con el *holding*, ejerciendo sólo el control financiero. El hecho de que los *holdings* superaran los obstáculos legales, dado que se incorporaban en estados que permitían a las corporaciones poseer acciones en otras corporaciones, generó la primera ola de fusiones las empresas norteamericanas.

A pesar de esto, cuando algunas empresas se aproximaron al monopolio de “facto”, fueron obligadas a escindirse (Standard Oil, DuPont, American Tobacco, etc.). Surgieron entonces esquemas oligopólicos, conformados por empresas verticalmente integradas, que generaron una segunda oleada de fusiones en la década de 1920. La depresión de 1930 también trajo consecuencias en los esquemas de gobierno corporativo; entre otras, la creación de la SEC (Securities and Exchange Commission) en 1934, cuya función regulatoria y disciplinaria propendía hacia una mayor transparencia y veracidad de la información provista por los emisores a los inversionistas en Estados Unidos.

En 1950 el “Celler-Kefauver Act” prohibió las fusiones anticompetitivas realizadas a través de la compra de activos. Esta legislación indirectamente favoreció la tercera oleada de fusiones en el mundo anglosajón, que esta vez no buscaba integrar vertical u horizontalmente las empresas (puesto que la ley lo prohibía) sino diversificar. Entre 1950 y 1960 se crean los conglomerados, empresas con poca relación entre sus unidades de negocios, controladas principalmente en forma financiera. Un mayor énfasis en la aplicación de la legislación antimonopolio y el “crash” bursátil de 1969, frenó esta oleada de fusiones.

La cuarta ola de fusiones empresariales en Estados Unidos se inicia en la década de 1980, período en el cual se popularizan las “tomas hostiles” (tomas de control rechazadas por la administración de la firma objeto de la oferta) acompañadas de incrementos en el apalancamiento, vistas por muchos como un mecanismo de gobierno que reemplaza las administraciones incompetentes. La existencia de un mercado sobre el control corporativo apoyado en transacciones bursátiles y más recientemente en tomas hostiles ha sido de gran importancia en Gran Bretaña y en Estados Unidos, pero casi históricamente inexistente en otros países, al menos hasta épocas más recientes. Los picos reportados para las fusiones empresariales corresponden a los años de 1968, 1972, 1989 y finales de 1990. Según Mayer (2000) en años recientes el número de intentos de toma de control promedia los 230 (alrededor de 40 son hostiles). Jensen (1993) examinando la evolución y razones de las tomas de control (take-overs) de empresas en Estados Unidos, sugiere como la causa principal de la existencia de este mercado la falla de los mecanismos de control internos de las empresas, los cuales percibe como ineficientes para minimizar los excesos cometidos por los administradores.

En el Informe Cadbury, el Informe Dey de Sur Africa en 1994, el Informe Viento en Francia en 1995 (posteriormente actualizado en 1999), en Holanda el Informe Peters en 1997, en España el Informe Olivencia en 1998 y en el mismo año el Informe Cardon en Bélgica; solamente se da cuenta de las diferentes formas de entender el gobierno corporativo de acuerdo a las particularidades del entorno. Así encontramos tres grandes modelos para entender acerca de las tendencias en el mundo sobre el gobierno corporativo:

1. Modelo Anglo-Americano

La presencia de accionistas institucionales no está acompañada de activismo (el problema de la acción colectiva permanece). Estas empresas suelen adoptar una posición pasiva, liquidan sus posiciones antes que involucrarse en coaliciones activamente comprometidas con el control de la organización. Las empresas con un desempeño inferior altamente apalancadas y con bajos niveles de cobertura de intereses, obtienen nuevos fondos a través de emisiones de bonos y acciones, condicionados a cambios en las prácticas de administración. El rol de la banca de inversión parece resolver el problema de la acción colectiva. En lo referente a la participación de los bancos en el control de las corporaciones (y en su estructura accionaria) también existe una similitud entre Gran Bretaña y en Estados Unidos: los bancos en estas economías no participan en el control de otras empresas; en el caso de Gran Bretaña este alejamiento se ha dado de manera espontánea, mientras que en Estados Unidos la promulgación de el “Glass-Steagal Act” lo prohibió explícitamente.

