GOBIERNO CORPORATIVO

SERGIO ANDRES ROJAS

PROYECTO DE GRADO II

PROFESOR:

JULIÁN BENAVIDES

UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS
PROGRAMA DE CONTADURÍA PÚBLICA Y FINANZAS
PROGRAMA DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
SANTIAGO DE CALI
23 DE MAYO DE 2012

RESUMEN

Este trabajo estudia el efecto del gobierno corporativo, sobre los resultados financieros, para las firmas del sector real y financiero, adscritos a la superintendencia financiera de Colombia, entre los años 2007 y 2010. Usando datos de panel, se realizo la regresión de tres modelos econométricos, los cuales, mostraron dichos efectos sobre diferentes razones financieras de desempeño. Los resultados sugieren, que ante aumentos en el nivel de gobierno corporativo, el sector real tiene mejores resultados, mientras que para el sector financiero, el efecto es negativo.

Palabras claves

Gobierno Corporativo, Código País, Problema de Agencia, Resultados Financieros, Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles.

Contenido

1. Introducción 5
2. REVISIÓN DE LA LITERATURA 7
Corporate Governance and Control 7
Board Independence, Stock Liquidity, and Price Efficiency 10
3. Datos y Regresiones. 12
Datos 12
Modelos de Regresión 12
Resultados 15
Análisis De Resultados 16
Modelo 1 16
Modelo 2 17
Modelo 3 19
4. CONCLUSIONES 21
5. Consideraciones Finales 23

OBJETIVOS

OBJETIVO GENERAL

- Estudiar el efecto del nivel de Gobierno Corporativo en los resultados financieros para las firmas del sector real y financiero en Colombia.

OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Recopilar información teórica sobre los impactos que tiene el Gobierno Corporativo en la empresa.
- Indagar sobre las prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia.
- Estructurar un modelo que permita medir ver el efecto del Gobierno corporativo en los resultados de las empresas.

1. Introducción

El gobierno corporativo, son todos aquellos proceso y sistemas, de los que se vale una empresa, para dirigirse y autogobernarse. Estas tienen en cuenta, las relaciones entre los diferentes grupos de interés y podes de decisión, como los accionistas, la junta directiva y la alta gerencia.

Las buenas practicas de gobierno corporativo, buscan traer equilibrio entre estos poderes, para que las relaciones sean equitativas, las decisiones objetivas y los actos transparentes; todo esto tiene como objetivo, proteger a las partes interesadas y a los grupos minoritarios que tienen interés sobre una compañía. Al generar un ambiente de buenas relaciones internas, se genera confianza en los proveedores, acreedores e inversionistas.

Para poder lograr esto, las empresas invierten valiosos recursos y esfuerzos, por esto, una empresa puede preguntarse si dicha inversión se justifica financieramente y se traducen en mejores resultados. Antes de dar respuesta a esta interrogante, primero se debe saber como medir el nivel de gobierno corporativo, y para esto, la superintendencia ha adelantado una encueta que permite esto, la encuesta “Código País”

La encuesta “Código País” es una iniciativa de la superintendencia financiera de Colombia, que contiene un conjunto de medidas concretas, de adopción voluntaria, que pretende ser una guía de las mejores prácticas corporativas. Las preguntas de dicha encuesta se centran en cuatro grupos: la asamblea general de accionistas, la junta directiva, revelación de información financiera y

no financiera y solución de controversias. Estas recomendaciones, no pretenden ser un marco paralelo a lo requerido por la ley, si no un complemento a estas. Para cada una de las 79 preguntas, la empresa debe responder si dicha recomendación se aplica o no, dichas preguntas se agrupan en medidas (41 en total) que pueden estar implementadas (I), parcialmente implementadas (P), no implementadas (N) o excluida (E).

