

Marisela Santiago Castro
Universidad de Puerto Rico
San Juan, Puerto Rico
prof.msantiagocastro@gmail.com

Cynthia J. Brown
Universidad de Texas Pan American
Edinburg, Texas, Estados Unidos
cjbrown@panam.edu

Aníbal Báez-Díaz
Universidad de Puerto Rico
San Juan, Puerto Rico
anbaez@uprrp.edu

Prácticas de gobierno corporativo en América Latina

Overview of Latin American corporate governance mechanisms

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es proveer un resumen de las prácticas de gobierno corporativo presentes en las empresas de Brasil, Chile y México durante el período de 2000-2002. Este trabajo contribuye a la literatura relacionada con el gobierno corporativo pues examina evidencia empírica en un contexto latinoamericano donde la protección legal de los accionistas, la presencia de inversionistas de referencia, la amenaza de toma de control corporativo, la conformación de las juntas directivas, los directorios entrecruzados y los contratos de incentivos difieren sustancialmente de las de otros países examinados en estudios anteriores. Se puede concluir que aparentemente las prácticas de gobierno corporativo diseñadas para proteger a los accionistas minoritarios son mínimas en las empresas de Brasil, Chile y México durante el período estudiado.

Palabras clave: junta directivas, directorios, gobierno corporativo, estructura de propiedad.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to provide an overview of the corporate governance mechanisms in Brazil, Chile, and Mexico during the period of 2000-2002. This work contributes to the corporate governance literature examining empirical evidence in the Latin American context, where corporate governance mechanisms

and ownership structures have distinguished characteristics. Apparently corporate governance mechanisms designed to protect minority shareholders may not be present in Brazil, Chile, and Mexico during the years studied, despite the current efforts to enhance such practices in global equity markets.

Key words: corporate governance, board of directors, ownership structure.

1. INTRODUCCIÓN

En las empresas de América Latina los accionistas mayoritarios son los que toman las decisiones cuando éstas no están predeterminadas por ley o no han sido delegadas contractualmente a terceras partes. En consecuencia, el derecho de control residual recae principalmente sobre las familias debido a la falta de información a los accionistas minoritarios y a la inercia del sistema legal. Bajo estas condiciones, el oportunismo de los accionistas mayoritarios, y no el de la gerencia, menoscaba los incentivos que tienen los inversionistas minoritarios para invertir en las empresas de los países de la región.

Las prácticas de gobierno corporativo en los países desarrollados incluyen, entre otras: la protección legal de los accionistas (especialmente los minoritarios), la presencia de inversionistas con bloques mayoritarios de acciones, la posibilidad de toma de control corporativo por parte de otra empresa, la independencia de la junta directiva, los directorios entrecruzados¹, y los excesos o falta de límites en los contratos de incentivos. Shleifer y Vishny (1997) concluyen, después de revisar la literatura sobre gobierno corporativo en Estados Unidos, Japón y Alemania, que las tres prácticas principales de gobierno corporativo son: la protección legal de los inversionistas, los inversionistas grandes y la amenaza de toma de control corporativo. Sin embargo, todavía no existe literatura sobre cuál de estas tres prácticas es la mejor.

Hasta donde conocemos, no existe teoría ni evidencia que revele cuál de todas esas prácticas es superior. La evidencia empírica sugiere que las empresas compensan la disminución en una de las prácticas de gobierno corporativo intensificando el uso de las otras para así obtener el mismo nivel de desempeño (Agrawal y Knoeber, 1996; Booth, Cornett y Tehranian, 2002; Rediker y Seth, 1995).

En el contexto de América Latina, se puede argumentar que la falta de protección legal de los accionistas ha resultado en una alta concentración del control de las empresas en las manos de un grupo élite de familias (Sargent y Ghaddar, 2001), que puede dar paso a un gobierno corporativo ineficiente y dar un matiz diferente al problema de agencia tradicional². La legislación mexicana, por ejemplo, provee los medios básicos necesarios para una defensa efectiva de los derechos de los accionistas minoritarios, sin embargo, la falta de especificidad

¹ Se refiere al enlace entre empresas creado cuando un miembro de la junta directiva de una empresa pertenece a varias juntas directivas de otras empresas.

² El modelo de agencia puede explicar en principio por qué algunos países que concentran el control de las empresas en las familias latinoamericanas tienen deficiencias en sus mercados de capitales (Chong y Lopez-de-Silanes, 2007).

en ella deja abierta la posibilidad para que los accionistas mayoritarios la aplique a su favor y en detrimento del grupo minoritario (Babatz Torres, 1997). Aunque México ha hecho reformas en su estatuto de mercado de valores³, esto no necesariamente ha implicado una mejor protección al inversionista (Chong y Lopez-de-Silanes, 2007).

Una pregunta que nos surge es si las prácticas de gobierno corporativo en entornos empresariales con características diferentes de aquellos ya estudiados revelan resultados similares. El contexto latinoamericano resulta de especial interés porque puede presentar diferencias marcadas con los países examinados en estudios anteriores. Por esta razón, el objetivo de este trabajo es proveer un resumen de las prácticas de gobierno corporativo presentes en las empresas de Brasil, Chile y México durante el período 2000-2002.