2. Modelo Germano

Aunque los bancos siguen manteniendo influencia activa en los asuntos de las empresas, la necesidad de financiamiento externo ya no es la manera adecuada para

que las mismas logren su cristalización. En la actualidad el sistema de propiedad accionaria cruzada parece bloquear efectivamente la participación de *outsiders* en las decisiones clave. Al inicio de la década de 1990 los bancos poseían cerca del 10% de las acciones de las corporaciones alemanas listadas en bolsa, porcentaje que se incrementaba al 25% para 33 grandes corporaciones industriales. Las compañías de seguro, por su parte, poseían cerca del 11% de todas las empresas listadas (Kester, 1997). Los bancos alemanes también actúan como depositarios de acciones para otros tipos de accionistas, las cuales ascendían en 1988 al 40% de todas las acciones en el mercado. En conjunto, hacia 1990 los bancos alemanes controlaban el 50% de las acciones de las empresas listadas en bolsa.

Una característica importante del modelo alemán de gobierno es el sistema de codeterminación (Acto de Co-determinación de 1976), que rige para las empresas listadas en bolsa. Bajo este sistema las empresas están gobernadas por dos juntas: (1) la Junta de Administración, que tiene autoridad ejecutiva sobre el día a día y para casi todos los propósitos la capacidad de toma de decisiones. Esta junta la componen exclusivamente empleados; (2) la Junta Supervisora, cuya autorización se requiere para todas las decisiones financieras y de inversión importantes. La junta supervisora está compuesta en un 50% por representantes de los trabajadores y en un 50% por *outsiders*, representantes de los accionistas o, principalmente, ejecutivos de otras corporaciones o instituciones financieras que tengan un interés importante de alguna naturaleza sobre la empresa.

El sistema claramente entrega amplia capacidad de maniobra a los ejecutivos, aumentando la posibilidad de un conflicto de agencia. Kester (1997) sugiere que este conflicto se reduce debido a los severos costos en reputación que sufren los ejecutivos en caso de comportamiento deshonesto, debido al reducido grupo de empresas y ejecutivos que dominan los grandes negocios en Alemania.

3. Modelo Japonés

Patrick (1997) plantea que el éxito de la economía japonesa de posguerra radica parcialmente en el eficiente uso de los excedentes de ahorro producidos por los japoneses. En un momento de alta incertidumbre, el sistema de relaciones muy cercanas entre los grandes bancos y sus clientes industriales redituó en grandes dividendos. Al asegurar una evaluación adecuada del riesgo de crédito y mantener una base de clientes de alta calidad, el sistema japonés de gobierno corporativo permitió, en parte, el gigantesco desarrollo económico de Japón. El banco principal, aparte de ser el mayor prestamista (15-25%) de una empresa y proveer los principales servicios financieros, poseía cerca del 10% de las acciones de la misma. Con acceso a información muy detallada de la empresa y responsabilidades muy claras en caso de reorganización por desempeño deficiente, el banco principal se constituyó en un mecanismo de monitoreo eficiente. Entre los mecanismos de gobierno complementarios se tienen: (1) el empleo vitalicio, el cual eleva el costo de un comportamiento oportuno por parte de los gerentes y se constituye en un costo de

reputación similar al que se genera en Alemania; (2) propiedad accionaria recíproca entre las empresas pertenecientes a un mismo grupo, lo cual reduce los incentivos para tomar ventaja sobre proveedores, clientes o bancos prestamistas en nombre de incrementar el valor de los accionistas; esta propiedad cruzada es una señal de compromiso a largo plazo que se suma a la imbricada y fluida red de relaciones con proveedores y clientes que facilita el monitoreo y la intervención en caso de riesgo financiero; (3) Juntas Directivas, *insiders*, quienes pueden tener asiento en otras juntas, siendo el presidente de la junta el Presidente de la compañía.