El motivo por el que el cual, el gobierno adelanta este tipo de esfuerzo, es por los beneficios que recalcan algunos escritos, estudios de campo e investigaciones. Estos beneficios van dirigidos a los accionistas, pues al hacer mas eficiente el manejo corporativo, se reducen los riesgos, se genera valor y se dan mejores resultados financieros. De hecho, la superintendencia se justifica cunado di que “la experiencia internacional demuestra que el mejoramiento de las prácticas de buen gobierno requiere de la acción conjunta de las autoridades gubernamentales, las empresas y los inversionistas”; no es un trabajo que dependa de una sola parte.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

Corporate Governance and Control

En este escrito se centra en el problema básico del gobierno corporativo: los cambios en una firma, por parte de un grupo poderoso de la misma, que puede tener perjuicios para los demás interesados. De hecho, para los autores el asunto más importante es como regular los grandes grupos activos dentro de una firma y proteger a los grupos minoritarios vinculados a la empresa que son propensos al riesgo por malos manejos administrativos, para lograr un balance entre la dirección administrativa, la gerencia y los accionistas.

La importancia de estos problemas, radica en varios factores. Uno de ellos es que las empresas que eran del dominio estatal, han pasado a manos de particulares, convirtiendo al estado no solo en un ente de control, si no en un accionista e inversor mas en estas compañías. La seguridad social depende del buen manejo empresarial, en especial, aquellos asuntos que dependen del ahorro de la clase trabajadora. La internacionalización también a cumplido su parte, pues se necesita un marco regulatorio para todos esos capitales extranjeros con poder de decisión. Pero en los últimos años, lo que mas has puesto sobre la mesa la discusión, es la cantidad de escándalos en Estados Unidos y Europa que pusieron en entredicho a los entes de control y las medidas de protección desde el gobierno corporativo.

Este tipo de conflicto, llamado problema de acción colectiva, se puede mitigar por medio de 5 alternativas: la concentración parcial de la propiedad y el control en manos de unos pocos inversionistas mayoritarios, adquisiciones hostiles y concursos de votación que concentran el poder cuando es necesario, delegación y control en manos de la junta directiva, alineación de los intereses administrativos y los de los inversionistas por medio de contratos de compensación ejecutiva y la definición explicita de las metas de los CEOs para bloquear decisiones que van en contra de los intereses de los inversionistas .

Los autores llegan a la conclusión que , la regulación en materia de gobierno corporativo por parte del gobierno es necesaria para superar el problema de acción colectiva (o la falta de ella) entre los accionistas, y para asegurar que los intereses de todas las partes, se vean representados y protegidos.

Existen modelos de posesión de una compañía, para los que se hace evidente el problema de agencia. El primero es el modelo takeover o toma agresiva, en la que hay una parte (the rider) que hace una oferta de compra por todas, o una parte significativa, de las acciones en el mercado, y se entiende como exitosa si la parte interesada adquiere más del 50%, sin embargo, que las eficiencia depende de las medidas anti–adquisición que tome la compañía, lo que torna la intervención particularmente difícil.

Los modelos Blockholders consisten en una estructura semi -concentrada con al menos un accionista mayoritario, que tenga interés en monitorear las acciones de la gerencia y tener poder suficiente para implementar cambios

administrativos, lo que permite ejercer un control y monitoreo constante, sin embargo, el poder que ostentan los grandes accionistas es que el poder que ostentan puede ser usado para expropiar, negociar o hacer colusiones para hacer prevalecer sus propios intereses personales, a expensas de los accionistas minoritarios.

Otro tipo de modelo es el Delegated monitoring and large creditors, el cual consiste en que un acreedor adquiere poder sobre las decisiones de la firma, debido a que hay grandes sumas de dinero en juego. Este sistema ofrece una modo de resolver el problema de acción colectiva, sin embargo, la efectividad depende en los incentivos para monitorear, que su ves dependen por la regulación del banco. Este sistema funciona muy bien en situaciones económicas buenas, pero puede acrecentar las situaciones negativas de presentarse una crisis.

El Board model, sugiere el una junta directiva, vigile y monitoree a los CEOs. Este modelo ha enfrentado duras críticas en los últimos años, pues esta figura actúa como una fachada debido a que el CEO tiene gran influencia sobre las decisiones de la junta y goza de mayor información. Por lo general, los participantes de la junta tienen poca participación en los beneficios financieros de la, por lo que prefieren un papel de asesor mas que un papel de monitoreo exhaustivo.

