

La estructura del consejo, el control accionario y la divulgación de información corporativa

Guadalupe Briano, Esther Castañón, Virginia Azuara y María Ávila

G. Briano, E. Castañón, V. Azuara y M. Ávila
Universidad Autónoma de San Luis Potosí, Alvaro Obregon 64, Centro histórico, 78000 San Luis Potosí.
guadalupe.briano@uaslp.mx

M. Ramos.,V.Aguilera.,(eds.). Ciencias Administrativas y Sociales, Handbook -©ECORFAN- Valle de Santiago, Guanajuato, 2014.

Abstract

The objective of this paper is to obtain empirical evidence of the relationship between board composition, ownership concentration, and the level of corporate governance transparency in the most liquid listed companies of Latin America. The results show that the level of corporate transparency increases when the board is composed of a greater number of members, as well as a higher percentage of independent directors. Meanwhile, the concentration of ownership inhibits the level of transparency on corporate governance.

9 Introducción

El tema de gobierno corporativo (GC) ha alcanzado especial relevancia para diversos colectivos. Así también, este tema ha despertado un gran interés en el entorno internacional, y surge como respuesta a la demanda de una mayor transparencia corporativa en el mercado. Un enfoque importante de investigación enfatiza la influencia que el GC pueden ejercer sobre la transparencia corporativa (García-Lara, García-Osma y Penalva, 2007). El GC crea una estructura de diálogo entre la empresa y sus stakeholders⁹, con el objetivo de que éstos obtengan un entendimiento de las metas estratégicas y operacionales de la compañía (Chan y Cheung, 2011). Esta información no necesariamente tiene que ser requerida por la normativa impuesta por las autoridades en el mercado de valores, sino que la empresa es la responsable de emitir información relevante de aquellos eventos que podrían impactar en el valor de la empresa (Pahuja y Bhatia, 2010). La transparencia corporativa ha sido adoptada como uno de los principios rectores del buen gobierno por importantes instituciones como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la Federación Internacional de Contadores (IFAC) y la Corporación Financiera Internacional (IFC).

El presente estudio analiza el impacto del consejo de administración (CA) y la estructura de la propiedad sobre el nivel de transparencia en GC. Para ello, hemos de centrar el estudio en cuatro economías emergentes que capturan el 70% de la capitalización del mercado Latinoamericano: Argentina, Brasil, Chile y México (Diamandis y Drakos, 2011). Latinoamérica ofrece un escenario ideal para esta ya que se caracteriza por una débil protección a los accionistas minoritarios, siendo las empresas familiares las que actúan como un sustituto en la ausencia de un sistema legal fuerte (Matin de Holan y Sanz, 2006). A través de un estudio longitudinal que cubre el periodo 2004-2010, así como la aplicación de un índice de divulgación en GC a cada uno de los informes anuales emitidos por las empresas seleccionadas, el trabajo visualiza qué países han optado por divulgar más información relacionada con el buen gobierno. Las variables explicativas en nuestro modelo las hemos agrupado en dos categorías. Por un lado, las que se refieren a la estructura del CA en aspectos relacionados a su tamaño, composición, dualidad CEO-CEO¹⁰ y la participación femenina en el CA. Por otro lado, las dimensiones de la estructura de propiedad (% de concentración de propiedad) y el patrón de propiedad (concentrado o disperso). La variable a explicar o dependiente es el nivel de transparencia en GC.

Se han incluido además las variables de control referidas al tamaño de la empresa, nivel de endeudamiento, rentabilidad, años de cotización en el mercado de valores (edad de la empresa) y sector industrial. El trabajo pretende responder a las siguientes preguntas de investigación:

1. ¿Los atributos del CA en empresas cotizadas Latinoamericanas inciden en el nivel de transparencia de GC?
2. ¿Cómo influye la estructura de la propiedad en el nivel de transparencia en GC?

⁹ Se refiere a los empleados, clientes, proveedores, acreedores, comunidad y el público en general (Hill y Jones, 1992).

¹⁰ Se refiere a la situación en que las posiciones del presidente del consejo (COB) y el director general (CEO) son ocupadas por la misma persona.

Se empleará la metodología regresión lineal múltiple con errores estándar corregidos, para identificar las dimensiones de GC que inciden sobre el índice de transparencia. A pesar de que existe un amplio cuerpo de investigación que ha puesto atención en el impacto que tienen las dimensiones de GC sobre el nivel de transparencia, son limitados los estudios que se centran en la divulgación de información sobre GC en economías emergentes. El presente estudio es pionero en comparar cuál ha sido el comportamiento en materia de transparencia en GC, identificando si el CA y la estructura de propiedad son factores que inciden en el índice de transparencia en GC. Anticipamos que nuestros resultados podrían ser un referente para los responsables de emitir las políticas y lineamientos en materia de GC, así como para las empresas bajo estudio. El trabajo está dividido en cuatro secciones. En la primera de ellas se desarrollan los antecedentes teóricos y las hipótesis de estudio. La segunda sección describe la muestra del estudio, las herramientas metodológicas y el modelo empírico a probar. En la sección tres se discuten y analizan los resultados descriptivos y empíricos. En la cuarta sección, se muestran las conclusiones del estudio y las futuras líneas de investigación.