Con el tiempo y la crisis de la economía japonesa en la década de 1990, sucesivas reformas han reducido el rol de los bancos e incrementado la posición de los mercados de deuda y de acciones en el financiamiento y control de las empresas japonesas. Esto parece indicar que muchas firmas no estaban satisfechas con una relación tan cerrada con los bancos.

Tanto en Japón, Francia y Alemania, es común que se garanticen beneficios para la familia, en especial para los niños. La toma de decisiones en Japón, por ejemplo, confía mucho más en la creación de consenso y en el funcionamiento de comités. Se podrían resumir estas diferencias entre los modelos de gobierno corporativo en dos categorías conceptuales:

a. Proximidad

En los sistemas como los existentes en Alemania, en el que existen mecanismos de monitoreo frecuentemente intensivos y sostenidos no solo para los accionistas sino para agentes externos en estrecho vínculo con las juntas directivas. En estos casos se apoya la proximidad de la relación con las empresas. Participan de la toma de decisiones y del control administrativo de las acciones en tiempo real. Inevitablemente estos controles tienden a convertirlos en actores internos y pasan a ser un miembro más de la empresa. Su participación en la toma de decisiones requiere que tengan acceso a la información más rápidamente que los evaluadores externos. Gradualmente, esta ventaja se pierde con la pérdida de habilidad para evaluar el rendimiento y el comportamiento de las empresas de una manera objetiva.

b. Objetividad

Por el contrario, los sistemas de gobierno corporativo existentes en Estados Unidos y el mundo anglosajón tienden a un menor papel de los directores y accionistas en los controles directos de los gerentes. En cambio, una gran variedad de fuerzas e instituciones externas, en particular del mercado, son creadas por el control corporativo. En este sistema existe una considerable distancia entre los controladores (inversores) y la gerencia, y los inversores tienen grandes dificultades para obtener información actualizada y confiable de sus cuerpos gerenciales. Por esta razón la mayoría de los controles son *ex post* y de evaluación más que de planificación. Sin embargo, les permite mantener un mayor grado de objetividad en el momento de imponer sanciones.

La construcción de un nuevo marco de acción en gobierno corporativo

La Organización Tradicional de las Instituciones, y más las de carácter internacional o multiregional, ha sido comúnmente la piramidal. Un jefe o encargado general, distintos encargados de zona que dependen de éste y gerentes de cada localidad o plaza que reportan a cada uno de estos directores regionales. El número de niveles en una organización estaba relacionado con la cantidad de empleados que trabajaba en ella. Así se podían tener empresas pequeñas nacionales, de 50 empleados, con tres o cuatro capas administrativas, hasta grandes transnacionales con 40 ó 50 mil empleados y estratos de 15 ó 20 capas administrativas. Esta tendencia que cambió hacia la búsqueda de organizaciones cada vez más planas, con burocracias más transparentes y procesos más ágiles ha supuesto una serie de cambios culturales y sociales importantes. De esta manera, la globalización y los cambios acelerados que ha sufrido el entorno mundial han llevado a que las culturas y las sociedades compartan la tendencia hacia una mayor integración de las empresas, las marcas, las estrategias y los esfuerzos, sobre todo en el ámbito internacional.

Se observa como grandes grupos empresariales que antes luchaban unos contra otros, ahora se unen para enfocar sus esfuerzos hacia terceros competidores, la mayoría de las veces más pequeños. Lo que sí es un hecho, es que tanto las grandes empresas transnacionales como los pequeños microempresarios han tenido que aprender a reconocer este mundo cambiante y estar dispuestos a reaccionar con prontitud ante las demandas del mismo, por pena de quedar rezagados y ser consumidos por la obsolescencia. Una empresa debe contar con la capacidad de escuchar, comprender y satisfacer las expectativas de los diferentes actores sociales que contribuyen a su desarrollo. Actualmente nos encontramos con organizaciones sensibles a las necesidades de la comunidad pero que no logran con su accionar una relación trascendente. Ello se debe a que actúan de manera puntual y mediante acciones generalmente no contenidas dentro de una estrategia de mediano y largo plazo.