Los modelos Executive compensation, proponen estructurar los beneficios del CEO para que su objetivo y el de los accionistas sea el mismo. Hay varias

formas de lograr esto, uno de los más usados es partir de un salario básico, aumentando el salario con bonos de desempeño en el corto y el largo plazo, también compensaciones pagadas en acciones (o paquetes de opciones sobre acciones), beneficios de pensión o indemnización por despido. Este modelo tiene el mismo problema que el anterior, pues se le da mucho peso a los resultados, mas que a la regulación, monitoreo o control.

Board Independence, Stock Liquidity, and Price Efficiency

Este estudio se centra en el papel de una junta directiva independiente. De acuerdo a la teoría, la junta ejercerse el mayor control hacia la administración; el trabajo empírico muestra que la firma con gran índice de independencia son menos probables de caer en fraude o desviación de recursos por intereses personales, al mismo tiempo que se generan reportes financieros con mayor frecuencia y proyecciones más exactas.

Para este estudio, el autor propuso una forma medir la independencia de la junta directiva. En este caso, una junta directiva es independiente si: el 50% de los miembros de la junta son directores independientes; el 50% de los miembros del sub comité de auditoría, nominación y remuneración (cada una por separado) son directores independientes; la posesión del CEO es relativamente menor que la de otros directores; mayoría de directores independientes en al menos el promedio de numero de juntas

El estudio llega a la conclusión que hay una liquidez y eficiencia mayor y significativa para las formas que adoptan una estructura que es efectivamente separada de la administración y se le dan incentivos para ejercer la vigilancia financiera.

3. Datos y Regresiones.

Datos

Los datos provienen de dos fuentes. La primera, es la información financiera, para las empresas del sector real y financiero, que se encuentran en la base de datos SIMEV, en la sección de registro nacional de valores y emisores en la superintendencia financiera de Colombia; de aquí se usaron los datos necesarios para hallar las razones financieras necesarias, usadas en los modelos de regresión usados mas adelantes. La segunda fuente de datos, son los índices del nivel de gobierno corporativo para dichas empresas; estos provienen de la base de datos del trabajo “Gobierno Corporativo” (Daniela Cardozo, Universidad ICESI, Cali-Colombia, 2012).

Del universo de empresas, fueron útiles 168 empresas, ya que cumplían con los requisitos de información necesaria. De estas, 49 pertenecen al sector financiero y 119 al sector real. Los datos usados fueron para los años 2007, 2008, 2009 y 2010; para la mayoría de las empresas, los datos están disponibles para los 4 años, pero algunas pocas no. La cantidad de datos usados realmente son 545, para 155 grupos.

Modelos de Regresión

Se han planteado los siguientes modelos.

(1)

(2)

(3)

En donde puede ser , , y para la firma i en el momento t. la definición de las variables independientes se presenta en la siguiente tabla

	El nivel de gobierno corporativo de la empresa i, en el momento t
	Es una medida de tamaño de la empresa i en el momento t. Se define como el logaritmo natural de los activos
	Es una medida de apalancamiento de la empresa i en el momento t. Se define como la razón entre la deuda y los activos
	Es una variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa pertenece al sector financiero y 0 en caso contrario

	Representa el efecto que tiene el gobierno corporativo, si la empresa pertenece al sector financiero
	Representa el efecto adicional que tiene el tamaño, si la empresa pertenece al sector financiero
	Representa el efecto adicional que tiene el apalancamiento, si la empresa pertenece al sector financiero
	Es el efecto conjunto entre el nivel de gobierno corporativo y el tamaño de la compañía
	Es el efecto conjunto entre el nivel de gobierno corporativo y el apalancamiento de la compañía
	Es el efecto conjunto entre el nivel de gobierno corporativo y el tamaño de la compañía, para aquellas que pertenecen al sector financiero
	Es el efecto conjunto entre el nivel de gobierno corporativo y el apalancamiento de la compañía, para aquellas que pertenecen al sector financiero

Cada modelo tiene un propósito específico. El modelo (1) muestra el efecto de la las variables independientes sobre la dependiente, a lo largo de toda la muestra, para la empresa i en el momento t. el modelo (2) también muestra este efecto, pero distinguiendo entre el sector al que pertenece la empresa; se

trata de identificar dichos efectos para los sectores, de manera independiente. El modelo (3), no solo distingue entre el sector económico de la empresa, si no que también intenta distinguir el efecto del gobierno corporativo, en conjunto con diferentes niveles de tamaño y apalancamiento de la empresa.