Antecedentes teóricos

La transparencia corporativa se refiere a “la divulgación de información específica por parte de una empresa a aquellos ajenos a la misma”, siendo un factor determinante en la eficiente asignación de recursos y el crecimiento de la economía (Bushman, Piotroski y Smith, 2004). Las nuevas regulaciones, necesidades y exigencias cada vez mayores para la transparencia, han incentivado a las empresas a seguir nuevas tendencias en la diseminación de información corporativa, con el fin de cumplir con las “mejores prácticas” que recogen aspectos relacionados a los informes narrativos, la inclusión del informe de la gestión, los informes de GC y responsabilidad social, información financiera y no financiera, comparabilidad en el tiempo, entre otros (Dragomir y Cristina, 2009).

La relación entre GC y transparencia es clara en la percepción del público y los reguladores, por lo que ha existido un incremento en la transparencia con el objeto de mejorar la gobernanza empresarial (Hermalin y Weisbach, 2007). La literatura previa ha empleado distintos enfoques teóricos para entender por qué las empresas divulgan información hacia el mercado, siendo la más adoptada la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976). De acuerdo a esta teoría, el problema de agencia causado por la separación entre la propiedad y el control ha sido motivo de preocupación durante mucho tiempo, pudiendo la gerencia tomar ventaja de la asimetría de la información para actuar de manera contraria a los intereses de los accionistas.

En cuanto a las variables que pudieran afectar el nivel de transparencia en GC, Berglöf y Pajuste (2005) identifican al entorno legal como uno de los factores con mayor impacto, así como otras características corporativas como son el tamaño de la empresa, el nivel de endeudamiento, el ratio de valor de mercado a valor en libros y la concentración de la propiedad. Por su parte, Bujaki y McConomy (2002) sostienen que los consejeros independientes son más propensos a divulgar información sobre GC; en tanto que Vander Bauwhede y Willekens (2008) asocian a la estructura de la propiedad con el nivel de transparencia en GC. Entre los estudios que se han centrado en países emergentes, encontramos el de Samaha et al. (2012), quienes ponen en evidencia una relación positiva entre la independencia del CA, el tamaño del CA y el nivel de transparencia de GC en empresas cotizadas egipcias. En esta misma línea, Al-Moataz y Hussainey (2012), sustentan que la independencia del CA, el tamaño del comité de auditoría y la rentabilidad son los principales determinantes en el nivel de transparencia en GC; mientras que Samaha y Dahawy (2011) identifican que la composición y tamaño del CA, la dualidad COB-CEO, la estructura de la propiedad y la presencia del comité de auditoría influyen significativamente en la transparencia sobre GC.

9.1 Hipótesis de estudio

Tamaño del consejo

La teoría de la agencia sugiere que los CA de mayor tamaño desempeñan un papel crucial en la supervisión de la actuación gerencial y en el proceso de toma de decisiones estratégica. Los CA de mayor tamaño tienden a incrementar la diversidad y experiencia en temas de reporte financiero y corporativo (Laksmana, 2008). Son diversos los estudios que muestran una relación positiva entre el tamaño del CA y la calidad de la información corporativa (Anderson, Duru y Reeb, 2004). El monitoreo efectivo del CA genera una discusión más profunda de los temas corporativos, lo cual, a su vez incide en un incremento en la divulgación de información sobre GC (Mallin y Ow-Yong, 2012). Dado que la mayor parte de los estudios han encontrado una relación positiva entre ambas variables, se formula la siguiente hipótesis:

H1: El tamaño del CA influye positivamente en la divulgación de información en GC.

Composición del consejo

La composición del CA es una dimensión relevante en la estructura de gobierno de una empresa (Fama y Jensen, 1983). Un mayor ratio de consejeros independientes está asociado a la maximización de la riqueza y al incremento de la calidad y cantidad de información corporativa hacia los grupos de interés, siendo representantes independientes de los intereses de los accionistas (Pincus, Rusbarsky y Wong, 1989). Sin embargo, algunos estudios realizados en países en desarrollo, no encuentran una relación significativa entre el nivel de divulgación de información corporativa y la independencia del CA (Ghazali y Weetman, 2006). Centrándonos en la divulgación de información sobre GC, Al-Moataz y Hussainey (2012) ponen en evidencia una asociación negativa entre ambas variables para el caso de empresas de Arabia Saudita, mientras que Ezat y El-Masry (2008) sostienen una relación positiva.

Dado que la información corporativa tiende a limitarse a los consejeros internos, existe un incentivo para que los consejeros independientes promuevan la transparencia en las prácticas de GC para proteger los intereses de los accionistas minoritarios. Lo anterior nos lleva a plantear la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2: A mayor proporción de consejeros independientes en el CA, mayor nivel de transparencia en GC.