Los fraudes contables de las empresas son el resultado directo de un boom profundamente defectuoso entre los años 1995 y 2000, en gran parte provocado por una subida del precio de las acciones y no al revés. El por qué se produjo esta situación respondió al hecho de ocultar la realidad de unos beneficios empresariales cada vez más injustificables.

Al ofrecer una apariencia de ingresos en aumento continuo, los libros de contabilidad tergiversados permitieron que los precios de las acciones siguieran subiendo. Esto permitió a las empresas ganar dinero y aumentar la inversión en ausencia de beneficios y, a sus ejecutivos de alto nivel, a su vez, ganar fabulosas fortunas a través de opciones sobre acciones mientras sus empresas se abocaban a la bancarrota y su sobrecapacidad se agravaba peligrosamente.

La histórica burbuja del precio de las acciones siguió creciendo, dando lugar a un boom de inversión fraudulenta y propiciando que las subsiguientes quiebras

y recesiones fueran mucho más graves. En circunstancias normales, como consecuencia de este declive en beneficios y rentabilidad, las multinacionales se habrían encontrado con excedentes reducidos a su alcance, obteniendo cada vez menos fondos para la acumulación de capital. Asimismo, habrían tenido un menor incentivo para invertir, puesto que la tasa de beneficio conseguida constituye la medida básica de su tasa de beneficio esperada. El crecimiento de la inversión, por consiguiente, habría disminuido y la expansión económica habría tenido que bajar el ritmo.

Como resultado del impetuoso ascenso del precio de sus acciones, las multinacionales eran capaces de evitar encarar la desagradable realidad de los retornos decrecientes. Tenían acceso a fondos con una facilidad sin precedentes, ya emitiendo acciones a precios ridículamente inflados, o tomando dinero prestado de bancos contra el colateral representado por esas mismas acciones sobrevaloradas.

El caso de Enron es paradigmático. Los directivos de Enron creaban, una tras otra, sub-compañías fuera del registro contable, a fin de ocultar sus gigantescos pasivos, inflando así fraudulentamente sus ingresos. Esto fue posible porque Arthur Andersen, tal vez la mayor empresa auditora del mundo, les cubría en su actividad.

Las ganancias artificialmente infladas de Enron mantuvieron al alza los precios de sus acciones, manteniendo a la compañía en expansión y llevando a sus directivos a hacer negocios gigantescos con la venta de sus acciones. En el corto período que va de enero de 1999 a diciembre de 2001, diez de los principales accionistas de Enron se repartieron más de mil millones de dólares por la vía de deshacerse de las acciones de la compañía.

En este marco contextual, nos parece que la nueva tendencia en el campo de estudio en gobierno corporativo que busca estudiar y analizar el comportamiento de las estructuras organizativas, los procesos culturales y los sistemas de una serie de instituciones transnacionales representativas, trata de modelar y plantear consideraciones que permitan entender las prácticas exitosas de las empresas siguiendo los patrones culturales.

Se trata entonces de un nuevo desafío en el *management* del gobierno corporativo. Y como práctica, la gobernanza está en el centro de la discusión. Ya no sólo se trata de responder a la normativa de gobierno corporativo, lo importante es el proceso de gobernanza corporativa, entendida como el acto de gobernar y de cómo hacerlo.

La gobernanza corporativa o gobernanza empresarial se trataría de un sistema interno desarrollado por los accionistas para establecer, dirigir y controlar las directrices de su empresa con transparencia, objetividad, profesionalismo y equidad

con el fin de resguardar e incrementar exitosamente, a través del tiempo, el valor de su inversión y proteger los recursos de terceros o de los *outsiders*. En el acto de cogobernar, muchas veces hace que se hable más de las acciones de las juntas directivas que de gobernanza en sí, pero plantea como finalidad que se responsabilicen moralmente todos los decidores, en el incremento del valor de

los accionistas sin abandonar los otros generadores clave de su éxito (velar por todos los *stakeholders*). Se considera la necesidad de nuevas incorporaciones a las normativas internacionales que incluyan:

- El pago de dividendos que pueda hacerse en periodos inferiores a un año
- El papel del CEO más ejecutivo
- El papel del Directorio más estratégico
- El accionista estará cada día más distante de la operación en tanto el Directorio se haga más fuerte.
- Entre mejor opere el Gobierno Corporativo, más distante estará el accionista institucional.

