

Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas

Urbi Garay
Germán González
Maximiliano González
y Yelhis Hernández

Estudio IESA N° 24

Derechos exclusivos
2006
© IESA
Hecho el depósito de ley
Depósito Legal: lfi23920063301305
ISBN: 980-217-304-5

Para ser publicado como *Estudio IESA* un texto tiene que ser aprobado por el Comité de Publicaciones. Las opiniones expresadas son del autor y no deben atribuirse al IESA, a sus directivos ni a Ediciones IESA. Para cualquier información sobre este estudio, favor dirigirse a Ediciones IESA, Apartado 1640, Caracas, Venezuela 1010-A. Teléfono: 58-212-555.44.52. Fax: 58-212-555-44-45. Dirección electrónica: ediesa@iesa.edu.ve.

Contenido

| | |
|--|----|
| Resumen | 4 |
| Introducción | 5 |
| Revisión de la literatura | 6 |
| Medición de la calidad del gobierno corporativo..... | 7 |
| Diseño del estudio | 9 |
| Definición de las variables..... | 9 |
| Fuentes de información..... | 9 |
| Metodología..... | 10 |
| Resultados empíricos | 10 |
| Análisis econométrico..... | 14 |
| Razón de pago de dividendos..... | 15 |
| Relación precio de mercado a valor en libros de la acción..... | 16 |
| Índice Q de Tobin..... | 19 |
| Conclusiones | 19 |
| Bibliografía | 21 |

Resumen

En este trabajo se construye un índice de gobierno corporativo (IGC) utilizando fuentes públicas de información para una muestra de 46 empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas (BVC). El índice obtenido se utilizó como variable explicativa de la razón de pago de dividendos, precio de mercado a valor en libros y Q de Tobin, con lo cual se obtuvo, en promedio, una relación estadísticamente significativa y positiva. Para esta muestra, y luego de utilizar una serie de controles, se encontró que las empresas con mejores prácticas de gobierno corporativo eran favorecidas con una mayor valoración por parte del mercado. Más específicamente, se pudo observar que un incremento de un punto en el IGC ocasiona un aumento de 9,9 por ciento en razón del pago de dividendos, de 8,9 por ciento en la relación precio-valor en libros de la acción y de 2,9 por ciento en la Q de Tobin. Estos resultados son congruentes con la creciente evidencia empírica sobre la relación positiva entre el buen gobierno corporativo y la valoración de mercado.

Introducción

Cada vez más empresas en un número creciente de países se están acogiendo a normas de buen gobierno corporativo. Para los países de la Región Andina, recientemente la Corporación Andina de Fomento (CAF) emitió sus lineamientos para un código andino de gobierno corporativo (CAF, 2005). Por otro lado, las empresas más grandes de la región, especialmente aquéllas que pertenecen al sector financiero, están en proceso de adoptar otros códigos internacionales de buen gobierno empresarial como la Ley Sarbanes-Oxley en los Estados Unidos y el Código de Buenas Prácticas desarrollado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) –OECD por sus siglas en inglés– (OECD, 1999). No es difícil suponer que el éxito o el fracaso de estas iniciativas dependerá del impacto que ellas puedan tener en el desempeño financiero de las empresas que las adopten.

Entre las recomendaciones de estos códigos destacan las que tienen que ver con la divulgación de información, la estructura y la composición de las juntas directivas, así como también las referidas a los comités que las integran y la estructura accionaria, entre otros aspectos¹. Igualmente, La Porta y otros (1998) analizan las consecuencias que acarrea el origen de los distintos sistemas legales en el desarrollo de sistemas de gobierno corporativo que garantizan la protección de los pequeños accionistas y del impacto que dichos sistemas legales tienen en el desarrollo de los mercados.

Al hacer una evaluación del nivel de desarrollo relativo a los sistemas de gobierno corporativo, algunos autores, tales como La Porta y otros (1998); Gompers, Ishii y Metrick (2003); Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) y, recientemente, Garay y González (2005), entre otros, han elaborado índices basados en la información financiera, contable y legal de las empresas en distintos países. En algunos casos se han elaborado encuestas que son completadas por las propias empresas, con la consecuente incertidumbre en relación con la veracidad de la información recolectada. En otros casos, las encuestas han

sido completadas por los autores empleando información públicamente disponible.

A pesar de cierta abundancia de investigaciones dedicadas a medir la calidad del sistema de gobierno corporativo, se conoce relativamente poco sobre el impacto que dicho sistema tiene sobre el rendimiento financiero y el valor de mercado de la empresa. Este aspecto es importante porque el éxito o fracaso de la implementación de los códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo puede ser mayor si el mercado de alguna forma premiase a las empresas que los adopten y castigase a las empresas que no lo hicieran. Este trabajo pretende aportar evidencia empírica en esa dirección, al estudiar las 46 empresas venezolanas inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas durante el año 2004.

Para el grupo de empresas estudiadas se hizo un diagnóstico del estado actual de su gobierno corporativo empleando la metodología de Leal y Carvalhal-da-Silva (2004), la cual se basa en una encuesta de 24 preguntas subdivididas en 4 partes: divulgación, composición y funcionamiento de la junta directiva, ética y conflictos de intereses y derechos de los accionistas. Cada una de las 24 preguntas fue contestada por estos autores utilizando información pública disponible².

La evidencia empírica nos permite afirmar que para el caso de las empresas venezolanas estudiadas, aquéllas con mayores índices de gobierno corporativo presentaban mejores resultados financieros medidos por la razón de pago de dividendos, precio de mercado de las acciones a valor en libros y Q de Tobin. Esta evidencia es importante porque, al menos para las empresas estudiadas, la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo es de alguna manera recompensada por el mercado de valores.

El resto del artículo se organiza como sigue: primero se hace una revisión general de la literatura sobre gobierno corporativo y se reporta el estado actual del gobierno corporativo en Venezuela; segundo, se explica el diseño metodológico seguido en esta investigación; tercero, se presentan los resul-

¹ Ver Shleifer y Vishny (1997) y Denis y McConnell (2003) para un resumen exhaustivo de la literatura sobre gobierno corporativo.

² Recientemente, Garay y González (2005) elaboraron un índice para las empresas públicas venezolanas utilizando la metodología de encuestas completadas por las propias empresas.

tados empíricos; y, por último, en la cuarta sección, se señalan las conclusiones y recomendaciones del trabajo.

Revisión de la literatura

Cualquier definición de gobierno corporativo pone de manifiesto el conflicto de intereses existente entre los llamados *insiders* (gerentes, juntas directivas y accionistas mayoritarios) y los *outsiders* (inversionistas, accionistas minoritarios y acreedores) de la empresa. Cuando la propiedad está separada de la gerencia, los conflictos de intereses entre estas dos partes se exacerban y se hace necesario crear mecanismos mediante los cuales se minimicen dichos

conflictos y se destruya la menor cantidad de valor posible. Esta serie de mecanismos internos y externos se agrupan dentro de lo que se conoce como *gobierno corporativo*.