Dualidad COB-CEO

La dualidad COB-CEO hace referencia a la situación en que la misma persona ocupa ambas posiciones en la organización. La teoría de la agencia sostiene que la dualidad COB-CEO podría afectar el control efectivo ejercido por el CA (Samaha et al., 2012). La eficacia y eficiencia del CA pueden verse comprometidas si ambas posiciones son sostenidas por la misma persona (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983). De acuerdo con Haniffa y Cooke (2002), la separación entre ambas posiciones ayuda a mejorar la calidad de la supervisión y a reducir las ventajas obtenidas por la retención de información, mejorando la calidad en la divulgación de información corporativa. Bajo esta premisa, la concentración de poder de ambas posiciones está asociada a erosionar la independencia del CA y a reducir la divulgación y calidad de la información corporativa (Simon y Wong, 2001). A pesar de que los resultados previos no son concluyentes, la mayor parte de la literatura ha evidenciado una asociación negativa entre la dualidad del COB-CEO y la divulgación de información voluntaria (Laksmana, 2008; Ezat y El-Masry; 2008). A lo antes expuesto, nos planteamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 3: Existe una relación negativa entre la dualidad COB-CEO y el nivel de transparencia en GC.

Participación femenina en el consejo

Entre las variables que han sido asociadas a la presencia de la mujer en los CA, encontramos el nivel de divulgación de información (Gul, Srinidhi y Ng, 2011). En este sentido, la diversidad de género en el CA, podría mejorar la calidad de los debates en el CA e incrementar la capacidad de éste en la supervisión del proceso de divulgación de información corporativa. La diversidad de género en el CA está asociada a una mayor calidad de las deliberaciones del CA y a una comunicación más efectiva del CA (McInerney-Lacombe, Bilimoria y Salipante, 2008), lo cual incide en un incremento en la disseminación de información hacia los accionistas. La participación femenina en el CA genera un mayor control sobre las acciones gerenciales y la transparencia corporativa, a través de una mayor asistencia en las reuniones del CA y en los comités de auditoría y el incremento de las prácticas de buen gobierno adoptadas (Hillman, Shropshire y Cannella, 2007). De acuerdo a la discusión presentada, se formula la siguiente hipótesis:

Hipótesis 4: El índice de feminidad en el consejo incide positivamente en el nivel de transparencia de GC.

Estructura de la propiedad

Una dimensión importante que da forma al sistema de GC es la estructura de la propiedad, la cual se define como el grado de concentración que determina la distribución de poder y control corporativo, o bien como la proporción de acciones con derecho a voto que son de propiedad directa o indirecta de los familiares o los altos directivos del CA (Owusu-Ansah, 1998). Wang (2006) afirma que una estructura de propiedad concentrada es "menos propensa a involucrarse en comportamientos oportunistas, ya que podría afectar la reputación de la familia, la riqueza y el desempeño de la empresa a largo plazo" (p. 622), reduciendo la necesidad de una mayor transparencia. En empresas con propiedad dispersa, el equipo gerencial generará mayor información como una señal de su actuación en beneficio de los intereses del principal (Haniffa y Cooke, 2002). La concentración de la propiedad resulta en una opacidad corporativa y en un menor nivel de transparencia financiera (Fan y Wong, 2002).

Entre los estudios que han encontrado una relación negativa entre la concentración de propiedad y el nivel de divulgación de información, podemos mencionar los realizados por Barako, Hancock e Izan (2006), Vander Bauwhede y Willekens (2008) y Gandía (2008). En empresas con participación de grandes accionistas o una alta concentración de propiedad, la transparencia en la información será menor, dado que la información puede ser transferida directamente a través de los canales informales, o simplemente porque existe una mayor alineación de intereses, lo cual reduce la necesidad de un mejor gobierno para los accionistas minoritarios. Al tenor de lo expuesto se proponen las siguientes hipótesis.

Hipótesis 5a: La concentración de la propiedad incide negativamente en el nivel de transparencia de GC.

Hipótesis 5b: Empresas con un patrón de propiedad concentrada divulgarán menos información sobre GC, que aquéllas con una estructura de propiedad dispersa.

Variables de control

- Endeudamiento. Las empresas con mayores niveles de deuda están generalmente bajo un escrutinio más estricto por parte de los acreedores, teniendo mayores incentivos para divulgar información corporativa (Xiao, Yang y Chow, 2004). Se espera, por tanto, una relación positiva entre el nivel de endeudamiento de la empresa y el ITGC (Samaha et al., 2012).

-Edad de la Empresa. La edad de la empresa incide en el nivel de transparencia corporativa, ya que representa la etapa de desarrollo y crecimiento de la misma (Owusu-Ansah, 1998). Bajo esta premisa, las empresas jóvenes tienden a divulgar menos información en comparación con las maduras por tres razones: 1) una mayor transparencia puede afectar su ventaja competitiva; 2) el costo y la facilidad de procesamiento y diseminación de la información es mayor; y 3) carecen de un historial de información. En nuestro estudio esperamos encontrar una relación negativa entre ambas variables (Hossain y Hammami, 2009).