Es así como el nuevo rol de los inversores institucionales se define como el de actuar en el mejor interés de sus beneficiarios a largo plazo, lo que incluye las cuestiones ambientales, sociales, y de gobernanza empresarial que pueden afectar al rendimiento de las carteras de inversión (en diferentes grados según las empresas, sectores, regiones, clases de activos y el momento). Así lo plantea la Iniciativa del Programa de Finanzas de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP FI) y reconoce que la aplicación de estos nuevos principios podrá hacer que los inversores actúen más en consonancia con objetivos más amplios de la sociedad. La idea de una gobernanza efectiva no sólo buscaría incrementar el valor de una empresa, además debería proteger las aportaciones de terceros.

Por otro lado, la conexión entre la actividad diaria de las empresas y del bienestar de la sociedad está orientada al gobierno corporativo en el sentido de gobernanza corporativa. Surge así un nuevo término que considera a las corporaciones en el marco de la ciudadanía corporativa. Este término incluye no solo a las empresas como creadoras de bienestar, proveedoras de empleo y de cuidado en salud para sus familias, en la transferencia de tecnología alrededor el mundo. Ahora, una buena práctica de gobierno corporativo estaría asociada además a alcanzar altos estándares en cuanto a la conducta social de las empresas. La buena ciudadanía corporativa tiene una mayor impacto en como los socios de negocios gerencian sus negocios locales. De esta manera, las empresas han incrementado el reporte de las relaciones con sus empleados, clientes, inversores, socios de negocios y el gobierno, tanto como con la sociedad y la comunidad en general.

Bajo este paraguas de ciudadanía corporativa podemos agrupar los estudios acerca del concepto de Gobernanza Corporativa en dos grupos:

- a. Aquéllos que se abocan al análisis de los sistemas, examinando las fuerzas que generalmente influyen las tendencias a la convergencia y persistencia de intereses desde la ética social.
- b. Aquéllos que analizan elementos específicos del sistema de gobierno, tales como la presencia de diferentes tipos de accionistas, el grado de desarrollo del capital de mercado y de los sistemas de protección para accionistas minoritarios.

La perspectiva ética y la consideración de valores sociales en contraparte a las normas sociales, surgen de la distinción entre normas y leyes. Las normas tienen internalizadas los valores sociales y las leyes generan el marco de cómo cumplirlas. Las empresas deben entonces construir y promover una cultura y conducta ética que se demuestre con las leyes y normas sociales, en la que se hagan explícitos los valores y principios que modelan el gerenciamiento de las mismas, en las estructuras formales y en las conductas individuales de sus administradores.

Últimas tendencias en gobierno corporativo

En la medida que estamos en un mundo caracterizado por grandes cambios tecnológicos y sociales, la ausencia de directorios fuertes está asociada con decisiones estratégicas pobres, lo que sin duda incide en la falta de competitividad de las empresas. Por otra parte, el exceso de poder en manos de la administración puede estar asociado a malas prácticas de gobierno corporativo, que terminan por expropiar la riqueza de los accionistas a favor de los administradores. En una encuesta realizada por KPMG conjuntamente con The Economist Intelligence Unit (2007) a 310 altos ejecutivos internacionales de diferentes países, para conocer sus iniciativas con respecto a gobierno corporativo resultó en las siguientes conclusiones:

- 40% enfoca la responsabilidad y definición de actividades de gobierno corporativo en el Consejo de Administración.
- 38% fortalece el papel del Comité de Auditoría dentro del manejo de las empresas, apoyado fuertemente por los auditores externos.