Este trabajo contribuye a la literatura relacionada con el gobierno corporativo al estudiar la evidencia empírica en un contexto latinoamericano donde la protección legal de los accionistas, la presencia de inversionistas de referencia, la amenaza de toma de control corporativo, las juntas directivas, los directorios entrecruzados y los contratos de incentivos difieren sustancialmente de las de otros países examinados en estudios anteriores.

2. PROBLEMA DE AGENCIA EN AMÉRICA LATINA

El marco conceptual clásico del problema de agencia y los mecanismos de control no aplica en los países latinoamericanos. En este ambiente el problema de agencia no surge de las diferencias de intereses entre los gerentes y los dueños, sino entre los dos grupos de accionistas: los mayoritarios y los minoritarios. Como resultado, los primeros se benefician a costa de los segundos a través de la expropiación, el nepotismo y la corrupción política (Barclay y Holderness, 1989; Barclay, Holderness y Pontiff, 1993; Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer, 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer, 1999; Shleifer y Vishny, 1997). Gomes (2000) argumenta que la raíz de este problema surge de dos fuentes: (a) la estructura de gobierno corporativo de las compañías transadas públicamente en la bolsa pública aísla a los grandes accionistas de las amenazas de tomas de control y los monitoreos, y (b) el sistema legal no protege a los accionistas minoritarios porque las leyes son insuficientes o porque no se ejercen.

En América Latina, donde el sistema de protección legal es débil, el control tiene un valor incremental para los accionistas mayoritarios (controladores) porque provee grandes beneficios privados (Barclay y Holderness, 1989; Chong y Lopez-de-Silanes, 2007; Dyck y Zingales, 2004; Nenova, 2003). Este valor incremental del control⁴ usualmente excede los derechos de los flujos de efectivo que un accionista puede tener (Leal y Carvalhal-da-Silva, 2007).

³ En 2001, se tomaron medidas para mejorar la transparencia y los derechos de los accionistas y en 2002 se tomaron provisiones adicionales para una mayor protección de los accionistas minoritarios. Un año más tarde se implementó la Circular Única para Emisoras (Chong y Lopez-de-Silanes, 2007).

⁴ Barclay y Holderness (1989) documentan una prima promedio del 20% al intercambiar bloques de acciones comunes de al menos 5% en la bolsa de Nueva York y en la American Stock Exchange (AMEX). En Latinoamérica, Dyck y Zingales (2004) presentan que el valor de la prima de bloques de control es alto (por encima de 30%), particularmente en Brasil, México y la República Bolivariana de Venezuela.

Los accionistas mayoritarios emplean diferentes mecanismos para mantener el control, por ejemplo: empleándose en la gerencia alta, sirviendo en la junta directiva, limitando el intercambio de acciones y/o formando grupos de empresarios (Claessens, Djankov y Lang, 2000; Johnson *et al.*, 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 1997, 1998; La Porta *et al.*, 1999). Por ejemplo, en Chile, Sigdo Koppers (SK) es una coalición de seis individuos con la misma participación en el grupo de 12,5% a través de empresas de inversión. El grupo SK posee 54 empresas en las áreas de servicio, industrial, comercial y automotriz, en donde cada individuo posee directamente menos del 10%, pero en conjunto mantienen el control de éstas. Por otro lado, Babatz Torres (1997) reporta que entre las compañías mexicanas listadas en la bolsa de valores de Nueva York el 44% tienen un grupo de accionistas con una participación mayoritaria en la firma.

3. METODOLOGÍA

3.1. Datos

Los datos para este estudio fueron recogidos manualmente de los Informes 20-F obtenidos de la Base de Datos EDGAR de la página web de la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (Securities Exchange Comisión, SEC), de Lexis-Nexis Academic Universe y de las páginas web de las empresas en nuestra muestra. El período en estudio cubre tres años: 2000 a 2002. Las empresas latinoamericanas que venden valores bajo las regulaciones de la SEC tienen que radicar anualmente los Informes 20-F. Estos informes requieren que se incluya la composición de la junta directiva de la empresa, información sobre la estructura de propiedad (*ownership structure*) y los estados financieros, entre otros datos.

Hasta el momento, debido a la falta de bases de datos (Chong y Lopez-de-Silanes, 2007) y a las dificultades para recopilar información, los estudios que se han realizado sobre gobierno corporativo en economías emergentes han utilizado datos para un solo período o año. Sin embargo, este estudio utiliza un período de tres años que comienza en el año fiscal 2000 y termina en 2002. De esta manera, contribuimos a la literatura sobre gobierno corporativo examinando evidencia empírica en un contexto latinoamericano y utilizando una de las muestras más grandes recogidas hasta el momento.

Según la lista oficial de la SEC, al 31 de diciembre de 2002 existían 110 empresas latinoamericanas que intercambiaban sus acciones en los Estados Unidos, de las cuales 83% representaba a empresas de Brasil (39 empresas), Chile (24) y México (71).

La muestra final utilizada en este estudio está compuesta por 269 observaciones, con por lo menos una observación para cada año por empresa. Sin embargo, no todas las empresas estuvieron activas durante el período de tres años. En consecuencia, el total de observaciones asciende a 97 empresas divididas por países según se indica a continuación: Brasil (34), Chile (28) y México (35). La lista completa de las empresas que conforman la muestra está disponible por petición directa al autor principal.