Los mecanismos de control que ayudan a reducir los conflictos de interés mencionados anteriormente se pueden clasificar en: *mecanismos externos*, entre ellos, amenaza de una toma hostil de control, competencia en el mercado de factores y productos, mercado laboral (reputación), analistas del mercado accionario y el entorno legal y regulatorio; y *mecanismos internos*, entre ellos, estructura de la propiedad, junta directiva, propiedad accionaria de los gerentes, sistema de compensación, revelación de información contable, política de endeudamiento y política de dividendos.

Cuadro 1
Elementos de un buen gobierno corporativo según la OCDE*.

| Elemento | Recomendación |
|--|--|
| Estructura de la propiedad | Las compañías no deben tener un accionista o un grupo de accionistas que tengan una influencia excesiva en el proceso de toma de decisiones. |
| Transparencia de la propiedad | Se debe divulgar quiénes son los propietarios de la empresa, incluyendo quiénes son los accionistas mayoritarios, las tenencias cruzadas o piramidales y los gerentes-accionistas. |
| Una acción/un voto | Las compañías deben tener un solo tipo de acciones y cada acción debe ser equivalente a un voto. |
| Políticas antitomas hostiles | Las compañías no deberían tener dentro de sus estatutos mecanismos de control implícitos o explícitos para imposibilitar una toma hostil de control. |
| Notificación | Los accionistas deberían ser notificados por lo menos con 28 días de anticipación de las asambleas. |
| Tamaño de la junta directiva | La junta directiva debe tener un tamaño de entre cinco y nueve miembros principales. |
| Directores externos e independientes | Por lo menos el 50 por ciento de los directores deberían ser externos (no ostentar ningún cargo administrativo) e independientes (sin vínculos de ningún tipo con la gerencia). |
| Reglas escritas de la junta directiva | Las compañías deben tener su propio reglamento de gobierno corporativo que describa claramente la visión, las normas, los principios y las responsabilidades de la junta directiva. |
| Comités de junta directiva | La junta directiva debe designar comités independientes para llevar las funciones críticas de la empresa, tales como auditorías, control interno, compensación de la alta gerencia y desarrollo. |
| Revelación | La compañía debe informar frecuentemente y de forma creíble su desempeño financiero y operativo, posición competitiva, razón social, estatutos, misión, el currículo de la junta directiva y la base de su remuneración. |
| Principios contables | La compañía debe usar principios de contabilidad aceptados internacionalmente. |
| Auditoría independiente | Las compañías deben ser auditadas por lo menos una vez al año empleando un auditor reconocido e independiente. |
| Divulgación de la información oportuna | Las compañías deben ofrecer múltiples canales para acceder a su información y la misma debe ser oportuna de acuerdo con lo exigido por el ente regulador local. |

*OECD, 1999.

En el cuadro 1 se presentan los principales lineamientos esbozados por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD, 1999) para un buen gobierno corporativo. Estos principios han sido desarrollados sobre la base de las experiencias comunes de buen gobierno de los países miembros de esta organización y están agrupados en cinco categorías: derechos de los accionistas, tratamiento equitativo, la función de los grupos de interés, comunicación y transparencia, y las responsabilidades del consejo.

Medición de la calidad del gobierno corporativo

El gobierno corporativo se mide, en general, por el grado de separación que existe entre la propiedad mayoritaria de una empresa y su control. En un intento por medirlo cuantitativamente, diversos investigadores han elaborado recientemente índices basados en la información legal, contable y financiera de las empresas, los cuales se construyen mediante encuestas que pueden ser realizadas de dos formas:

1. Las mismas empresas completan las encuestas. Esta metodología presenta principalmente dos inconvenientes: por un lado, existe poca recepción por parte de las empresas, especialmente en las que el gobierno corporativo “no anda bien”; y, por otro lado, las empresas que sí las completan podrían hacerlo a su conveniencia. Por estas razones, este tipo de encuestas no son del todo confiables (Garay y González, 2005).
2. Las encuestas las llenan los mismos investigadores con la información legal, contable y financiera públicamente divulgada por las empresas que cotizan en las diferentes bolsas, de acuerdo con los requerimientos de los entes reguladores de cada país. Este tipo de encuesta es más objetiva y confiable (Lefort, 2003).

La Porta y otros (1997) utilizan una muestra de 13.698 empresas en 33 países para estudiar los problemas de agencia y la política de dividendos. Los autores concluyen que la política de dividendos constituye una herramienta esencial para disminuir los conflictos de agencia y así contrarrestar la expro-

piación de los inversionistas minoritarios por parte de los accionistas controladores o la gerencia. Adicionalmente, estos autores encontraron que en países que cuentan con un sistema legal basado en el derecho común (*common law*), la política de dividendos es un resultado de la efectiva protección legal de los inversionistas. En cambio, en países donde funciona un sistema legal basado en el derecho civil (*civil law*), la política de dividendos es un sustituto de la ineficiente protección legal al inversionista minoritario.

Los mismos autores (1997) analizan una muestra de 49 países y utilizan variables contables, financieras, legales y de mecanismos de control interno y externo para elaborar un índice de gobierno corporativo, y emplean los resultados para comparar el estado del gobierno corporativo de las empresas en cada país incluido en el estudio. Los resultados confirman que el ambiente legal, descrito por su reglamento y cumplimiento, influye en el tamaño y en la profundidad del mercado de capitales de un país. Un buen sistema legal protege a los potenciales financistas de ser expropiados por los accionistas controladores. Los países con sistemas legales basados en el derecho civil, especialmente el sistema francés, ofrecen una menor protección a los inversionistas y cuentan con mercados de capitales menos desarrollados, especialmente cuando se les compara con países en los cuales se aplica el derecho común.

Asimismo, estos autores (1998) examinan la estructura de la propiedad corporativa en 27 de las economías más ricas del mundo para el período 1995-1996 y se esfuerzan en identificar a los accionistas que controlan las corporaciones mediante la elaboración de un índice a partir de la información pública de las empresas. Aquéllas que cuentan con una propiedad atomizada son más comunes en países que ofrecen buena protección de los accionistas. Muchas de las grandes empresas son controladas por familias o por el Estado, principalmente en países con escasa protección a los accionistas. En dichas empresas existe poca separación entre la propiedad y la gerencia. Los accionistas controladores tienen mucho más poder sobre las empresas, que el que les corresponde según su participación accionaria, principalmente

por estructuras piramidales y participación en la gerencia.

Por otro lado, los mismos autores (2000) describen las diferencias del sistema legal y del cumplimiento de sus leyes entre países, discuten las posibles causas de esas diferencias, resumen sus consecuencias y evalúan potenciales estrategias de reformas de gobierno corporativo. Argumentan que el enfoque legal es una vía más fructífera de entender el gobierno corporativo y sus reformas. Los resultados evidencian que una fuerte protección a los inversionistas está asociada con un gobierno corporativo efectivo y una estructura de propiedad más dispersa. Esto lleva a los autores a concluir que la protección legal de los accionistas representa una mejor vía para describir a los gobiernos corporativos a través de los países.