La Mesa de Negociaciones en asociación con los CEO de 160 empresas líderes de Estados Unidos, plantearon en su informe anual (2007) que las empresas continúan haciendo un gran esfuerzo por garantizar la independencia de sus comités ejecutivos, generar mayor transparencia entre sus miembros e incrementar el pago de un mejor rendimiento de sus ejecutivos. En números presentaron las siguientes conclusiones:

- Mayores pagos rendimiento: cerca del 57% de las empresas informaron el incremento de hasta un 49% comparado con el 2005, y de un 40% comparado con el 2004.
- Mayor independencia del Comité Ejecutivo: 91% de las empresas tienen un ejecutivo director o presidente que incrementó en un 83% comparado con el 2005 y un 71% comparado con el 2004 su independencia.
- Más apertura en las reuniones de ejecutivos: 69% de las empresas informaron que directores independientes (no gerenciales) intervienen en reuniones ejecutivas. Incrementándose en un 75% comparado al 2005 y en un 68% comparado al 2004.
- Comunicaciones con los accionistas que aumentaron en un 91% con respecto al 2005.

- Menores costos de implementación de leyes como Sarbanes-Oxley: 42% de disminución.
- Mayores evaluaciones de los directorios: en un 38% más que en el 2005 y proyectados un 45% más a realizar.

A continuación mencionamos algunos de los últimos estudios encontrados y sus áreas temáticas de desarrollo:

a. Relación entre el gobierno corporativo y el valor de las empresas (muchos investigan aspectos específicos de la estructura):

- Yermack, 1996; "Higher Market Valuation for Firms with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.
- Gompers, Ishii, y Metrick, 2003; "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics* 118(1), 107-155.
- Bebchuk, Cohen, and Ferrel, 2004;
- Cremers, Martijn, y Vinay B. Nair, 2005, "Governance Mechanisms and Equity Prices", *Journal of Finance* 60, 2859-2894.
- Dittmar y Mahrt-Smith, 2006: "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*. En publicación o en Dittmar, Amy, Jan Mahrt-Smith, y Henri Servaes, 2003, "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 111-134.
- Core et al., 2006; "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors Expectations," *Journal of Finance* 61, 655-687.
- Chhaochharia y Grinstein, 2006: "Corporate Governance and Firm Value – The Impact of the 2002 Governance Rules," *Journal of Finance*, forthcoming.

b. Relaciones entre varios aspectos del gobierno corporativo y medidas específicas de los países, normas legales y relaciones con la generación de valor para las empresas como los estudios en India y Corea de Black y otros (2007), en Brasil Nenova (2005), Bulgaria Atanasov y otros (2007).

c. Otros trabajan sobre cómo algunas regulaciones son contraproducentes para la valoración de las empresas: Chhaochharia y Grinstein (2006) y Wintoki (2007) con sus estudios sobre las leyes Sarbanes-Oxley. Algunos de los más recientes estudios como el caso de Gompers (2003), Bebchuk (2004) y Cremers (2005) se basan en investigaciones con información estadística sobre corporaciones, pero solo en casos de estudio en Estados Unidos. En este sentido, Vidhi, Chhaochharia, Luc y Laeven (2007) han contribuido en generar información primaria más representativa considerando una base de datos que incluye a 2300 corporaciones de 23 países diferentes.

La discusión de fondo sigue siendo, entonces, acerca de si se debe plantear una reforma de lo que hasta ahora se ha recreado en torno al gobierno corporativo regido por la “mano invisible” o si requiere de la intervención gubernamental para su sostenibilidad y mayor efectividad en la valoración de las corporaciones que la implementan. Los autores plantean que a pesar de los mayores costos asociados al desarrollo de políticas de gobierno corporativo a nivel global, la adopción de las disposiciones gubernamentales de cada país les permite dar mayores señales a los inversores acerca de una buena práctica de gobierno y como un dispositivo de seguridad en el cual las empresas comprometen a los inversores a adherir a mejores normas de gobernanza. Estos estudios demuestran entonces que esto genera un efecto positivo en la valorización de la empresa.

En cuanto a la relación entre los inversores de capital y su portafolio de inversión, la pregunta sigue siendo si existe un modelo de diseño de gobierno corporativo óptimo, o si las diferencias entre los países determinan necesariamente el diseño a medida, enfocándose en el diseño contractual entre los inversores y los portafolios de inversión de las empresas (Hirsch y Walz, 2006).