3.2. Variables

3.2.1. Características de la junta directiva

Las características de la junta directiva se definieron utilizando la clasificación clásica propuesta por Baysinger y Butler (1985): directores internos, directores externos afiliados (directores grises) o directores externos independientes. Usualmente, los directores internos son gerentes corporativos o jubilados y miembros de la familia. Los directores externos afiliados no son empleados de tiempo completo de la empresa, pero de alguna manera están asociados con ella. Esta clase incluye a los banqueros de inversión y los banqueros comerciales que le han prestado dinero a la empresa, abogados y consultores que han prestado sus servicios a la entidad, gerentes y directores de los proveedores y clientes de la empresa, y directores comunes a otras empresas. Los directores externos independientes no tienen ninguna asociación con la empresa más allá de ser miembros del directorio o junta directiva. Este grupo puede incluir a inversionistas privados, ejecutivos de otras empresas, profesores y miembros del sector público (Byrd y Hickman, 1992).

En este artículo, la variable de directores externos incluye a los directores realmente independientes y excluye a los directores afiliados o “grises”. Estos últimos fueron considerados como directores internos debido a su estrecha relación con la empresa⁵. En algunos casos el Informe 20-F ya revelaba si los directores eran externos o internos. Sin embargo, en aquellos casos donde el Informe no divulgaba explícitamente la clasificación de los directores se utilizó una metodología de dos pasos para determinar la clasificación final del director. Primero, se utilizaron los apellidos o la biografía del director para identificar si existía o no alguna asociación con las familias. Segundo, se utilizó la lista de altos ejecutivos de la empresa para determinar si el director formaba parte de ésta o no. La variable de directores internos incluye a todos los directores que no fueron clasificados como directores externos.

En algunas situaciones, aunque para propósitos de divulgación y cumplimiento, las empresas identificaban a los directores como externos e independientes, nuestra metodología indicó lo contrario. Por ejemplo, en 2000, la empresa mexicana Elektra informó que en octubre de 1999 había aprobado algunas enmiendas al reglamento para aumentar de tres a cuatro el número de directores independientes. Específicamente, las nuevas reglas requerían que el comité de inversiones incluyera por lo menos dos directores externos independientes. Después de examinar la composición de este comité, concluimos que sólo uno de los dos directores externos era realmente independiente de la empresa. Por otro lado, la existencia de una red de juntas directivas entrelazadas reveló que, según la metodología del estudio, el segundo director externo no era independiente. En otro caso, la empresa mexicana ICA informó en 2001 que tenía siete directores externos. Sin embargo, luego del análisis se determinó que sólo tres

⁵ Según lo explicado, uno de los mecanismos para lograr la expropiación de los derechos de los accionistas minoritarios comprende las transacciones entre partes y grupos relacionadas (Johnson *et al.*, 2000).

eran realmente independientes. Aunque pueda parecer que en los países del estudio ha habido reformas en las leyes y códigos en pro de un mejor gobierno corporativo, la práctica de las empresas es otra, como reflejan los datos⁶.

La variable tamaño de la junta representa el total de miembros activos de la junta según lo informado por las empresas en el Informe 20-F. Las juntas directivas de las empresas latinoamericanas cuentan con directores alternos que están autorizados para servir en sustitución de aquellos directores que deben ausentarse de las reuniones o actividades de la junta. Para propósitos de este trabajo, estos directores alternos no se tomaron en cuenta ya que su participación es contingente. El promedio de directores alternos en nuestra muestra es de 2,69 directores. Es importante señalar que 63,9% de la muestra no tenía directores alternos.

Para cada director externo y para cada presidente ejecutivo (CEO, por sus siglas en inglés), el número de años de servicio en la posición se determinó utilizando la información biográfica provista en el Informe 20-F. Se computaron dos medidas de años de servicio: a) total de años del CEO, y b) total de años de los directores externos. La segunda medida se determinó dividiendo el valor agregado de los años de servicio de todos los directores externos por el número total de directores externos.

Además, para cada director externo y para cada CEO se determinó su participación sobre el capital de la empresa. El promedio de participación en el capital por parte de los directores externos es 0,00011 para las empresas chilenas. Sin embargo, esta información no fue divulgada por las empresas de México y Brasil. En aquellos casos donde la participación de los directores y el CEO es menor de 1%, las empresas no divulgan la proporción exacta. Por lo general, las empresas divulgan que “todos los altos gerentes y directores poseen X por ciento”. Una vez se descontó la participación de la familia, el por ciento de otros directores y la gerencia resultó ser cero o menos de 1%, en cuyo caso fue imposible determinar la proporción de cada individuo. Dado que un número muy pequeño de los directores externos posee acciones de las empresas, se entiende que este grupo no puede influenciar las decisiones de la empresa. Por lo tanto, la variable de participación de los directores externos en el capital de la empresa no se utilizó en el análisis.