Resultados

Debido a que se trata de datos de panel, el método escogido para realizar la recesión fue Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (Feasible GLS). Los resultados se presentan en la siguiente tabla

	$mebit_{i,t}$			$mudi_{i,t}$			$roa_{i,t}$			roe_{it}		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3	1	2	3
Governance	0.0905***	0.134***	-1.151***	0.0294*	0.0625**	-2.177***	0.00578**	-0,000108	-0.226***	-0.0374***	-0,00699	-0.509***
	(0,014)	(0,022)	(0,311)	(0,018)	(0,024)	(0,252)	(0,002)	(0,007)	(0,067)	(0,014)	(0,012)	(0,113)
Size	0.0440***	0.0480***	-0,0259	0.0389***	0.0423***	-0.0891***	0.00277***	0.00599***	-0,00293	0.0101***	0.00639***	-0.0188***
	(0,003)	(0,004)	(0,016)	(0,003)	(0,004)	(0,012)	(0,000)	(0,001)	(0,003)	(0,002)	(0,001)	(0,006)
Leverage	-0.230***	-0.205***	0,00712	-0.242***	-0.284***	0.145*	-0.0698***	-0.0555***	-0.113***	0.0382***	0.0258**	-0,0525
	(0,012)	(0,020)	(0,087)	(0,019)	(0,025)	(0,084)	(0,003)	(0,005)	(0,020)	(0,011)	(0,012)	(0,060)
Financial		0.538***	-1.150***		0.438***	-1.366***		0.107***	-0,073		-0,0252	-0.712***
		(0,087)	(0,326)		(0,071)	(0,230)		(0,016)	(0,066)		(0,058)	(0,228)
Gov-Fin		-0.181***	2.629***		-0.0801**	2.800***		-0,00422	0.309***		-0.177***	1.033***
		(0,047)	(0,507)		(0,040)	(0,369)		(0,008)	(0,116)		(0,044)	(0,393)
Size-Fin		-0.0291***	0.0451**		-0.0245***	0.103***		-0.00374***	0,0032		0.0173***	0.0490***
		(0,007)	(0,022)		(0,005)	(0,016)		(0,001)	(0,004)		(0,004)	(0,016)
Leverage-Fin		-0,0574	0.753**		-0,000303	0,174		-0.0683***	0,0753		-0.106**	0,253
		(0,074)	(0,293)		(0,054)	(0,202)		(0,015)	(0,059)		(0,054)	(0,198)
Gov-Size			0.115***			0.213***			0.0150***			0.0403***
			(0,026)			(0,021)			(0,005)			(0,010)
Gov-Leverage			-0.379**			-0.812***			0.107***			0,153
			(0,148)			(0,147)			(0,034)			(0,100)
Gov-Leverage-Fin			-0.118***			-0.204***			-0.0119*			-0.0588**
			(0,034)			(0,027)			(0,007)			(0,027)
Gov-Size-Fin			-1.377***			-0,181			-0.250**			-0.554*
			(0,437)			(0,304)			(0,103)			(0,317)
Constant	-0.401***	-0.474***	0.356*	-0.299***	-0.353***	1.043***	0.0304***	-0,0151	0.115***	-0.0494***	-0,021	0.284***
	(0,027)	(0,050)	(0,188)	(0,034)	(0,051)	(0,149)	(0,004)	(0,010)	(0,040)	(0,019)	(0,019)	(0,069)
Observations	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545
Number of conf	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155
W-test	554,2	337	249,6	246	300,3	643,8	722,7	799,5	452,5	109	222,2	206
Prob>chi2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Análisis De Resultados

Para ver la interpretación de las coeficientes estimados, vamos a dividirlo en los diferentes modelos.