Referencias

- Alchian, Armen A. y Harold Demsetz (1972). Production, Information Costs and Economic Organization. *EUA: American Economic Review*, 62 (5), 777-795.
- Allen, Franklin y Gale, Douglas (2000). *Optimal Currency Crises*. Pennsylvania: Center for Financial Institutions Working Papers 00-23, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.
- Benavides Franco, Julián (S/F). *Historia del Gobierno Corporativo en el mundo: Definición, y objetivos del Gobierno Corporativo*. Colombia En: Libro Blanco de Gobierno Corporativo, Confecamaras.
- Berle, Adolf A y Means, Gardiner C. (1991) *The Modern Corporation and Private Property*. EUA: Transaction Publishers.
- Bhagat, Sanjai y Black, Bernard S. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance: EUA: University of Colorado at Boulder - Department of Finance Northwestern University - School of Law; Northwestern University - Kellogg School of Management; European Corporate Governance Institute (ECGI) As published in *Journal of Corporation Law*, Vol. 27, Pp. 231-273.
- Boot, A., Gopalan, R. y Thakor, A. (2006). *Market Liquidity, Investor Participation and Managerial Autonomy: Why Do Firms Go Private?* London: CEPR Discussion Paper N°. 5510, Centre for Economic Policy Research.
- Border, KC. (2002). *Brief Notes on the Arrow-Debreu-McKenzie Model of an Economy*. EUA: California Institute of Division of the Humanities and Social Sciences Technology En: <http://www.hss.caltech.edu/~kcb/Notes/Arrow-Debreu.pdf> (junio, 2011).

- Boston College Center for Corporate Citizenship (2005). *The Value Proposition for Corporate Citizenship*. London: Autor.
- Brenne, Robert (2002). *The Boom and the Bubble: The US in the World Economy*. California: Verso.
- Bruno, Valentina Stijn, G. (2007). *Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing?* EUA: World Bank Policy Research Working Paper 4140.
- Cadbury, Adrian (2002). *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*, EUA: Oxford: Oxford University Press
- Chhaochharia, Vidhi y Laeven, L. (2007). *The Invisible Hand in Corporate Governance*. EUA: ECGI Working Paper Series in Finance Working Paper N° 165.
- Crespo Figueras, Héctor (2005). Las claves para que una empresa mejore su relación con la sociedad Argentina 26/05/2005 - El Cronista. Pág. 13/Sección: Opinión
- Definition Working Group Ethics Resource Center (2008). *Leading Corporate Integrity: Defining the Role of the Chief Ethics & Compliance Officer (CECO)*. En: <http://www.compliancebuilding.com/2008/11/20/leading-corporate-integrity-defining-the-role-of-the-chief-ethics-and-compliance-officer/> (junio, 2011).
- Díaz Ortega, Enrique (S/F). Gobierno Corporativo: lo que todo empresario debe saber. Programa Kemmerer -- de desarrollo e integración de los mercados financieros. México: Corporación Andina de Fomento. Documento elaborado por el Centro de Estudios de Mercados de Capitales y Financiero.
- Djordjija Petkoski y C. Lee Essrig (2002). *Business Ethics and Corporate Accountability: The Search for Standard*. EUA: WBI series on corporate responsibility, accountability, and sustainable competitiveness Ethics / World Bank Institute and the Ethics Officer Association. En: http://info.worldbank.org/etools/docs/library/57523/bizethics_econference.pdf (junio, 2011).
- Dvorak, Phred y Podolsky, Sam (2005). *Arte ó Ciencia en el Gobierno Corporativo*. Seminario Internacional de Gobernabilidad. Bogotá, Colombia – Centro Nacional de Gobierno Corporativo.
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. EUA: *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Googins, Bradley K. y Mirvis, Philip (2006). Stages of Corporate Citizenship: A Developmental Framework. EUA: *California Management Review*. Vol. 48, N° 2.
- Googins, K. (2007). Time for Advocacy. EUA: *The Wall Street Journal On-line. Career Journal*.
- Grossman, Sanford y Hart, Oliver (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. EUA: *Journal of Political Economy*, 94(4), pp. 691–719.