La variable líder-doble indica que el CEO y el presidente de la junta directiva son la misma persona. El promedio de observaciones con líder-doble es 19%. Para Chile, esta variable es cero porque la ley de corporaciones chilena (ley 18.046, título 4, artículo 49) no permite esta dualidad. Para Brasil y México, el promedio fue 18% y 35%, respectivamente. Dado que esta variable es significativa sólo en México, no se utilizó en el análisis final.

El número de directorios entrecruzados se determinó leyendo la biografía o la descripción personal de cada miembro de la junta directiva. Un individuo que sirve en la junta de otra empresa que es parte de un grupo o familia se considera que tiene un directorio entrecruzado. En algunos casos la biografía de los miembros de la junta no estaba disponible o era muy vaga porque no mencionaban los nombres de las empresas con directorios entre-

⁶ En su trabajo Chong y Lopez-de-Silanes (2007) documentan que no ha habido reformas en las leyes corporativas en los últimos treinta años en la mitad de los países latinoamericanos que estudiaron. Sólo Brasil, Chile y Colombia han reformado parcialmente sus regulaciones corporativas (Fortich, Gutiérrez, y Pombo, 2008).

cruzados (ejemplo: “este director sirve en varias juntas directivas de diferentes empresas”). En consecuencia, esta medida se construyó tomando en cuenta solamente el directorio entre las empresas de la muestra.

3.2.2. Características de la estructura de propiedad

Para determinar la estructura de propiedad de la muestra se siguió la siguiente metodología. Utilizando los informes 20-F se identificaron todos los accionistas con una participación de 5% o más de los derechos votantes. Este paso es iterativo y, por lo tanto, para aquellos accionistas identificados como empresas afiliadas se siguió aplicando la metodología hasta identificar los accionistas controlantes (*ultimate owners*). Cuando los informes 20-F no proporcionaban la información necesaria para determinar la identidad de los accionistas controlantes, se utilizaron otras fuentes de información, como por ejemplo, las páginas web de las empresas.

Una vez se identificaron los accionistas controlantes, se procedió a determinar los derechos de control de la empresa en la muestra y, de modo similar a Lins (2003), se clasificaron en uno de los siguientes grupos de dueños: grupo familiar-gerencial (familia), grupo empresarial no afiliado (empresa no afiliada), grupo gubernamental (gobierno), grupo institucional (instituciones), grupo individual (individuos), y grupo misceláneo (misceláneo).

En el primer grupo se incluyeron a los miembros de familia (con base en el traslape de apellidos o el conocimiento de los autores sobre las relaciones familiares), y al funcionario a cargo de la gerencia o director. El segundo grupo comprende otras empresas que tienen una participación en la empresa bajo estudio pero que no están afiliadas al grupo de la familia. El interés directo e indirecto de todas las agencias y empresas identificadas como propiedad del gobierno componen el tercer grupo. El grupo institucional incluye el interés de propiedad de fondos de jubilación, empresas de seguros y bancos. Los individuos que no eran miembros de la familia ni administradores se clasificaron en el grupo de individuos. Finalmente, el grupo misceláneo de propiedad incluye cualquier interés que no se pueda clasificar en los otros cinco grupos. Los casos donde no se pudo identificar claramente a cuál grupo pertenecía se trataron “no identificable”. Para más información sobre como se construyeron estos grupos ver Santiago-Castro y Brown (2007).

La variable grupo afiliado recoge la afiliación con una familia o grupo. 64% de las empresas están afiliadas a un grupo o familia. Chile presenta la proporción más alta de empresas afiliadas a un grupo con 96%, le sigue Brasil con 72% y México con 57%. La literatura reconoce que una de las características más importantes de las economías emergentes son los grupos. Estos han podido crecer y aumentar su alcance y prácticas incluso en tiempos de reformas económicas y desregulación (Khanna y Palepu, 2000). Más aun, Lefort y Walker (2007) afirman que los grupos pueden gozar de ventajas adicionales en países donde el ambiente legal es débil.

Las empresas utilizan distintas formas para divulgar el grupo afiliado. Por ejemplo, algunas presentan un Informe 20-F consolidado, junto con información separada para cada entidad. Tal es el caso de las empresas brasileñas Unibanco Holdings y Unibanco. En otros casos, las empresas del mismo grupo preparan y presentan el Informe 20-F por separado. Este es el caso de las empresas mexicanas Iusacell e Iusacell Celular, y TVAzteca y TV Azteca Holdings.

Finalmente, otro aspecto existente en las empresas latinoamericanas que aumenta los incentivos para que los accionistas mayoritarios abusen de su poder, en detrimento de los accionistas minoritarios, es la emisión de más de una clase de acciones con derechos de votación distintos (*dual-class shares*). La variable acciones con votación diferenciada indica si la empresa emite o no más de una clase de acciones. Esto conlleva la emisión de dos clases de acciones con diferentes derechos de votación: acciones regulares con derecho al voto, acciones sin derecho al voto, o acciones con alguna restricción en cuanto al voto. Bajo estas circunstancias, un accionista puede mantener control de la empresa aun cuando no posea la mayoría de las acciones votantes. Usualmente, esta estructura de capital con más de una clase de acción se utiliza para minimizar el capital invertido y el costo de ejercer control sobre las operaciones de la empresa. Nenova (2003) informa que este tipo de estructura de capital es utilizado con regularidad en las empresas de Brasil, Chile, y México.