-Tamaño de la Empresa. El tamaño de la empresa incide positivamente en el nivel de información divulgada por las empresas en los informes anuales (Donnelly y Mulcahy, 2008). La teoría de los costos políticos sostiene que las empresas de mayor tamaño son más propensas a divulgar información más completa para disminuir las presiones por parte del gobierno y organismos regulatorios (Watts y Zimmerman, 1986). En consecuencia, se espera encontrar una relación positiva entre el tamaño de la empresa y el índice de transparencia en GC.

-Rentabilidad. Los directivos de empresas más rentables divulgan más información corporativa para garantizar la continuidad de sus posiciones y remuneración y como señal de confianza institucional (Owusu-Ansah, 1998). De acuerdo con Inchausti (1997), las empresas más rentables harán un mayor uso de la información para obtener ventajas competitivas, mientras que aquellas empresas con bajo desempeño podrían ser menos transparentes. En este sentido esperamos un signo positivo entre ambas variables.

-Sector Industrial. El sector industrial es otra de las variables que con frecuencia ha sido utilizada para explicar la cantidad de información suministrada por las empresas (Eng y Mak, 2003). Las empresas que operan en un mismo sector, divulgarán información similar en el mercado, pues en caso contrario pueden ser malas señales para los inversionistas (Watts y Zimmerman, 1986). Del mismo modo, aquellas empresas que se encuentran en sectores más visibles políticamente, tendrán mayores incentivos para divulgar información voluntaria, minimizando los costos políticos (Collet y Hrasky, 2005).

9.2 Metodología de la investigación

Índice de transparencia en gobierno corporativo

La herramienta más utilizada para medir la transparencia corporativa es la construcción de índices divulgación (Gandía y Andrés, 2005). La selección de los ítems que integran un índice de transparencia corporativa depende de la naturaleza y contexto de cada país (Hossain y Hammami, 2009). Por ello, se propone un índice de transparencia en GC, que evidentemente refleja la naturaleza del marco institucional de los países emergentes Latinoamericanos, centrándose en los CBG para los casos de Argentina, Brasil y México y en la ley para el caso chileno. El ITGC global se compone de 43 elementos, el cual puede tomar un valor máximo de 100, y el cual se integra a su vez de cuatro subíndices: 1) composición y desempeño del CA, 2) derechos de los accionistas, 3) ética y conflictos de interés, y 4) otra información relacionada con el buen gobierno. Cada subíndice tiene una ponderación de acuerdo al número de elementos que lo integra.

El índice propuesto es no ponderado, lo cual nos sugiere que todos los elementos que lo integran tienen la misma importancia (Berglöf y Pajuste, 2005). La información para integrar nuestra base de datos será extraída principalmente de dos fuentes. Por un lado, la información contenida en los informes anuales emitidos por las empresas bajo estudio. Por otro lado, analizar los sitios web como medio interactivo para divulgar la información sobre GC, particularmente a través del apartado “relación con inversionistas”, en donde se concentra la mayor parte de la información sobre buen gobierno. El nivel de transparencia en GC para cada empresa bajo estudio, se calculará para cada año durante el periodo 2004-2010.

Los informes anuales se extraerán de cada uno de los sitios web de las empresas, así como también de las Bolsas de Valores en que cotiza cada empresa.

Para computar el índice global, nos basaremos en los trabajos desarrollados por Samaha et al. (2012) y Ghazali y Weetman (2006). El índice no ponderado considera el siguiente criterio: si la empresa divulga un elemento de información en la memoria anual o sitio web se le asigna el valor de “1”; si no lo divulga se le asigna el valor de “0”. Dado que el contenido del índice se agrupa en cuatro dimensiones, en primer lugar se calculará el índice parcial por empresa, para posteriormente agregar el índice global.

El índice parcial es el cociente entre la suma de los puntos obtenidos por cada empresa y año de estudio respecto a los puntos totales que podía haber obtenido la empresa si hubiera difundido el máximo de ítems. Cada subíndice se obtendrá de la siguiente forma:

$$ITGC^p = \frac{\text{número de elementos divulgados en el apartado}}{\text{Total de elementos que se podrían obtener}} \times 100 \quad (9)$$

El ITGC global se define operativamente de la siguiente forma:

$$ITGCT = \sum_{i=1}^n I_i^p \times P_i^t \quad (9.1)$$

Donde:

ITGCT= Valor global del índice.

I_p = Valor del subíndice en base a las dimensiones que integran el ITGCT.

P_t = Proporción que representa el subíndice “i” respecto al número total de puntos del índice global.

El índice total no se obtendrá como una media simple de los diferentes subíndices, sino como una media ponderada, lo que representa el peso relativo de cada dimensión de GC.

De acuerdo a esta metodología, tanto los subíndices como el índice global podrán obtener un valor comprendido entre 0 y 1 puntos (Gandía y Andrés, 2005). En línea con el estudio realizado por Allegrini y Greco (2011), se ha considerado la preocupación relacionada con la fiabilidad en la construcción del índice, calculando las medidas de confiabilidad y consistencia interna a través del coeficiente alpha de Cronbach, el cual es mayor a 0.80. Los cuatro subíndices que integran el índice global de GC, obtienen un alpha de Cronbach de 0.793, lo que sugiere que nuestro índice de GC es confiable y consistente (Cronbach, 1951).