Modelo 1

Constant: este coeficiente representa a , es decir, la constante. Este es el valor de la variable independiente, que no depende de ningún otro factor. Para todas las variebles independientes, es significativo con un nivel del confianza del 99%

Governance: este corresponde a . Este representa el cambio de la variable independiente, ante un cambio en el índice de gobierno corporativo. Para todas las variables independientes es positivo, y significativo al menos hasta un nivel de confianza del 95%

Size: este representa a . Este muestra el cambio de la variable dependiente, ante una variación en la medida de tamaño de la empresa. En todos los casos es positivo y significativo con un nivel de confianza del 99%

Leverage: este valor representa a . Este es el cambio en la variable independiente, ante una variación en el nivel de apalancamiento de la empresa. Para las variables , y el efecto es negativo, mientras que

para el efecto es positivo. Para todos los casos, este coeficiente es significativo con un nivel de confianza del 99%.

Es importante destacar que este modelo tiene en cuenta todas las empresas de la muestra. Debido a esto las conclusiones son generales, es decir, un mayor de nivel corporativo, lleva a mejores indicadores de resultados para una empresa i en el momento t.

Modelo 2

En este modelo, la muestra se fracciona en dos grupos: aquellas empresas que perteneces al sector real, y las que pertenecen al sector financiero. Esto se logra mediante la variable que toma el valor de 1 si la empresa pertenece al sector financiero y cero en caso contrario.

Para interpretar los coeficientes de manera correcta, se debe tener en cuenta lo siguiente:

Por ultimo, la constante se puede expresar

Cada variable tiene un efecto diferente, dependiendo al sector económico al que pertenece. Lo que importa para este estudio, es el impacto que tiene el gobierno corporativo sobre las diferentes razones variables independiente. Estos resultados están resumidos a continuación

_____

_____

_____

_____

Aunque se tiene que hacer estudios sobre el nivel de significancia conjunta para el sector financiero, podemos decir, que individualmente, que es significativo, al menos con un 95% de confianza, cuando es igual a y pero no son significativos para , y . Es significativo, al menos con un 95% de confianza, para , y pero no es significativo para

Para el sector real, el efecto del gobierno corporativo sobre el margen ebit y sobre el el margen udi es positivo, mientras que para el roa y el roe el negativo. Para el sector financiero, el efecto es negativo para todas las variables independientes. Este es un resultado interesante, pues si bien el resultado es ambiguo para el sector real, el gobierno corporativo tiene un efecto negativo sobre los resultados del sector financiero.

Modelo 3

El propósito de este modelo, es indagar sobre el efecto del gobierno corporativo, cuando esta en interacción con otras variables. Para hacerlo corto el análisis de este modelo, se limitara solo a la variable que denomina el nivel de gobierno corporativo, así que, el efecto de esta variable se puede ver en el siguiente análisis.

Esto nos indica que el efecto del gobierno corporativo sobre la variable independiente, tiene un componente fijo, representado por y para el sector real y financiero respectivamente, y dos variables representados por y según la medida de tamaño para el sector real y financiero respectivamente y y que depende del nivel de apalancamiento de la empresa, para el sector real y financiero respectivamente.

Al igual que para el caso anterior, solo podemos sacar conclusiones sobre la significancia individual de los coeficientes. En este caso , y son

significativos con un nivel de confianza del 99% para cualquiera de las variables independientes. es significativo con un 99% de confianza cuando la variable independiente es y , del 95% para y 90% para . es significativo con un nivel de confianza del 99% para y , un 95% de confianza para y no es significativo para el . por ultimo es significativo con un 99% de confianza cuando la variable independiente es , del 95% para el , 90% para y no es significativo para .