Klapper y Love (2004), utilizando los resultados reportados por el *Credit Lyonnais Security Asia* (CLSA) basado en el estudio de 495 empresas de 25 países emergentes y dividido en 18 sectores, proveen un análisis del nivel de las prácticas de gobierno corporativo en países emergentes y un mayor entendimiento sobre los entornos en los cuales el gobierno corporativo reviste mayor importancia. El estudio comprende un cuestionario de 57 preguntas dividido en 7 subíndices, 6 de los cuales tienen un peso de 15 por ciento y el restante de 10 por ciento. El estudio empírico realizado muestra que un buen gobierno corporativo se encuentra altamente correlacionado con un buen desempeño operativo y con una mayor valuación de las empresas respectivas por parte del mercado. Los autores proveen evidencia que apunta a que los niveles de gobierno corporativo tienen mayor importancia en países con ambientes legales débiles. Los resultados del estudio sugieren que las empresas pueden compensar parcialmente, mediante el establecimiento de políticas de gobierno corporativo, a la legislación ineficiente y proveer una creíble protección a los inversionistas. El trabajo también muestra que los niveles de gobierno y desenvolvimiento de las empresas son menores en países con sistemas legales débiles y sugiere que una mejora en el sistema legal es una prioridad para las personas encargadas de implementar políticas.

Gompers, Ishii y Metrick (2003), empleando la incidencia de 24 reglas de gobierno, construyeron un índice de gobierno como un indicador del nivel de derechos de los accionistas en 1.500 empresas grandes durante los años noventa en los Estados Unidos. Los autores encontraron que las empresas que ofrecen fuertes derechos a los accionistas tenían un mayor valor, unas ganancias más altas, un alto crecimiento en las ventas, relativamente bajas inversiones de capital y realizaban pocas adquisiciones. También se encontró evidencia de que las empresas con débiles derechos para los accionistas eran menos rentables y tenían un menor crecimiento en sus ventas en comparación con otras empresas de la industria.

Black, Jang y Kim (2004) construyen un índice de gobierno corporativo para Corea del Sur. El índice se basa en encuestas completadas por las propias empresas que se cotizan en la Bolsa de Valores de Seúl para el año 2001. El estudio ofrece evidencia de la existencia en los mercados emergentes de una relación causal entre un índice de gobierno corporativo global y un mayor precio de las acciones. Por otra parte, más independencia de las juntas directivas hace prever mayores precios de las acciones.

Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) construyen un índice de gobierno corporativo para Brasil basado en encuestas completadas con información pública de las empresas que cotizan en la Bolsa de Sao Paulo, en el período 1998-2002. Los resultados evidencian que las empresas brasileras tienen un mejor desempeño en lo que respecta a la revelación de información que en otros aspectos del gobierno corporativo. Adicionalmente, presentan una alta concentración de la propiedad. Los autores encuentran que un buen gobierno corporativo está positivamente correlacionado con un mayor valor de las corporaciones en Brasil.

Lefort (2003) estructura un marco conceptual sencillo que permite ordenar la discusión de las diferentes formas de gobierno corporativo y su efecto sobre la estructura y el desempeño de la empresa en mercados emergentes. Este autor destaca la importante función de los sistemas legales

y de regulación en condicionar las estructuras de gobierno corporativo, revisa y discute la literatura académica sobre gobierno y estructura corporativa en Chile. La globalización e internacionalización de los mercados de capitales y del mundo corporativo han hecho que existan diferencias fundamentales entre las estructuras corporativas en las distintas economías.

Garay y González (2005) aplican la metodología de Klapper y Love (2004) y Lefort (2003) para la determinación del índice de gobierno corporativo a una muestra de empresas venezolanas inscritas en la Bolsa de Valores y consiguen que existe una fuerte correlación positiva y estadísticamente significativa entre el índice de gobierno corporativo y el rendimiento del dividendo, así como una correlación positiva entre el índice y la Q de Tobin.

Podemos resumir esta sección indicando que los estudios recientes sobre gobierno corporativo demuestran una importante influencia del marco legal en los mecanismos de gobierno. Por ejemplo, los dividendos y la concentración accionaria son sustitutos de un ambiente legal con poca protección a los pequeños accionistas. Por otro lado, buena parte de los estudios buscan una correlación positiva entre algunas características de los mecanismos de gobierno con variables de desempeño operativo y valoración de mercado.

En cuanto a Venezuela, en agosto de 2003, se constituyó en Caracas el Consejo de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, el cual está integrado por la BVC, la Comisión Nacional de Valores (CNV), la Asociación de Sociedades Emisoras de Valores (Aveseval), la Asociación Venezolana de Ejecutivos (AVE), el Consejo Nacional de Promoción de Inversiones (Conapri) y la CAF. Con este paso, Venezuela se adhiere en principio a las prácticas de buen gobierno corporativo de la OCDE.

Diseño del estudio

La hipótesis que se quiere contrastar en el presente trabajo es la siguiente: las buenas prácticas de

gobierno corporativo se asocian con una relativa alta valuación y un relativo alto índice de pago de dividendos para las empresas inscritas en la BVC.

Definición de las variables

Las variables que se utilizarán para evaluar el gobierno corporativo son las que a continuación se especifican y se basan en estadísticas expresadas en bolívares nominales.

Variables dependientes

- RPD: razón de pago de dividendos, medido como el cociente entre los dividendos en efectivo y la utilidad neta.
- PVL: precio a valor en libros, medido como el cociente entre el precio de mercado de la acción y su valor en libros.
- TQ: Q de Tobin, medido como la relación del valor de mercado de los activos (valor en libros de los activos - valor en libros del patrimonio + valor de mercado del patrimonio) dividido entre el valor en libros de los activos.

Variable independiente

- IGC: índice de gobierno corporativo, medido en una escala de 0 a 24, considerando 24 aspectos de la estructura del gobierno corporativo de las empresas.

Variables de control

- TE: tamaño de la empresa, medido como el logaritmo natural del valor en libros de los activos.
- ROA: retorno sobre los activos, medido como la utilidad operativa (EBIT) dividida entre los activos totales.
- ROE: retorno sobre el patrimonio, medido como la utilidad operativa (EBIT) dividida entre el patrimonio.
- AP: apalancamiento, medido como el cociente entre la deuda total y los activos totales.

Fuentes de información

La información utilizada para la realización del estudio se obtuvo principalmente de la revisión del material existente para cada una de las empresas que se cotizan en la BVC, relativas a estados

financieros, estatutos, actas de juntas directivas y asambleas de accionistas, documentos de estructura de la propiedad, inversiones en valores, informes sobre rendimientos y volatilidad de las acciones y amonestaciones, entre otros, disponible al público en la biblioteca de la CNV. La información correspondiente a los precios de las acciones de las empresas se obtuvo de la Bolsa de Valores de Caracas y de la base de datos Económica.