- Grupo especial de trabajo sobre buen gobierno (2006). *Proyecto de código unificado de recomendaciones sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid, España.
- Hart, Oliver (1983). *Imperfect Competition in General Equilibrium: An Overview of Recent Work*. EUA: Frontiers of Economics, edited by K. Arrow and S. Honkapohja, / Basil Blackwell, Oxford.
- Hirsch, Julia y Walz, Uwe (2006). Why Do Contracts Differ between VC Types? Market Segmentation versus Corporate Governance Varieties. EUA: *CFS Working Paper*, No. 12
- Huang, Kevin X.D y Werner, Jan (2000). Asset price bubbles in Arrow-Debreu and sequential equilibrium. EUA: *Economic Theory Springer*, vol. 15(2), pages 253-278.
- International Corporate Governance Network (2007). International Corporate Governance Network 12th Annual Conference Corporate Governance –Seizing the Initiative Investment Decision-Making: How do we Mainstream Corporate Governance Summary of the Proceedings in the Breakout. Cape Town: Autor: Session 4- 6.
- Jensen, Michael C. y Meckling, William (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. EUA: *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-60.
- Kester, C. (1997). *Governance, contracting and investmente horizons: a look at Japan and Germany*, Oxford University Press.
- López Guzmán, Marco Francisco y Barber Kuri, Carlos Miguel (S/F). ABC del Gobierno Corporativo. En: <http://www.esmas.com/emprendedores/pymesint/gobiernocorporativo/491539.html#> (diciembre, 2010).
- Lopez-deSilanes, Florencio, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert W. (1999). Investor Protection and Corporate Valuation. NBER Working Paper No. 7428. En: <http://www.nber.org/papers/w7403.pdf> (diciembre, 2010)
- Macey, Jonathan R. Y Boot, Arnoud W. A. Boot (2004). Monitoring Corporate Performance: The Role of Objectivity, Proximity and Adaptability in Corporate Governance. Faculty Scholarship Series. Paper 1420. http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1420 (junio, 2011)
- Mayer, Thierry, Crozet, Matthieu y Mucchielli, Jean-Louis (2003). *How do Firms Agglomerate?* A Study of FDI in France CEPR Discussion Papers 3873, C.E.P.R.
- Murphy, Joe (2007). *Compliance & Ethics: How can the CEO make the difference?* En: [ww.corporatecompliance.org](http://www.corporatecompliance.org)
- O'Donovan, Gabrielle (2005). Corporate Culture Re-Defined for the 21st Century. EUA: *The International Journal of Knowledge, Culture and Change Management*, Volume 6, Issue 8, pp.215-230.

- Organización para la Cooperación y el Desarrollo (2004). White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina. Mexico: Autor. Traducido de la versión original en inglés publicada con el título: OECD Principles of Corporate Governance.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales (1998). The Tyranny of Inequality. EUA: Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, LXXXVIII, 559-586.
- Scharfstein, David S y Stein, Jeremy C. (1990). Herd Behavior and Investment. EUA: *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 80(3), pages 465-79, June.
- Shleifer, Andrei y Vishny, Robert (1986). Large Shareholders and Corporate Control. EUA: *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, pp. 461-488.
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny (1997). Stock Market Driven Acquisitions. EUA: *Journal of Financial Economics*.
- The Global Corporate Governance Forum (2009). Corporate Governance: better companies better societies. Autor En: [http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/LessonsLearnedFeb09/\\$FILE/Lessons+Learned+Feb+09.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/LessonsLearnedFeb09/$FILE/Lessons+Learned+Feb+09.pdf) (junio, 2011).
- Zetzsche, Dirk A. (2007). An Ethical Theory of Corporate Governance History. Germany: Heinrich-Heine-University Duesseldorf / Faculty of Law - Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (CBC-RPS).