Dentro de los resultados importantes, el efecto fijo del gobierno corporativo, para el sector real, es negativo para todos los casos, sin embargo es positivo para todas las variables independientes, cuando la empresa pertenece al sector financiero. En cuanto al efecto conjunto entre el gobierno corporativo y el tamaño de la empresa, hay un efecto positivo para todas las variables independientes, cuando la empresa pertenece al sector real y para y en el sector financiero. Para el efecto conjunto con el nivel de apalancamiento, el efecto es negativo para todos los casos en el sector financiero y para y en el sector real.

4. CONCLUSIONES

Independientemente de estos resultados, el trasfondo de las buenas practicad de gobierno corporativo, tratan de mantener el equilibrio entre los entes de control de una firma, para proteger a toda las partes, tanto externas como internas. Esto incluye los acreedores, accionistas, inversores, socios, proveedores y todos aquellos que tengan un interés en la compañía. Como medida de protección a los grupos minoritarios, son validos todos los esfuerzos que se adelanten de manera mandatorio o voluntaria.

Bajo esta premisa, se ha adelantado la encuesta “Código País”, por parte de la superintendencia financiera, la cual pretende crear una convicción de las bondades de las buenas prácticas del gobierno corporativo, por medio de recomendaciones que no se limitan solo a la norma.

El nivel gobierno corporativo, para las empresas del sector real y financiero en Colombia, tiene efectos ambiguos. Por medio de los modelos presentados, podemos decir que el gobierno corporativo tiene un efecto positivo y significativo, cuando no se distingue el sector económico de la empresa. Esto puede llevar a pensar que un aumento en los niveles de gobierno corporativo, lleva mejores resultados económicos. Este resultado, justifica los esfuerzos que hace superintendencia financiera de Colombia para implementar buenas prácticas corporativas.

Cuando se distingue entre empresas del sector real y financiero, el efecto que tuene un mayor nivel de gobierno corporativo es negativo para el sector

financiero, pero positivo en el sector real, al menos para el margen ebit y el margen udi. En este caso no podemos hablar de un efecto general, pero es interesante ver como cambia el efecto del nivel de gobierno corporativo, dependiendo del sector económico al que pertenece una firma.

Cuando el nivel de gobierno corporativo, entra en interacción con otras variables, los efectos también son diferentes según el sector en el que se encuentre la firma. Entre los resultados mas generales, se destaca que el efecto positivo, que tiene para el sector real, la interacción entre el gobierno corporativo y el tamaño y el efecto negativo para el sector financiero que tiene el nivel de gobierno corporativo y el apalancamiento de la empresa.

5. Consideraciones Finales

Las regresiones presentadas en este trabajo, se hicieron bajo el método Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (Feasible GLS), lo cual transforma la matriz de varianzas y covarianzas de las perturbaciones por una matriz simétrica invertible. Esto causa que se cambien las variables, pero no los parámetros, pero sigue siendo un modelo de regresión lineal.

Usar este método es pertinente en este caso, ya que se trata de datos de panel. Sin embargo, las medidas de ajuste tradicionales, como R y R^2, no son adecuadas, teniendo en cuenta las transformaciones necesarias para hallar los coeficientes. Esto hace necesario que se hagan los estudios necesarios para hallar dichos ajustes

Por otro lado, es necesario hacer pruebas de hipótesis, que se ajuste a este método de regresión, que permita conocer el nivel de confianza, de las iteraciones que se presenta en algunos de los modelos. Al igual, las pruebas de problemas econométricos se deben realizar teniendo en cuenta este método.

Estos estudios no se hacen en este trabajo, debido a que requieren un conocimiento avanzado en econometría.

6. BIBLIOGRAFÍA

- BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; y RÖELL, Ailsa. Corporate Governance and Control. ECGI Working Paper Series in Finance N°. 02/2002.
- Superintendencia financiera de Colombia, Gobierno Corporativo, Informes 2008, 2009, y 2010.
- Colombia Capital, Gobierno Corporativo, 2009.
- Angelo Aspris, Alex Frino. Board Independence, Stock Liquidity, and Price Efficiency. Faculty of Economics and Business, University of Sydney. Sydney NSW 2006, Australia