Metodología

La metodología seguida en este trabajo es similar a la utilizada por Leal y Carvalhal-da-Silva (2004), consistente en la elaboración de un índice de gobierno corporativo, basado en la información públicamente disponible de las empresas que se cotizan en la BVC. Se aplicó el cuestionario empleado por Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) sobre los aspectos más relevantes del gobierno corporativo de las empresas, el cual se completó con la información pública disponible. Esos aspectos relevantes se agruparon en cuatro subíndices principales, como son:

1. Divulgación y revelación de la información.
2. Composición y funcionamiento de la junta directiva.
3. Ética y conflicto de intereses.
4. Derechos de los accionistas.

Para cada una de esas categorías principales se aplicaron las preguntas del cuestionario empleado por Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) adaptadas a la realidad venezolana.

Resultados empíricos

Para el año 2004 existían 46 empresas listadas en la BVC. Para cada una de estas empresas se completó el cuestionario cuyos resultados, para cada tipo de pregunta (subíndice) y de acuerdo con las categorías señaladas anteriormente, se muestran en el cuadro 2.

Un gran número de preguntas del cuestionario se responden de manera sencilla con la información que divulgan las empresas, de conformidad con los requerimientos de la CNV y del Código de Comercio Venezolano. Sin embargo, algunas empresas no divulgan cierto tipo de información, como remuneración de los gerentes, afiliación de los directores,

estructura accionaria detallada, entre otros, lo cual impide determinar con certeza, por ejemplo, el grado de independencia de la junta directiva o la posible existencia de estructuras de propiedad piramidales, entre otras variables.

El subíndice de divulgación muestra que el 91 por ciento de las empresas difunde sus transacciones con entes relacionados (*related parties*); el 85 por ciento utiliza empresas de auditoría reconocidas internacionalmente; el 83 por ciento entrega sus estados financieros a tiempo; el 50 por ciento comunica la compensación de sus gerentes; un 17 por ciento utiliza normas internacionales de contabilidad y un 20 por ciento divulga sanciones contra la gerencia o directivos por violaciones de sus prácticas de gobierno corporativo.

El subíndice de composición y funcionamiento de la junta directiva evidencia que el 93 por ciento de los miembros de la junta presta un servicio continuo de por lo menos un año; el 74 por ciento de las empresas cuenta con juntas directivas conformadas por 5 a 9 miembros; en el 61 por ciento de las empresas, el gerente general y el presidente de la junta son personas diferentes; el 57 por ciento tiene conformados comités de monitoreo; el 52 por ciento posee una junta de fiscalización permanente y el 33 por ciento tiene juntas directivas claramente conformadas por directores externos.

El subíndice de ética y conflicto de intereses muestra que el 100 por ciento de las empresas está libre de averiguaciones por parte del ente regulador en relación con malas prácticas de gobierno corporativo. Asimismo, evidencia que, en el 93 por ciento, el porcentaje de las acciones sin derecho a voto con respecto al capital total es menor que el 20 por ciento; el 83 por ciento está libre de penalidades o multas por parte del ente regulador; el porcentaje de accionistas que posee más del 50 por ciento de las acciones con derecho a voto es de un 30 por ciento; en el 7 por ciento de las empresas, la relación capital/derecho a voto de los accionistas mayoritarios es mayor que 1 y, por último, solamente el 4 por ciento de las empresas utilizan arbitraje en lugar de procesos legales.

Cuadro 2

Preguntas aplicadas a las empresas venezolanas para la determinación del icc

Cada pregunta corresponde a una respuesta del tipo «sí» o «no». Si la respuesta es «sí», el valor atribuido a la pregunta es 1, de lo contrario el valor es 0. Todas las preguntas fueron respondidas utilizando información pública disponible. Las fuentes primarias de información son estados financieros, estatutos, actas de asambleas y reportes anuales disponibles en la CNV. En letra cursiva y al lado de cada pregunta se comenta si la práctica es exigida por la normativa vigente (Código de Comercio Venezolano). La muestra incluye 46 empresas inscritas en la BVC.

| N° | Pregunta | Media | Respuestas afirmativas |
|--|---|-------------|------------------------|
| SUBÍNDICE: DIVULGACIÓN | | 3,46 | |
| 1 | ¿Incluye el reporte anual de la compañía divulgado públicamente, información sustancial y de hecho de potenciales conflictos de intereses, tales como transacciones con empresas relacionadas? <i>Exigido por las normas de auditoría de aceptación general.</i> | 0,91 | 42 |
| 2 | ¿Especifica la compañía en sus actas constitutivas, reportes anuales u otros medios, sanciones contra la gerencia, en caso de violaciones de sus prácticas de gobierno corporativo deseado? <i>Exigido por las normas de auditoría de aceptación general.</i> | 0,20 | 9 |
| 3 | ¿Entrega la compañía los reportes de sus estados financieros auditados a tiempo? <i>Exigido por la CNV.</i> | 0,83 | 38 |
| 4 | ¿Utiliza la compañía normas internacionales de contabilidad? <i>Exigido por las normas de auditoría de aceptación general.</i> | 0,17 | 8 |
| 5 | ¿Utiliza la compañía alguna de las empresas de auditoría más reconocidas? <i>Exigido por CNV y por las normas de auditoría de aceptación general.</i> | 0,85 | 39 |
| 6 | ¿Divulga la compañía de alguna forma la compensación del gerente general y de la junta directiva? <i>Exigido por la CNV.</i> | 0,50 | 23 |
| SUBÍNDICE: COMPOSICIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LA JUNTA DIRECTIVA | | 3,70 | |
| 7 | ¿Son el presidente de la junta directiva y el gerente general diferentes personas? <i>No es exigido por ningún instrumento legal.</i> | 0,61 | 28 |
| 8 | ¿Tiene la compañía comités de monitoreo tales como nominación, compensación o auditoría? <i>El comité de auditoría está establecido en el Código de Comercio Venezolano.</i> | 0,57 | 26 |
| 9 | ¿Está conformada la junta directiva claramente por directores externos y posiblemente independientes? <i>Establecido en el Código de Comercio pero no es taxativo el hecho de que sean independientes.</i> | 0,33 | 15 |
| 10 | ¿Está conformada la junta directiva por cinco a nueve miembros, como lo recomiendan las buenas prácticas de gobierno corporativo internacionales? <i>No es exigido por ningún instrumento legal o por ningún ente regulador.</i> | 0,74 | 34 |
| 11 | ¿Cumplen los miembros de las juntas directivas un servicio continuo de un año en sus funciones, como lo recomiendan las buenas prácticas internacionales de gobierno corporativo? <i>Establecido en el Código de Comercio, pero no es taxativo en cuanto a la duración.</i> | 0,93 | 43 |
| 12 | ¿Existe una junta de fiscalización permanente? <i>Establecido en el Código de Comercio.</i> | 0,52 | 22 |