Muestra de estudio

El estudio se centra en las empresas con mayor índice de cotización bursátil en Argentina (Merval), Brasil (IBOVESPA), Chile (IPSA) y México (IPyC). Para efectos de análisis, se excluirán las empresas que pertenecen al sector bancario y de seguros, dado que su regulación es más estricta y son sujetas a un mayor escrutinio en términos de divulgación de información (Garay y González, 2008).

Para fines de agrupación, las empresas se analizarán por país y sector de actividad económica de acuerdo a la clasificación propuesta por Global Industry Classifications Standards (GICS), la cual ha sido ampliamente aceptada en el ámbito empresarial y académico. El número inicial de empresas fue de 155, de las cuales se excluyeron 20 que pertenecen al sector bancario y de seguros y 10 de las que no encontramos la información suficiente para llevar a cabo el análisis. La muestra final de estudio está compuesta por 125 compañías. Respecto al número de observaciones que se integran al estudio empírico que cubre el periodo temporal de 2004 a 2010, encontramos 101 empresas en 2004, 111 en 2005, 116 en 2006, 123 en 2007, hasta llegar a un total de 125 en 2008, 2009 y 2010. En total de observaciones es de 826.

Metodología adoptada en la recolección y tratamiento de los datos

Se adoptó un enfoque de investigación cuantitativo, correlacional y explicativo, dado que se buscó establecer las relaciones entre las variables, así como explicar su comportamiento. También se recurrió al análisis de contenido para integrar el ITGC, el cual fue aplicado a cada uno de los informes anuales y sitios web de las empresas bajo estudio, para obtener los elementos del ITGC. También se buscó en las bolsas de valores en que cotiza cada empresa. Los valores extremos de las variables financieras fueron identificados y tratados. Así, aquellos valores por encima del percentil 99 se les asignó el valor de dicho percentil, mientras que los valores por debajo del percentil 1 se truncaron de la misma forma (Ammann, Oesch y Schmid, 2011). El análisis explicativo se realizó través del método de regresión lineal múltiple.

Especificación del modelo y medición de las variables

El análisis empírico busca analizar si la estructura del CA (tamaño del CA, independencia del CA, dualidad COB-CEO y participación femenina en el CA), y la estructura de la propiedad (% de concentración de la propiedad y patrón de propiedad concentrada o dispersa están asociadas con el ITGC. La ecuación [1] muestra el modelo a estimar.

Ecuación 1 (Modelo empírico)

$$ITGC = \alpha_i + \beta_1 BSi + \beta_2 BIi + \beta_3 Dualityi + \beta_4 Genderi + \beta_5 Own_Ci + \beta_4 Own_Pi + \beta_i Controlsi + \mu_i$$

(9.2)

Donde:

ITGC = Índice de transparencia en GC.

BS = Tamaño del consejo: Logaritmo natural del número de miembros en el CA.

BI = Independencia del consejo: Proporción de consejeros externos con respecto al total de miembros en el consejo.

Duality = Dualidad del COB-CEO: Variable dicotómica que toma el valor de 1 si ambas posiciones son sostenidas por la misma persona y de 0 en caso contrario.

Gender = Porcentaje de mujeres que participan en el consejo con respecto al total de consejeros.

Own_C = % de concentración de la propiedad (% de las acciones ordinarias sostenidas por los 10 principales accionistas).

Own_P = Variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa presenta un patrón de propiedad concentrada y de 0 si la estructura de propiedad es dispersa.

β_i Controls_i = Conjunto de variables de control

μ_{it} = Término de error

9.3 Análisis de resultados

Análisis descriptivo

En Argentina se encontró un notable incremento porcentual en el ITGC que va del 39% en 2004 al 64% en 2010; mientras que Brasil pasó de un 48% en 2004 a un 71% en 2010. En el caso chileno el rango del ITGC también va en aumento de un 53% en 2004 a un 64% en 2010. Finalmente en México se alcanza un ITGC de 66% en 2004 y de 77% en 2010. En este sentido, los países que han mejorado en mayor medida la transparencia de información relacionada con el GC son Argentina y Brasil, en tanto que Chile y México son más estables durante el periodo de análisis.

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

La tabla 1 muestra el comportamiento del ITGC de acuerdo al patrón de propiedad (concentrado vs disperso).

Las empresas con un patrón de propiedad concentrado obtienen un ITGC menor (0.51 en 2004 y 0.69 en 2010) en comparación con aquellas que se caracterizan por un patrón de propiedad dispersa (0.63 en 2004 y 0.78 en 2010).

El análisis a nivel país muestra que para el caso de las empresas con patrón de propiedad concentrado, Brasil alcanza un ITGC mayor (0.66), seguido de Chile (0.53), Argentina (0.47) y México (0.36) en 2004; mientras que en 2010 se alcanzan índices de 0.78 en Brasil, 0.71 en Argentina, 0.64 en México y 0.64 en Chile.