4. DISCUSIÓN

El cuadro 1 presenta el promedio (desviación estándar en paréntesis) de las características de la junta directiva y de la participación en el capital de la empresa para las 269 observaciones que componen la muestra de Brasil, Chile y México, luego de agregar todas las observaciones para el período de los tres años examinados (2000, 2001 y 2002). En promedio, las empresas latinoamericanas tienen nueve miembros en su junta de gobierno, de los cuales ocho son miembros internos. Es importante notar que para el 40,5% de las observaciones no se tiene directivos externos. Esto es evidencia del control y dominio que tienen las familias en estas empresas. En comparación con las empresas de Brasil y Chile, donde el promedio de miembros en la junta directiva es de ocho, las empresas mexicanas tienden a tener juntas directivas grandes con un promedio de once miembros.

El CEO ha servido, en promedio, ocho años en su posición en comparación con los 2,68 años de servicio de los directivos externos. El período de servicio de ambos en las empresas mexicanas (12,9 para el CEO y 3,9 para de los directivos externos) es mayor que en las empresas de Brasil (5,8 y 1,6 años, respectivamente) y Chile (5,0 y 2,3 años).

El CEO es al mismo tiempo el presidente de la junta directiva en 19%⁷ de los casos. Estos resultados difieren del perfil en Estados Unidos, pues Brickley, Coles y Jarrell (1997) encontraron una tasa de liderazgo combinada en las empresas estadounidenses de entre 70% y 80%. En promedio, el CEO posee sólo el 7% de las acciones cuando se toma en consideración la muestra completa.

El CEO en las empresas mexicanas tenía la proporción de propiedad (*ownership*) más alta con un 17%. Una posible explicación del porqué la magnitud de la propiedad es baja es que las empresas latinoamericanas contratan a ejecutivos profesionales para que administren

⁷ Este porcentaje representa 18 empresas o 21% para el año 2000, y 16 empresas o 18% para 2001 y 2002.

la empresa en lugar de asignar a un miembro de la familia. Sólo en el 29% de las empresas estudiadas (28 empresas) el CEO era parte de la familia. De este total, 20 empresas son de México, seguido de Chile y Brasil con cuatro cada uno.

Cuadro 1

Características de la junta directiva y estructura de propiedad (datos agregados).

Variable	Todos	Brasil	Chile	México
Junta directiva				
Directores externos	1,42 (1,68)	1,30 (1,44)	1,47 (1,86)	1,50 (1,77)
Directores internos	8,29 (3,52)	7,63 (3,06)	6,62 (2,22)	10,19 (3,86)
Tamaño de la Junta	9,72 (3,62)	8,93 (3,56)	8,08 (1,53)	11,69 (3,9)
Años de servicio del CEO	8,13 (8,91)	5,82 (6,15)	5,04 (3,82)	12,85 (11,64)
Años de servicio directores externos ^a	2,65 (4,5)	1,61 (2,02)	2,32 (2,69)	3,90 (6,59)
Participación del CEO ^b sobre el capital	7,43% (16,8)	2,15% (7,78)	0,857% (2,11)	17,48% (23,55)
Directorios entrecruzados	2,06 (2,21)	1,60 (2,15)	1,89 (1,83)	2,62 (2,41)
Estructura de propiedad				
Familia	0,58	0,43	0,48	0,79
Empresas no afiliadas	0,14	0,06	0,25	0,13
Gobierno	0,03	0,06	0,03	
Instituciones	0,18	0,30	0,23	0,01
Individuos	0,02		0,01	0,04
Misceláneos	0,04	0,10		
Afiliación grupal	0,74	0,72	0,96	0,57
Acciones con votación diferenciada	0,24	0,14	0,07	0,48
N	269	98	73	98

^an = 268; 1 valor faltó para Chile. ^bn = 266; 2 valores faltaron para Chile, y 1 para México.

Otras medidas alternas para la composición de la junta directiva, tales como el número de directores externos dividido entre el total de miembros de la junta o el número de directores externos dividido entre el número de directores internos, se pueden evaluar para determinar el grado de independencia de la junta (Santiago-Castro y Baek, 2003). Estas medidas también reflejan la realidad sobre el control de los directores internos en las juntas directivas de empresas latinoamericanas. La proporción de directores externos en el total de directores es, en promedio, de 14,4%. Por otro lado, la razón de directores externos respecto a los directores internos es, en promedio, de 27,7%. Chile tiene los resultados más altos en ambas proporciones, con 18,1% y 50,1% respectivamente. Eso puede indicar que las empresas chilenas están mejorando sus prácticas de gobierno corporativo aumentando la presencia de directores externos en sus juntas. Sin embargo, cuando examinamos detalladamente la tendencia anual de esta variable notamos

una historia distinta (véase cuadro 2). El número de directores externos en las empresas chilenas ha ido disminuyendo a través de los años.

El dueño principal en la mayoría de las empresas de nuestra muestra (58,2%) es miembro de la familia o grupo. En las empresas mexicanas este dominio de las familias es más claro (79%), mientras que en el caso de Brasil y Chile es sólo 42,9% y 47,9%, respectivamente. Luego los inversionistas institucionales constituyen el segundo grupo de dueños, seguidos muy de cerca por el grupo de empresas no afiliadas.