| SUBÍNDICE: ÉTICA Y CONFLICTO DE INTERESES | | 3,17 |
|--|---|-------------|
| 13 | ¿Está la compañía libre de alguna averiguación por parte de la CNV por alguna(s) mala(s) práctica(s) de gobierno corporativo? <i>Normas de la CNV.</i> | 1,00 46 |
| 14 | ¿Está la compañía libre de alguna penalidad o multa por violación de las buenas prácticas de gobierno corporativo y/o de alguna ley de la CNV en el último año? <i>Normas de la CNV.</i> | 0,83 38 |
| 15 | ¿Utiliza la compañía el arbitraje en lugar de los procedimientos legales normales, en caso de malas prácticas de gobierno corporativo? <i>No está establecido en ningún instrumento legal o por ningún ente regulador.</i> | 0,04 2 |
| 16 | ¿Son los accionistas controladores, considerando los acuerdos entre accionistas, dueños de un porcentaje menor que el 50% de las acciones con derecho a voto? <i>No está establecido en ningún instrumento legal o por ningún ente regulador.</i> | 0,30 14 |
| 17 | ¿Es el porcentaje de acciones sin derecho a voto con respecto al capital total menor que 20%? <i>No está establecido en ningún instrumento legal o por ningún ente regulador.</i> | 0,93 43 |
| 18 | ¿Es la relación capital/derecho a voto de los accionistas controladores mayor que uno? <i>No está establecido en ningún instrumento legal o por ningún ente regulador.</i> | 0,07 3 |
| SUBÍNDICE: DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS | | 2,65 |
| 19 | ¿Facilita el acta constitutiva de la empresa o algún otro medio verificable, el proceso de votación de los accionistas más allá de lo que establece la ley? <i>Establecido en el Código de Comercio.</i> | 0,28 13 |
| 20 | ¿Garantiza el acta constitutiva de la empresa derecho a votos adicionales a los establecidos por la ley? <i>Establecido en el Código de Comercio.</i> | 0,13 6 |
| 21 | ¿Garantizan los estatutos de la empresa <i>tag along rights</i> más allá de lo establecido por la ley? <i>Establecido en el Código de Comercio.</i> | 1,00 46 |
| 22 | ¿Existen estructuras piramidales que reducen la concentración de control? <i>No está establecido en ningún instrumento legal o por ningún ente regulador.</i> | 0,15 7 |
| 23 | ¿Existen acuerdos entre los accionistas que reducen la concentración de control? <i>No está establecido en ningún instrumento legal o por ningún ente regulador.</i> | 0,09 4 |
| 24 | ¿Son las acciones disponibles para negociaciones mayores o iguales a lo requerido por la Bolsa de Valores de Caracas? <i>No se dispone de información en cuanto al número mínimo de acciones requeridas.</i> | 1,00 46 |

Fuente: Código de Comercio Venezolano (CNV), disponible en: <http://www.cnv.gov.ve>.

El subíndice de derechos de los accionistas muestra que, en el 100 por ciento de las empresas, las acciones disponibles para negociación son iguales o mayores al mínimo requerido por el ente regulador; el 28 por ciento facilita el acto de votación más allá de lo establecido por la ley; el 15 por ciento tiene estructuras piramidales que reducen la concentración de control; el 13 por ciento garantiza el derecho al voto más allá de lo establecido por la ley y en el 9 por ciento existen acuerdos entre los accionistas que reducen la concentración de control.

Para efectos de la encuesta, a la pregunta referida a la garantía de los estatutos de la empresa más allá de lo establecido por la ley (*tag along rights*, es decir, derechos para un trato igualitario de los accionistas minoritarios en caso de ventas o com-

pras ventajosas de las acciones de la empresa por parte de los accionistas mayoritarios) se asignó una respuesta afirmativa debido a que no es de práctica usual en Venezuela y no es un requisito establecido en el Código de Comercio Venezolano.

El índice de gobierno corporativo máximo obtenido por las empresas sujetas al estudio fue 19 y el mínimo 7.

En el cuadro 3, panel A, se muestran los resultados obtenidos por Klapper y Love (2004); Gompers, Ishii y Metrick (2003); Black, Jang y Kim (2003) y Leal y Carvalhal-da-Silva (2004), y se compara con los resultados obtenidos en nuestro estudio para el IGC. En el cuadro se nota que Venezuela se encuentra por encima de la media de los países emergentes analizados en los trabajos mencionados.

Cuadro 3
Cuadro comparativo de las estadísticas descriptivas del IGC con respecto
a otros estudios similares

Panel A

| Descripción | Este trabajo | Klapper y Love (2004) | Gompers, Ishii y Metrick (2003)* | Black, Jang y Kim (2003) | Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) |
|---------------------|--------------|-----------------------|----------------------------------|--------------------------|----------------------------------|
| Media aritmética | 54,08 | 54,11 | 37,08 | 32,63 | 41,67 |
| Mediana | 54,17 | 54,97 | 37,50 | ND | 41,67 |
| Desviación estándar | 9,80 | 14,00 | 11,67 | 11,59 | 8,33 |
| Mínimo | 29,17 | 11,77 | 8,33 | 12,73 | 16,67 |
| Máximo | 79,17 | 92,77 | 75,00 | 86,93 | 79,17 |
| Observaciones | 46 | 374 | 1.708 | 525 | 214 |

* Se utilizó como medida el último año del estudio (1998).

Panel B

| Categoría | Número de preguntas en Venezuela (este trabajo) | Puntaje promedio (este trabajo) | Número de preguntas en Venezuela (Garay y González, 2005) | Puntaje promedio (Garay y González, 2005) | Número de preguntas en Chile (Lefort y Walker, 2003) | Puntaje promedio (Lefort y Walker, 2003) |
|-----------------------|---|---------------------------------|---|---|--|--|
| Ética | 6 | 3,17 | 7 | 2,76 | 7 | 2,25 |
| Juntas | 6 | 3,70 | 25 | 3,36 | 26 | 3,89 |
| Accionistas | 6 | 2,65 | 24 | 3,24 | 20 | 3,58 |
| Divulgación | 6 | 3,46 | 14 | 3,65 | 14 | 4,41 |
| Total/Promedio | 24 | 3,25 | 70 | 3,26 | 67 | 3,53 |

Nota: Los resultados mostrados por Garay y González (2005) y Lefort y Walker (2003) se reexpresaron aquí sobre la base de seis puntos para hacer la comparación con este trabajo.

El panel B resume los resultados obtenidos para cada subíndice y los compara con los resultados obtenidos por Garay y González (2005) y por Lefort y Walker (2003). La evidencia muestra congruencia en los resultados de los subíndices, exceptuando el subíndice que estudia el derecho de los accionistas, donde el resultado obtenido de 2,65 puntos sobre un máximo de 6 es similar al valor de 3,26 encontrado por Garay y González (2005) e inferior al valor de 3,53 de Lefort y Walker (2003).