Tabla 9 La estructura de propiedad y el ITGC

| País | ITGC | Año | | | | | | |
|-----------------|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Argentina | Concentrada | 0.47 | 0.49 | 0.57 | 0.61 | 0.65 | 0.69 | 0.71 |
| | Dispersa | 0.59 | 0.63 | 0.67 | 0.70 | 0.72 | 0.76 | 0.77 |
| Brasil | Concentrada | 0.66 | 0.66 | 0.71 | 0.74 | 0.75 | 0.77 | 0.78 |
| | Dispersa | 0.67 | 0.71 | 0.72 | 0.74 | 0.76 | 0.78 | 0.78 |
| Chile | Concentrada | 0.53 | 0.54 | 0.57 | 0.59 | 0.60 | 0.63 | 0.64 |
| | Dispersa | NA |
| México | Concentrada | 0.36 | 0.39 | 0.45 | 0.53 | 0.56 | 0.60 | 0.64 |
| | Dispersa | NA |
| Promedio global | Concentrada | 0.51 | 0.52 | 0.57 | 0.62 | 0.64 | 0.67 | 0.69 |
| | Dispersa | 0.63 | 0.67 | 0.69 | 0.72 | 0.74 | 0.77 | 0.78 |

Fuente: Elaboración propia

Análisis de regresión múltiple

Los resultados del análisis empírico se muestran en la tabla 2. Se introdujeron variables dicotómicas para el año y sector industrial y utilizando el estimador VCE para dar una mayor robustez y confiabilidad a la regresión múltiple. (Pham, Suchard y Zein, 2011).

Los resultados del análisis ponen de manifiesto que las variables que tienen una incidencia positiva sobre el nivel de transparencia en GC a un nivel de significancia de $p = 0.000$ son el tamaño del CA, la independencia del CA, la participación femenina en el CA (con signo negativo) y el patrón de propiedad concentrado (con signo negativo). En relación a las variables de control, encontramos significativas el tamaño de la empresa ($p = 0.000$) y a edad de la empresa ($p=0.01$). Las variables no significativas en el estudio son la dualidad COB-CEO, el porcentaje de concentración de la propiedad, el endeudamiento y la rentabilidad. Basándonos en los resultados obtenidos las hipótesis aceptadas en nuestro estudio son:

La H1 afirma que a mayor número de miembros en el CA, la divulgación de información en GC será mayor. Estos resultados son sustentados por Gandía (2008); Kent y Steward (2008) y Ezat y El-Masry (2008), quienes manifiestan que los CA de mayor tamaño generan la experiencia y diversidad necesarias para realizar sus funciones, incrementando el nivel de transparencia en GC.

La H2 sostiene que a mayor ratio de consejeros independientes el ITGC aumenta. El CA constituye un medio de control, el cual tiene como objetivo monitorear las acciones del equipo directivo y asegurar la consecución de los objetivos corporativos, y ello también se refleja en un mayor nivel de transparencia corporativa (Fama y Jensen, 1983). Estudios adicionales realizados en otros países emergentes sustentan estos resultados para el nivel de transparencia en GC (Samaha y Dahawy, 2011; Samaha et al., 2012). La H5b asociada al patrón de la propiedad de la empresa (concentrada vs dispersa), ha sido aceptada, ya que como muestra la evidencia previa en otros países y de acuerdo a la teoría de la agencia, la concentración de la propiedad desempeña una función importante de control, lo cual tiene una incidencia negativa en el nivel de divulgación de información corporativa.

Lo anterior nos sugiere que aquellas empresas con una propiedad más dispersa divulgarán más información que aquellas con un patrón de propiedad concentrado (Shan y McIver, 2011). Finalmente la variable de control más significativa en el estudio es el tamaño de la empresa. La teoría de las señales sostiene que las empresas grandes son sujetas a una mayor supervisión por parte del gobierno y las autoridades, y por tanto, tienen mayores incentivos para mitigar los costos políticos e incrementar la divulgación de información corporativa (Gandía, 2008).

Las variables dicotómicas de control referidas al año de estudio, país y sector industrial resultan ser significativas, con excepción de los años de estudio 2004 y 2005, en donde no se registra un cambio significativo en el ITGC. De acuerdo con Watts y Zimmerman (1986), las empresas que operan en un mismo sector divulgarán información similar en el mercado, pues en caso contrario pueden ser malas señales para los inversionistas.

Tabla 9.1 Modelo de regresión múltiple

| Modelos de regresión múltiple | |
|--------------------------------------|--|
| Variables independientes | Pooled data (MCO). Estimador robusto (vce) |
| LnBS | 0.119*** (0.015) |
| BI | 0.125*** (0.022) |
| Duality | 0.002 (0.011) |
| Gender | -0.190*** (0.067) |
| Own_C | 0.019 (0.026) |
| Own_P | -0.056*** (0.014) |
| Lev | 0.019 (0.036) |
| Age | 0.012** (0.005) |
| Lnsize | 0.025*** (0.004) |
| ROA | 0.035 (0.041) |
| Constante | -0.060 (0.061) |
| R cuadrado ajustado | 0.402 |

Los errores estándar corregidos se muestran entre paréntesis

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

Fuente: Elaboración propia

9.4 Conclusiones

A partir de un estudio comparativo realizado en las cuatro economías emergentes de esta región (Argentina, Brasil, Chile y México), se encontró que el nivel de transparencia mostró un comportamiento ascendente en los cuatro países durante el periodo analizado.