El 24% de la muestra utiliza acciones con votación diferenciada. Casi la mitad (48%) de las empresas en México han emitido más de una clase de acción. Esto contrasta con el 14% en Brasil y un 7% en Chile.

El cuadro 2 resume las características de la junta de gobierno y la estructura de propiedad, segregadas por país y por año.

Cuadro 2
Características de la junta directiva y estructura de propiedad
(observaciones por país y año).

Variable	Brasil			Chile			México		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Junta directiva									
Directores externos	1,35 (1,64)	1,21 (1,39)	1,32 (1,34)	1,71 (2,03)	1,40 (1,83)	1,29 (1,86)	1,53 (1,81)	1,50 (1,76)	1,47 (1,80)
Directores internos	7,61 (3,00)	7,58 (3,23)	7,71 (3,04)	6,33 (2,43)	6,76 (2,03)	6,75 (2,25)	10,28 (3,82)	10,41 (4,01)	9,91 (3,86)
Tamaño de la Junta	8,97 (3,60)	8,79 (3,71)	9,03 (3,49)	8,04 (1,68)	8,16 (1,49)	8,04 (1,46)	11,81 (4,00)	11,91 (3,89)	11,38 (3,91)
Años de servicio del CEO	5,45 (6,01)	5,88 (6,18)	6,09 (6,42)	4,79 (3,83)	5,12 (3,52)	5,21 (4,23)	12,47 (11,44)	12,84 (11,95)	13,21 (11,89)
Años de servicio Directores externos ^a	1,40 (1,91)	1,39 (1,89)	2,01 (2,24)	2,67 (3,02)	1,97 (2,32)	2,34 ^b (2,76)	3,92 (7,03)	4,37 (7,52)	3,43 (5,25)
Participación del CEO ^b sobre el capital	2,27% (8,06)	2,13% (7,82)	2,07% (7,71)	0,84% (2,10)	0,84% ^c (2,12)	0,89% ^c (2,19)	20,1% (24,79)	17,28% (24,11)	15,31% (22,31)
Directorios entrecruzados	2,03 (2,79)	1,61 (1,98)	1,21 (1,53)	2,04 (1,60)	1,60 (1,73)	2,04 (2,16)	2,53 (2,41)	2,69 (2,47)	2,65 (2,42)
Estructura de propiedad									
Familia	0,45	0,42	0,41	0,54	0,48	0,42	0,77	0,84	0,82
Empresas no afiliadas	0,07	0,06	0,06	0,17	0,24	0,33	0,13	0,13	0,15
Gobierno	0,07	0,06	0,06		0,04	0,04			
Instituciones	0,32	0,27	0,29	0,29	0,24	0,17	0,03		
Individuos						0,04	0,07	0,03	0,03
Misceláneos	0,07	0,12	0,12						
Afiliación grupal	0,71	0,73	0,74	0,96	0,96	0,96	0,56	0,56	0,59
Acciones con votación diferenciada	0,13	0,15	0,15	0,08	0,08	0,04	0,47	0,50	0,47
N	31	33	34	24	25	24	31	32	34

^an = 24. ^bn = 23. ^cn = 31.

Los países de América Latina se han unido a la tendencia global actual de los mercados de valores exigiendo mejores prácticas de gobierno corporativo. Por ejemplo, en marzo de 2002, en Brasil entraron en vigor enmiendas legales que buscan aumentar la transparencia en las empresas y motivar la inversión de grupos minoritarios. Por otro lado, en México, en junio de 2001, entraron en vigencia las enmiendas a la ley de valores que buscan aumentar la protección de los inversionistas minoritarios. A pesar de estos esfuerzos por mejorar el gobierno corporativo, los tres países en estudio reflejan una disminución en el número de directores externos aun cuando el tamaño de las juntas directivas en sus empresas se mantuvo constante durante los tres años estudiados. El caso de Chile es más notorio porque el promedio de directores externos bajó de 1,7 a 1,29. Chong y Lopez-de-Silanes (2007) sugieren que las reformas legales han sido lentas y que los países latinoamericanos han optado por la ruta más fácil de cambiar las leyes de títulos valores, lo cual implica menos conflictos políticos.

El período de servicio del CEO de las empresas mexicanas duplica el de sus contrapartes en Brasil y Chile. El período de servicio más largo es de 53 años en una empresa mexicana (2002). Estos resultados son consistentes con la realidad en las empresas familiares, donde el fundador, por lo general, preside la empresa hasta que muere. Este argumento es apoyado también por la tendencia ascendente en el período de servicio promedio por año en los tres países. Por otra parte, ninguno de los presidentes ejecutivos de Chile ha servido más de 14 años en su puesto.

El período de servicio promedio de los directores externos en las empresas mexicanas es el más largo con 3,9 años, casi el doble del tiempo de sus contrapartes en Brasil y Chile, con 1,61 y 2,32 años, respectivamente. México también tiene el número más alto de empresas donde el CEO ocupa también la presidencia de la junta. Es interesante señalar que en muchas de las empresas latinoamericanas el CEO es miembro de la junta directiva, aunque no necesariamente la preside. En el caso de Chile la ley requiere que el CEO forme parte de la junta, pero prohíbe que este la dirija.