El cuadro 4 muestra la distribución de resultados del índice de gobierno corporativo y por subíndice para el año 2004. Las estadísticas son el mínimo, el primer y tercer cuartil; la mediana, el máximo y el número de empresas en el cuartil superior. El rango del IGC se encuentra entre 0 y 24. Cada rango para los subíndices es entre 0 y 6. El valor mínimo obtenido por el IGC es 7; los valores del IGC correspondientes al primer y tercer cuartil son 12 y 15,

respectivamente. La mediana de la muestra se ubicó en 13. El mayor valor obtenido por el IGC es 19.

En resumen, la evidencia muestra que el IGC de las empresas venezolanas se encuentra ubicado por encima de las empresas de países emergentes incluidas en los trabajos efectuados por Gompers, Ishii y Metrick (2003); Black, Jang y Kim (2003) y Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) y es muy similar a los resultados obtenidos por Klapper y Love (2004).

Las empresas presentaron un mejor desempeño en los subíndices referentes a divulgación, junta directiva, ética y conflicto de intereses, no así en el subíndice relacionado con derechos de los accionistas. Sin embargo, en promedio el mejor desempeño lo arrojó el subíndice de divulgación, lo cual es coherente con los resultados obtenidos en los estudios realizados por Garay y González (2005) y por Leal y Carvalhal-da-Silva (2004).

Cuadro 4**Distribución de resultados por el IGC y por subíndice para el año 2004**

Las estadísticas son el mínimo, el primer y tercer cuartil; la mediana, el máximo y el número de empresas en el cuartil superior. El rango del IGC se encuentra entre 0 y 24. Cada rango para los subíndices se encuentra entre 0 y 6.

| | Mínimo | Primer cuartil | Mediana | Tercer cuartil | Máximo | Nº de empresas en el cuartil superior |
|--|--------|----------------|---------|----------------|--------|---------------------------------------|
| IGC | 7 | 12 | 13 | 15 | 19 | 12 |
| SUBÍNDICE: DIVULGACIÓN | 1 | 3 | 3 | 4 | 6 | 12 |
| SUBÍNDICE: JUNTA DIRECTIVA | 0 | 3 | 4 | 5 | 6 | 12 |
| SUBÍNDICE: ÉTICA Y CONFLICTO DE INTERESES | 2 | 3 | 3 | 4 | 5 | 12 |
| SUBÍNDICE: DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS | 2 | 2 | 2 | 3 | 6 | 12 |

Análisis econométrico

Para la realización de los análisis estadísticos y de las regresiones multivariadas se hizo, en cada una de las variables utilizadas, un examen preliminar de la información disponible, similar al realizado por Black, Jang y Kim (2004) para eliminar de la muestra todas aquellas empresas cuyos errores estandarizados excedían en 1,96 desviaciones estándar por encima o por debajo de la media. Mediante este análisis fueron eliminadas un total de 13 empresas, por lo que la muestra objeto de estudio se redujo a 33 compañías. De esas 33 firmas, 12 son bancos y 21 pertenecen al sector industrial o de servicios.

El cuadro 5 evidencia los resultados de las estadísticas descriptivas para las variables utili-

zadas. El panel A señala las estadísticas para la muestra completa y el panel B las estadísticas descriptivas para la muestra excluyendo a los bancos.

El cuadro 6 muestra que el IGC está positivamente correlacionado con todas las variables dependientes definidas anteriormente (RPD, PVL y TQ) tanto para la muestra completa (panel A) como para la muestra restringida a empresas no bancarias (panel B). En el primer caso, dicha correlación es estadísticamente significativa siempre y en el segundo caso es estadísticamente significativa para RPD y TQ. Para el tamaño (TE), congruente con los resultados obtenidos por Leal y Carvalhal-da-Silva (2004), se obtuvo un coeficiente positivo y significativo para ambas muestras.

Cuadro 5**Estadística descriptiva de las variables de estudio para el año 2004**

Las variables están identificadas como razón de pago de dividendos (RPD), precio a valor en libros (PVL), Q de Tobin (TQ), índice de gobierno corporativo (IGC), rendimiento operativo sobre los activos (ROA), rendimiento operativo sobre patrimonio (ROE), tamaño (TE), apalancamiento (AP). Siguiendo el análisis de Black, Jang y Kim (2003), al eliminar de la muestra original de 46 empresas todas aquellas cuyos errores estandarizados excedían en 1,96 desviaciones estándar por encima o por debajo de la media, la muestra se redujo a 33 empresas. Al excluir a los bancos, la muestra se reduce a 21 empresas.

Panel A: Muestra completa

| Variable | Obs. | Mean. | Std. Dev. | Mínimo | Máximo |
|-------------------------------|------|-------|-----------|--------|--------|
| <i>Variables dependientes</i> | | | | | |
| RPD | 33 | 0,20 | 0,39 | 0,00 | 1,86 |
| PVL | 33 | 1,07 | 0,48 | 0,13 | 2,43 |
| TQ | 33 | 0,95 | 0,16 | 0,71 | 1,35 |
| <i>Variable independiente</i> | | | | | |
| IGC | 33 | 13,42 | 2,19 | 9,00 | 19,00 |
| <i>Controles</i> | | | | | |
| ROA | 33 | 0,10 | 0,12 | -0,02 | 0,55 |
| ROE | 33 | 0,25 | 0,18 | -0,01 | 0,67 |
| TE | 33 | 26,88 | 2,09 | 22,15 | 30,47 |
| AP | 33 | 0,59 | 0,29 | 0,02 | 0,90 |

Panel B: Muestra sin bancos

| Variable | Obs. | Mean. | Std. Dev. | Mínimo | Máximo |
|-------------------------------|------|-------|-----------|--------|--------|
| <i>Variables dependientes</i> | | | | | |
| RPD | 21 | 0,19 | 0,47 | 0,00 | 1,86 |
| PVL | 21 | 0,91 | 0,43 | 0,13 | 1,70 |
| TQ | 21 | 0,92 | 0,20 | 0,71 | 1,35 |
| <i>Variable independiente</i> | | | | | |
| IGC | 21 | 13,14 | 2,08 | 10,00 | 19,00 |
| <i>Controles</i> | | | | | |
| ROA | 21 | 0,13 | 0,15 | -0,02 | 0,55 |
| ROE | 21 | 0,20 | 0,19 | -0,01 | 0,67 |
| TE | 21 | 26,11 | 1,97 | 22,15 | 29,52 |
| AP | 21 | 0,44 | 0,25 | 0,02 | 0,90 |

Razón de pago de dividendos

En el cuadro 7 se pueden observar los resultados de las regresiones de mínimos cuadrados ordinarios de la RPD sobre el IGC y las variables de control para el año 2004. El modelo 1, muestra al IGC como única variable explicativa. Se puede observar que un incremento de 1 punto en el IGC ocasiona un aumento de 9,9 por ciento en la razón de pago de dividendos. Este resultado es estadísticamente

significativo al 1 por ciento y es coherente con Garay y González (2005), quienes obtuvieron un incremento de 4,32 por ciento; discrepa del obtenido por Leal y Carvalhal-da-Silva (2004), quienes no consiguieron una relación significativa entre estos parámetros. Los modelos 2, 3 y 4 incluyen sucesivamente a cada una de las variables de control. Se observa que el IGC conserva el signo y una significancia estadística entre 1 y 5 por ciento.