En este sentido, el entorno institucional, particularmente el legal, ha presionado a las empresas que cotizan en estos países a adoptar los principios de transparencia en el mercado. Si bien es cierto que Chile se caracteriza por la adopción de leyes duras en materia corporativa, México es el país que posee un CBG que ha sido revisado y actualizado en tres ocasiones en los últimos diez años, siendo quizás esta la razón por lo que es el más fuerte en materia de gobernanza empresarial y transparencia.

Basándose en la teoría de la agencia, los resultados del estudio empírico nos sugieren que el nivel de transparencia en GC para las empresas de mayor cotización bursátil en Latinoamérica muestra el siguiente comportamiento: 1) en cuanto a la dimensión del CA, se observó que el ITGC se incrementa en aquellas empresas cuyo CA se integra por un mayor número de miembros, así como también con un porcentaje mayor de consejeros independientes; lo cual implica que son las empresas con estas características en su CA, las que están más preocupadas por transparentar su información y con esto brindar mayor confianza al inversionista; 2) en cuanto a la dimensión de estructura de la propiedad, los resultados ponen de manifiesto que el patrón de propiedad concentrado inhibe una mayor transparencia en GC; esto estaría indicando que quienes poseen el control de la empresa son renuentes a compartir este control con los accionistas mayoritarios por lo que divulgan lo mínimo de información; 3) las empresas de mayor tamaño obtienen un mayor ITGC; esto implicaría que la transparencia del gobierno corporativo estaría relacionado con el tamaño de la empresa, siendo las empresas de menor tamaño las que aún no se han preocupado por adoptar mejores prácticas de gobierno corporativo, lo cual las pondría en desventaja para atraer más y mejores inversionistas y 4) otras variables como la dualidad COB-CEO, la concentración de la propiedad, el nivel de endeudamiento y la rentabilidad de la empresa no tienen una incidencia significativa en el ITGC. Además existe una influencia significativa del sector industrial en el nivel de transparencia en GC. El análisis muestra que el sector de energía es el que alcanza un mayor índice, mientras que el sector con menor nivel de divulgación es el de tecnologías de información. Lo anterior nos indica que existe una mayor sensibilidad en aquellas empresas que invierten en mayor investigación y desarrollo que la de otros sectores.

Finalmente, el trabajo propone futuras líneas de investigación. Este estudio demostró el impacto que tienen las dimensiones de GC en el ITGC, por lo que sería interesante ampliar el estudio a la influencia que tienen otras variables de GC como la participación de los consejeros en los CA de otras empresas, la compensación de los consejeros y directivos, la composición de los comités de apoyo y la frecuencia de las reuniones tanto del CA como de los comités de apoyo. Así también, sería interesante analizar cuál es el impacto del índice y sus subíndices sobre las medidas de desempeño empresarial o riesgo.

9.5 Referencias

Adams, R. B. y Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250.

Ali, A., Chen, T. y Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44, 238-286.

Allegrini, M. y Greco, G. (2011). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: Evidence from Italian listed companies. *Journal of Management Governance*, 1-30.

Al-Moataz, E. y Hussainey, K. (2012). Determinants of corporate governance disclosure in Saudi companies. *Journal of Economics and Management*, Forthcoming.

- Ammann, M., Oesch, D. y Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
- Anderson, R. y Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*(58), 1301–1327.
- Anderson, R., Duru, A. y Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 315–342.
- Barako, D. G., Hancock, P. e Izan, H. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 107-125.
- Bartholomeusz, S. y Tanewski, G. (2006). The relationship between family firms and corporate governance. *Journal of Small Business Management*, 44(2), 245–267.
- Berglöf, E. y Pajuste, A. (2005). What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe. *Oxford Review Economic Policy*, 21(2), 178-198.
- Botosan, C. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Bowerman, B. L. y O'Connell, R. (1990). *Linear statistical models: An applied approach*. CA: Duxbury: 2nd ed. Belmont.
- Bujaki, M. y McConomy, B. (2002). Corporate governance: Factors influencing disclosure by publicly traded Canadian firms. *Canadian Accounting Perspectives*, 1(2), 105-139.
- Bushman, R., Piotroski, J. D. y Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207–252.
- Chan, A. W. y Cheung, H. Y. (2011). Cultural dimensions, ethical sensitivity, and corporate governance. *Journal of Business Ethics*, 104(4), 1-15.
- Chen, S., Chen, X. y Cheng, Q. (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 499–536.
- Chong, A. y López-de-Silanes, F. (2007). *Corporate governance in Latin America*. Washington D.C.: Inter-American Development Bank.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. y Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57, 2741–2772.
- Collet, P. y Hrasky, S. (2005). Voluntary disclosure of corporate governance practices by listed Australian companies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 188-196.
- Cronbach, L. (1951). Coefficient alpha and the internal consistency of tests. *Psychometrika*, 16, 297-334.
- Di Miceli, A., Pereira, R., Ayres, L. y Carvalhal-da-Silva, A. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Center for Corporate Governance Research*, 44(3), 173-189.