Aunque Chile refleja una tendencia decreciente en la inclusión de directores externos, continúa exhibiendo el nivel más alto de independencia en los tres países⁸. La proporción promedio de directores externos con relación al tamaño de la junta varía entre 21,5 y 16,3 en el caso de Chile, y entre 12,6 y 13,8 en Brasil y México, respectivamente. Estos resultados contrastan con los de Estados Unidos, donde la tendencia es en ascenso. Allí, la inclusión de directores independientes ha aumentado de 70,6% en 1987 a 81,9% en 1995 (Nelson, 2005). En 2000 y 2001, la proporción promedio de directores externos con relación al número de directores internos es más alta en Chile que en los otros dos países. Aun así, esta variable disminuyó de 50,5% en 2001 a 35,3% en 2002. Sin embargo, debido a la naturaleza de la muestra sería prematuro concluir que Chile está abandonando las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Brasil presenta una tendencia ascendente tanto en la proporción de directores externos frente al tamaño de la junta y la proporción de directores externos con relación al número de directores internos. Esto es indicativo de que allí las empresas están comenzando a adoptar

⁸ Este resultado concuerda con los resultados de Leal y Carvalhal-da-Silva (2007), que indican que la protección de los inversionistas es mejor en Chile que en Brasil.

mejores prácticas de gobierno corporativo, lo cual pudo ser causado por el hecho de que los reguladores en Brasil revisaron significativamente la ley durante el período 2000-2001. Además, este país ha experimentado una ola de inversiones extranjeras provenientes de economías desarrolladas, especialmente en el área de las telecomunicaciones. Las empresas extranjeras de este tipo que se han establecido en Brasil aparentemente también han importado sus buenas prácticas de gobierno corporativo.

En promedio, la participación del CEO en la estructura de propiedad de la empresa es muy baja (menos de 1%). De los tres países estudiados, es en México donde estos ejecutivos tienen la participación más alta, entre 0,20% y 0,15% durante el período de tres años. Este hallazgo puede explicarse por el hecho de que estas empresas están contratando gerentes profesionales para ocupar el puesto de CEO en lugar de a miembros de la familia. Por otro lado, ha disminuido la práctica de que el CEO y el presidente de la junta directiva sean la misma persona, en aquellos países donde es legal.

Las empresas mexicanas tienen la frecuencia más alta de directorios entrelazados con 2,62 directores en promedio. Este dato contradice las expectativas de un número alto de directorios entrelazados en las empresas latinoamericanas. Sin embargo, este hallazgo es paralelo a la tendencia decreciente en Colombia en este tipo de directores, según lo presentan Fortich, Gutiérrez y Pombo (2008). Estos autores encontraron que entre 1998 y 2004 el número de directores sin sillas externas se duplicó en Colombia y aducen que esto es una señal de buenas prácticas de gobierno corporativo.

El cuadro 2 también incorpora las características de la estructura de propiedad. La familia es el dueño o accionista más grande en los tres países y durante los tres años. México refleja la proporción más alta de empresas en esta categoría con 77,4% en 2000, 84,4% en 2001, y 82,4% en 2002. Brasil y Chile presentan una tendencia decreciente en esta categoría. El segundo dueño o accionista más grande es el grupo institucional y Brasil reporta la proporción mayor. Las empresas de México, sin embargo, revelan que el grupo institucional no existe en los años 2001 y 2002.

5. CONCLUSIONES

Se examinaron las prácticas de gobierno corporativo presentes en las empresas de Brasil, Chile y México durante el período 2001-2002. El análisis está basado en una muestra compuesta por empresas latinoamericanas que venden acciones en los Estados Unidos y, por lo tanto, radican anualmente los Informes 20-F.

Utilizando datos recolectados manualmente de los Informes 20-F se obtuvo información sobre la composición de la junta directiva de la empresa, la estructura de propiedad (*ownership structure*) y los estados financieros, entre otros aspectos. Los resultados indican que, en general, las prácticas de gobierno corporativo diseñadas para proteger a los accionistas minoritarios son mínimas en las empresas de Brasil, Chile y México durante el período estudiado. Por ejemplo, más del 40% de las juntas directivas carecen de directores externos. En promedio, ocho de los nueve miembros de las juntas de estas empresas son directores internos. Esto refleja el control

de las familias en las empresas estudiadas. Observamos, además, que la familia es el accionista más grande en el 58% de las empresas estudiadas.

De los tres países, las empresas chilenas aparentan tener las juntas directivas más independientes. Este hallazgo no es una sorpresa dado que está muy bien documentado que el ambiente económico en Chile está más desarrollado que en México y Brasil. Chile tiene los índices de mercados de capital externo más altos de América Latina. Incluso la razón entre la capitalización del mercado en manos de los accionistas minoritarios y el producto nacional bruto es más alta en Chile que en los Estados Unidos (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 1997). Además, Chile tiene un índice de economía libre (0,936) más alto que Brasil (0,791) y México (0,595). El índice desarrollado por la Fundación Heritage (Lovell, Rivas y Jackson, 2005), representa un promedio de diez factores individuales, entre ellos: política de intercambio, intervención del gobierno, inversión extranjera, jornales y precios, regulación, carga fiscal, política monetaria, banca y finanzas, derechos de propiedad y mercado negro.