Cuadro 6**Correlaciones entre las variables seleccionadas**

***, ** y * representan significación estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Las variables están identificadas en el cuadro 5.

Panel A: Muestra completa

| | RPD | PVL | TQ | IGC | ROA | ROE | TE | AP |
|-----|------------------|------------------|-----------------|------------------|-------------------|----------------|------------------|--------|
| RPD | 1,0000 | | | | | | | |
| PVL | 0,3699** | 1,0000 | | | | | | |
| TQ | 0,5005*** | 0,6320*** | 1,0000 | | | | | |
| IGC | 0,5626*** | 0,4022** | 0,3951** | 1,0000 | | | | |
| ROA | -0,2208 | -0,2639 | -0,2330 | -0,1724 | 1,0000 | | | |
| ROE | -0,2020 | 0,0486 | -0,0404 | 0,0327 | 0,7920*** | 1,0000 | | |
| TE | 0,3297* | 0,2797 | 0,1734 | 0,5167*** | -0,4138*** | -0,0177 | 1,0000 | |
| AP | -0,1617 | 0,2711 | 0,2581 | 0,1206 | -0,2386 | 0,2990* | 0,5576*** | 1,0000 |

Panel B: Muestra sin bancos

| | RPD | PVL | TQ | IGC | ROA | ROE | TE | AP |
|-----|------------------|------------------|----------------|-----------------|------------------|---------|--------|--------|
| RPD | 1,0000 | | | | | | | |
| PVL | 0,3532 | 1,0000 | | | | | | |
| TQ | 0,5201** | 0,7419*** | 1,0000 | | | | | |
| IGC | 0,6738*** | 0,3440 | 0,4295* | 1,0000 | | | | |
| ROA | -0,2453 | -0,1946 | -0,1625 | -0,1432 | 1,0000 | | | |
| ROE | -0,3060 | -0,1210 | -0,1165 | -0,1052 | 0,9462*** | 1,0000 | | |
| TE | 0,3393 | 0,0253 | 0,0453 | 0,5071** | -0,3557 | -0,2357 | 1,0000 | |
| AP | -0,3047 | -0,1079 | 0,0924 | -0,1688 | -0,0098 | 0,2229 | 0,3326 | 1,0000 |

En el cuadro 7 también se muestra que los resultados se mantienen cuando los bancos son excluidos de la muestra (panel B). Por otro lado, en ambos casos se verificaron los resultados con un test no paramétrico (Spearman) y se rechazó la hipótesis de que la RPD y el IGC son independientes.

Relación precio de mercado a valor en libros de la acción

En el cuadro 8, se señalan los resultados de las regresiones de mínimos cuadrados ordinarios del PVL sobre el IGC y las variables de control para el año 2004. El modelo 1 muestra al IGC como la única

variable explicativa; se observa que un incremento de un punto en el IGC ocasiona un aumento de 8,9 por ciento del PVL. Este resultado es estadísticamente significativo al 5 por ciento y es coherente con el incremento de 4,21 por ciento obtenido por Garay y González (2005). Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) no encontraron una relación significativa entre estas dos variables. Los modelos 2, 3 y 4 incluyen sucesivamente cada una de las variables de

control. Se observa que el IGC conserva el signo y una significancia estadística entre 5 y 10 por ciento.

En este cuadro no se presentan los resultados con la muestra sin los bancos ya que en ninguno de los casos la regresión como un todo resultó ser estadísticamente significativa. Por otro lado, usando el test no paramétrico (Spearman) se rechaza la hipótesis de que el PVL y el IGC son independientes con una confianza estadística del 5 por ciento.

Cuadro 7

Resultados de regresiones de mínimos cuadrados ordinarios de la razón de pago de dividendos (RPD) y el IGC para el año 2004

*** y ** representan significación estadística al 1% y 5%, respectivamente. Las variables están identificadas en el cuadro 5.

Panel A: Muestra completa

| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 |
|-------------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| IGC | 0,099*** | 0,096*** | 0,098*** | 0,080** |
| ROA | | -0,427 | -0,452 | -0,440 |
| TE | | | -0,004 | 0,045 |
| AP | | | | -0,510** |
| CONS | -1,136*** | -1,043*** | -0,947 | -1,745** |
| N° de observaciones | 33 | 33 | 33 | 33 |
| Estadístico F | 14,36*** | 7,54** | 4,87*** | 5,23*** |
| R ² | 0,3166 | 0,3346 | 0,3349 | 0,4275 |
| R ² ajustado | 0,2945 | 0,2902 | 0,2661 | 0,3457 |
| ρ de Spearman | 0,5096*** | | | |

Panel B: Muestra sin bancos

| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 |
|-------------------------|------------------|------------------|-----------------|----------------|
| IGC | 0,151*** | 0,1461*** | 0,160*** | 0,136** |
| ROA | | -0,494 | -0,603 | -0,481 |
| TE | | | -0,028 | 0,009 |
| AP | | | | -0,463 |
| CONS | -1,791*** | -1,664*** | -1,087 | -1,553 |
| N° de observaciones | 21 | 21 | 21 | 21 |
| Estadístico F | 15,80*** | 8,25*** | 5,38*** | 4,60** |
| R ² | 0,4540 | 0,4783 | 0,4872 | 0,5351 |
| R ² ajustado | 0,4253 | 0,4203 | 0,3967 | 0,4189 |
| ρ de Spearman | 0,4778** | | | |

Cuadro 8**Resultados de regresiones de mínimos cuadrados ordinarios del precio a valor en libros (PVL) y el IGC para el año 2004**

** y * representan significación estadística al 5% y 10%, respectivamente. Las variables están identificadas en el cuadro 5.

| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 |
|-------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| IGC | 0,89** | 0,082** | 0,082* | 0,099** |
| ROA | | -0,804 | -0,810 | -0,821 |
| TE | | | -0,001 | -0,047 |
| AP | | | | 0,477 |
| CONS | -0,126 | 0,049 | 0,069 | 0,8143 |
| N° de observaciones | 33 | 33 | 33 | 33 |
| Estadístico F | 5,98** | 3,82** | 2,46* | 2,40* |
| R ² | 0,1617 | 0,2031 | 0,2032 | 0,2553 |
| R ² ajustado | 0,1347 | 0,1499 | 0,1206 | 0,1489 |
| ρ de Spearman | 0,3825** | | | |

Cuadro 9**Resultados de regresiones OLS del Q de Tobin (τ_Q) y el IGC para el año 2004**

***, ** y * representan significación estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Las variables están identificadas en el cuadro 5.

| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 |
|-------------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| IGC | 0,029** | 0,027** | 0,033** | 0,040*** |
| ROA | | -0,229 | -0,298 | -0,304 |
| TE | | | -0,012 | -0,033* |
| AP | | | | 0,211** |
| CONS | -0,561*** | -0,611*** | 0,870** | 1,201*** |
| N° de observaciones | 33 | 33 | 33 | 33 |
| Estadístico F | 5,74** | 3,43* | 2,43* | 2,89** |
| R ² | 0,1561 | 0,1861 | 0,2009 | 0,2925 |
| R ² ajustado | 0,1289 | 0,1318 | 0,1183 | 0,1914 |
| ρ de Spearman | 0,3834** | | | |

Índice Q de Tobin

El cuadro 9 muestra los resultados de regresiones del TQ sobre el IGC y las variables de control.