- Diamandis, P. F. y Drakos, A. A. (2011). Financial liberalization, exchange rates and stock prices: Exogenous shocks in four Latin America countries. *Journal of Policy Modeling*, 33(3), 381-394.
- Donnelly, R. y Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 416-429.
- Dragomir, V. y Cristina, M. (2009). Corporate governance in the European Union: The implications for financial and narrative reporting. *International Journal of Business and Economics*, 9(1), 53-64.
- Dyer, W. (2003). The family: The missing variable in organizational research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 401-416.
- Eng, L. y Mak, Y. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Ezat, A. y El-Masry, A. (2008). The impact of corporate governance on the timeliness of corporate internet reporting by Egyptian listed companies. *Managerial Finance*, 34(12), 848-867.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E. F. y Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fan, J. y Wong, T. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401-425.
- Gandía, J. L. (2008). Determinants of interest-based corporate governance disclosure by Spanish listed companies. *Online Information Review*, 32(6), 791-817.
- Gandía, J. L. y Andrés, T. (2005). e-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: Un estudio empírico. *Comisión Nacional del Mercado de Valores (Monografías No. 8)*, 1-47.
- Garay, U. y González, M. (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194-210.
- García-Lara, J., García-Osma, B. y Penalva, F. (2007). Board of directors' characteristics and conditional accounting conservatism: Spanish evidence. *European Accounting Review*, 16(4), 727-755.
- Ghazali, N. y Weetman, P. (2006). Perpetuating traditional influences: Voluntary disclosure in Malaysia following the economic crisis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15(2), 226-248.
- Gul, F. A., Srinidhi, B. y Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314-338.
- Haniffa, R. y Cooke, T. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38(3), 317-349.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (2007). Transparency and corporate governance. *The National Bureau of Economic Research, Working Paper 12875*, 1-28.

Hill, C. y Jones, T. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-155.

Hillman, A. J., Shropshire, C. y Cannella, J. A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *The Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952.

Ho, S. y Wong, K. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-159.

Hossain, M. y Hammami, H. (2009). Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: The case of Qatar. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 25, 255-265.

Inchausti, B. G. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation. *European Accounting Review*, 6(1), 45-68.

Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Kent, P. y Steward, J. (2008). Corporate governance and disclosures on the transition to international financial reporting standards. *Accounting and Finance*, 48(4), 649-671.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.

Laksmana, I. (2008). Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. *Contemporary Accounting Research*, 25(4), 47-82.

Leal, R. P. y Carvalhal-da-Silva, A. L. (2005). Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). Working Paper. SSRN-id726261, 77.

Lefort, F. y Walker, E. (2005). The effect of corporate governance practices on company market valuation and payout policy in Chile. *Inter-American Development Bank Working Paper*, #515, 1-67.

Mallin, C. y Ow-Yong, K. (2012). Factors influencing corporate governance disclosures: Evidence from Alternative Investment Market (AIM) companies in the UK. *The European Journal of Finance*, 18(6), 515-533.

Matin de Holan, P. y Sanz, L. (2006). Protected by the family? How closely held family firms protect minority shareholders. *Journal of Business Research*, 59, 356-359.

McInerney-Lacombe, N., Bilimoria, D. y Salipante, P. (2008). Championing tough issues: How women corporate directors contribute to board deliberations. En S. Vinnicombe, V. Singh, R. J. Burke, D. Bilimoria y M. Huse, (Eds.). *Women on corporate boards of directors: Research and practice*, 123-139.

OCDE. (2004). OECD principles of corporate governance. Recuperado en Marzo de 2010, de OECD: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/>

Owusu-Ansah, S. (1998). The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting*, 33(5), 605–631.

Pahuja, A., y Bhatia, B. (2010). Determinants of corporate governance disclosures: Evidence from companies in northern India. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 9(3), 69-88.

Pincus, K., Rusbarsky, M. y Wong, J. (1989). Voluntary formation of corporate audit committees among NASDAQ firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 8, 239-265.

Qu, W. y Leung, P. (2006). Cultural impact on Chinese corporate disclosure: A corporate governance perspective. *Managerial Auditing Journal*, 21(3), 241-264.

Samaha, K. y Dahawy, K. (2011). An empirical analysis of corporate governance structures and voluntary corporate disclosure in volatile capital markets: The Egyptian experience. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 7(1-2), 61-93.

Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K., y Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, In press.

Shan, Y. G. y McIver, R. P. (2011). Corporate governance mechanisms and financial performance in China: Panel data evidence on listed non financial companies. *Asia Pacific Business Review*, 17(3), 301-324.

Simon, S. H. y Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-156.

Vander Bauwhede, H. y Willekens, M. (2008). Disclosure on corporate governance in the European Union. *Corporate Governance: An International Review*, 16(2), 101-115.

Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44, 619–656.

Watts, R. y Zimmerman, J. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Xiao, J. Z., Yang, H. y Chow, C. W. (2004). The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(3), 191-225.