Hasta donde conocemos, este trabajo es el primero en el área de gobierno corporativo que examina evidencia empírica en un contexto latinoamericano para un período mayor a un año. Además, este estudio provee un mejor entendimiento de las prácticas de gobierno corporativo presentes en las empresas de Brasil, Chile y México, donde la protección legal de los accionistas, la presencia de inversionistas con bloques de acciones mayoritarios, la amenaza de toma de control corporativo, la independencia de la junta directiva, los directorios entrecruzados y los contratos de incentivos difieren sustancialmente de las de otros países examinados en estudios anteriores.

Existen otras direcciones prometedoras hacia donde extender el actual trabajo sobre las prácticas de gobierno corporativo en América Latina. Por razones de tiempo y principalmente por limitación de datos, se examinó un período de tiempo corto, se utilizaron sólo tres países latinoamericanos de una gran región durante el período de 2000-2002, y se utilizó una muestra compuesta exclusivamente por empresas que venden acciones en los Estados Unidos. Así, nuestros resultados no se pueden generalizar a toda la región ni a años subsiguientes a 2002. Proponemos en un futuro expandir la muestra de países, actualizar la base de datos y ampliar el período de estudio para examinar el efecto de la implantación de nuevas reformas a las leyes que regulan las emisiones de acciones en las prácticas de gobierno corporativo, especialmente después de 2005.

Marisela Santiago-Castro, CPA, obtuvo su Ph. D. en la Universidad de Texas–Pan American. Actualmente enseña en la Universidad de Puerto Rico, Río Piedras. Recientemente ha publicado en Journal of Economics and Business, Latin American Business Review y Annals of Finance. Sus intereses de investigación incluyen las finanzas corporativas y la educación contable.

Cynthia J. Brown obtuvo su Ph. D. en la Universidad de Texas–Pan American. Actualmente, se desempeña como vicerrectora de Estudios Graduados en la misma institución. Recientemente ha publicado en Journal of Economics and Business, Research Review y Annals of Finance. Sus intereses de investigación incluyen mercados de capitales en Latinoamérica.

Aníbal Báez Díaz, CPA, obtuvo su Ph. D. en la Universidad Estatal de Kent. Actualmente, dirige el Centro de Investigaciones Comerciales e Iniciativas Académicas en la Universidad de Puerto Rico, Río Piedras. Sus intereses de investigación incluyen la manipulación de ganancias y la valoración del informe contable.

Referencias

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- Babatiz Torres, G. (1997). Ownership structure, capital structure, and investment in emerging markets: The case of Mexico. Ph. D. Harvard University.
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 371-395.
- Barclay, M. J., Holderness, C. G., & Pontiff, J. (1993). Private benefits from block ownership and discounts on closed-end funds. *Journal of Financial Economics*, 33(3), 263-291.
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, 101-124.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. A. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.
- Booth, J. R., Cornett, M. M., & Tehranian, H. (2002). Boards of directors, ownership, and regulation. *Journal of Banking and Finance*, 26, 1973-1996.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32, 195-221.
- Chong, A., & Lopez-de-Silanes, F. (2007). Corporate governance in Latin America. En A. Chong & F. Lopez-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America*. Stanford: Stanford University Press.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance*, 59(2), 5637-6000.
- Fortich, R., Gutiérrez, L., & Pombo, C. (2008). *Cross-shares, board structure and firm performance in emerging markets*. Manuscrito sin publicar.
- Gomes, A. (2000). Going public without governance: Managerial reputation effects. *Journal of Finance*, 55(2), 615-646.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *The American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Emerging markets business groups, foreign intermediaries, and corporate governance. En R. Morck (Ed.), *Concentrated corporate ownership*. Chicago: The University of Chicago Press.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Leal, R. P. C., & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2007). Corporate governance in Latin America. En A. Chong & F. Lopez-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America*. Stanford: Stanford University Press.
- Lefort, F., & Walker, E. (2007). Corporate governance in Latin America. En A. Chong & F. Lopez-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America*. Stanford: Stanford University Press.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- Lovell, K. S., Rivas, A. E., & Jackson, D. O. (2005). The comparative efficiency of “grupo” and foreign controlled banks in Latin America. *Global Business and Finance Review*, 10(1), 15-25.
- Nelson, J. (2005). Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 11, 197-228.
- Nenova, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68, 325-351.
- Rediker, K. J., & Seth, A. (1995). Board of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2), 85-99.
- Santiago-Castro, M., & Baek, H. Y. (2003). Board composition and firm performance of large Latin American firms: An exploratory view. *Latin American Business Review*, 4, 1-19.
- Santiago-Castro, M., & Brown, C. J. (2007). Ownership structure and minority rights: A Latin American view. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 430-442.
- Sargent, J., & Ghaddar, S. (2001). International success of business groups as an indicator of national competitiveness: The Mexican example. *Latin American Business Review*, 2, 97-121.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-775.

Recepción del artículo: 01/09/2007

Envío evaluación a autores: 22/04/2008

Recepción correcciones: 06/11/2008

Aceptación artículo: 11/06/2009