El modelo 1 muestra al IGC como la única variable explicativa. Se observa que un incremento de un punto sobre el IGC ocasiona un aumento de 2,9 por ciento en el TQ. Este resultado es estadísticamente significativo al 5 por ciento y es congruente con el obtenido por Garay y González (2005) y Leal y Carvalhal-da-Silva (2004), quienes consiguen incrementos de 2,24 y 3,1 por ciento, respectivamente. Black, Jang y Kim (2003) y Klapper y Love (2004) también encontraron una relación positiva y significativa del factor Q de Tobin con el IGC. Los modelos 2, 3 y 4 incluyen sucesivamente cada una de las variables de control. Se observa que el IGC conserva el signo y una significancia estadística entre 1 y 5 por ciento.

En el cuadro 9, al igual que en el 8, no se presentan los resultados con la muestra sin los bancos, ya que en ninguno de los casos la regresión como un todo resultó ser estadísticamente significativa. Por otro lado, usando el test no paramétrico (Spearman) se rechaza la hipótesis de que TQ y el IGC son independientes con una confianza estadística del 5 por ciento.

Conclusiones

En este trabajo se construyó un índice de gobierno corporativo para las empresas que cotizan en la BVC, el rango del mismo está comprendido entre 0 y 24. La mayor puntuación obtenida fue de 19 y el valor mínimo obtenido fue de 7. La evidencia muestra que el gobierno corporativo de las empresas venezolanas se encuentra ubicado ligeramente por encima del correspondiente índice de las empresas de países emergentes incluidas en los trabajos de Gompers, Ishii y Metrick (2003); Black, Jang y Kim (2003) y Leal y Carvalhal-da-Silva (2004), mientras que es muy similar al promedio obtenido por Klapper y Love (2004).

Las empresas venezolanas presentaron un mejor desempeño en los subíndices referentes a

divulgación, junta directiva, ética y conflicto de intereses, no así en el subíndice relacionado con los derechos de los accionistas. Sin embargo, en promedio el mejor desempeño lo arrojó el subíndice de divulgación, lo cual es congruente con los resultados obtenidos en los estudios realizados por Garay y González (2005) para Venezuela y por Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) para Brasil.

En los resultados de las regresiones de la razón de pagos de dividendos sobre el IGC, de acuerdo con Garay y González (2005), también se encontró una relación positiva y significativa al 1 por ciento entre estos parámetros. Un incremento de 1 por ciento en el IGC produciría un aumento de 9,9 por ciento de la razón de pago de dividendos, mientras que Garay y González (2005) obtuvieron 4,32 por ciento. El resultado contrasta con el obtenido por Leal y Carvalhal-da-Silva (2004), quienes no consiguieron una relación significativa entre estos parámetros.

En cuanto a las regresiones de la razón precio-valor en libros sobre el IGC arrojaron una relación positiva y significativa al 5 por ciento entre estos parámetros. Un incremento de 1 punto en el IGC produciría un aumento de 9,93 por ciento de la razón precio-valor en libros. Este resultado es consistente con el 4,21 por ciento obtenido por Garay y González (2005). Leal y Carvalhal-da-Silva (2004) no encontraron una relación significativa entre estos parámetros.

Como resultado de las regresiones del factor Q de Tobin sobre el IGC se encontró evidencia de una relación positiva y significativa al 5 por ciento entre el IGC y el factor Q de Tobin. Un incremento de 1 por ciento en el IGC causaría un aumento del factor Q de Tobin de 2,86 por ciento. Este resultado está de acuerdo con el obtenido por Garay y González (2005) y Leal y Carvalhal-da-Silva (2004), quienes consiguen un incremento de 2,43 y 3,1 por ciento, respectivamente.

Los resultados obtenidos permiten concluir que, para el mercado venezolano y para la muestra de empresas seleccionadas, un mejor índice de

gobierno corporativo está asociado a una mayor valoración de mercado.

Este estudio abre una puerta para futuros análisis sobre el gobierno corporativo de las empresas venezolanas y de otros mercados emergentes.

También sería interesante hacer estudios de las empresas por actividad económica, pues sería una forma de incentivar a los sectores con empresas de menor IGC a fomentar las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Bibliografía

- Black, B., H. Jang y W. Kim (2003): *Does corporate governance affect firms' market values? Evidence from Korea*. Stanford Law and Economics Olin Working Paper n° 237. University of Texas Law, Law and Econ Research Paper n° 026.
- Congreso de la República (1955): "Código de Comercio Venezolano". *Gaceta Oficial*, n° 475, 21 de diciembre.
- Comisión Nacional de Valores, CNV (2005): Resolución n° 19-1-2005.
- Corporación Andina de Fomento, CAF (2005): *Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo*. Disponible en línea: <http://www.caf.com> (Consulta: 2005).
- Denis, D. y J. McConnell (2003): "International corporate governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38: 1-36.
- Garay, U. y M. González (2005): "CEO and director turnover in Venezuela". Interamerican Development Bank Research Paper (forthcoming).
- Gompers, P., J. Ishii y A. Metrick (2003): "Corporate governance and equity prices". *Quarterly Journal of Economics*, 118: 107-155.
- González, G. y Y. Hernández (2005): *Elaboración de un índice de gobierno corporativo de las empresas venezolanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas*. Tesis de Maestría en Finanzas, IESA, Caracas.
- Klapper, L. e I. Love. (2004): "Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets". World Bank Policy Research Paper, 2818.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1997): "Legal determinants of external finance". *Journal of Finance*, 52: 1131-1150.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1998): "Law and finance". *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1999): "Corporate ownership around the world". *Journal of Finance*, 54: 471-517.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (2000): "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*, 58: 3-27.
- Leal, P. y A. Carvalhal-da-Silva (2004): "Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)". IADB Project on Corporate Governance.
- Lefort, F. (2003): "Gobierno corporativo: ¿qué es? y ¿cómo andamos por casa?". *Cuaderno de Economía*, 120: 207-237.
- Lefort, F. y E. Walker (2003): "Ownership and capital structure of Chilean conglomerates: facts and hypotheses of governance". *Abante*, 3: 3-27.

Organization for Economic Cooperation and Development, OECD (1999): *Principles of corporate governance*. Disponible en línea: <http://www.oecd.org> (Consulta: 2005).

Shleifer, A. y R. Vishny (1997): "A survey of corporate governance". *Journal of Finance*, 52: 737-83.