

El Gobierno de la Empresa en un Contexto Internacional: Una Revisión

Mauricio Jara Bertín^{1,2}

¹ *Departamento de Administración, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile, Santiago, Chile*

² *Premio Extraordinario de Doctorado (Economía), Curso 2010-2011*

Resumen Sin lugar a dudas, en este último tiempo, a la luz de los problemas que surgen por la separación entre la propiedad y el control, cuestión tan común a la gran empresa societaria moderna, ha surgido un movimiento denominado “Gobierno Corporativo” enfocado en el entendimiento, definición, medición y minimización de los conflictos entre participantes de la empresa o, con mayor precisión, en minimizar el impacto que tienen dichos problemas en el valor empresarial. En consecuencia, el gobierno corporativo abarca el conjunto de mecanismos tanto institucionales como de mercado que inducen a quienes gestionan la empresa a modificar su comportamiento orientándolos a un objetivo común que es la maximización del valor residual de los flujos de efectivo generados por la empresa en el interés del accionista.

Palabras clave Gobierno Corporativo, Marco Institucional, Convergencia Internacional.

Clasificación JEL L16, L22.

Correspondencia a: Mauricio Jara Bertín (e-mail: mjarab@fen.uchile.cl)

1. Introducción

Sin lugar a dudas, en este último tiempo, a la luz de los problemas que surgen por la separación entre la propiedad y el control, cuestión tan común a la gran empresa societaria moderna, ha surgido un movimiento denominado “Gobierno Corporativo” enfocado en el entendimiento, definición, medición y minimización de los conflictos entre partícipes de la empresa o, con mayor precisión, en minimizar el impacto que tienen dichos problemas en el valor empresarial. En consecuencia, el gobierno corporativo abarca el conjunto de mecanismos tanto institucionales como de mercado que inducen a quienes gestionan la empresa a modificar su comportamiento orientándolos a un objetivo común que es la maximización del valor residual de los flujos de efectivo generados por la empresa en el interés del accionista.

Entre las definiciones más destacadas que nos ofrece la literatura, se encuentra la de Shleifer y Vishny (1997), quienes entienden gobierno corporativo como el conjunto de mecanismos que intentan garantizar a los aportantes de recursos la remuneración correspondiente a sus inversiones. En otras palabras, el gobierno de la empresa intenta delimitar el conjunto de mecanismos que permita a los inversionistas externos -outsiders- protegerse contra la expropiación de los internos -insiders- a la empresa.

El gobierno corporativo ha despertado gran interés entre legisladores, académicos y profesionales durante las últimas décadas (Shleifer y Vishny (1997)). Sus orígenes en la investigación datan de la década de los setenta, y originariamente versó sobre el gobierno de la empresa en Estados Unidos. A principios de los noventa, comenzaron a surgir los primeros trabajos en otros países cuyas economías eran de las mayores a nivel mundial Japón, Alemania y Reino Unido-. En los últimos años, hemos asistido a una proliferación para distintos escenarios alrededor del mundo, ya sea en economías desarrolladas y emergentes. Como resultado, se ha constituido un gran y creciente cuerpo literario en el área de la economía de la empresa en un contexto internacional.

En su revisión, Denis y McConnell (2003) distinguen dos generaciones en la investigación de esta área. La primera generación generalmente ha tratado de

responder ciertas preguntas específicas a un mecanismo de gobierno en particular. Una primera pregunta que destaca sobre el resto se encuentra en concordancia con la idea de si los mecanismos de gobierno tienen alguna influencia sobre el mejoramiento del desempeño empresarial -medido generalmente por medio de la rentabilidad empresarial en relación al valor de mercado-. Las otras preguntas abordadas por la investigación son si estos mecanismos de gobierno afectan de manera partícular a la toma de decisiones por parte de los controladores de la empresa -e.g., prácticas de gestión del beneficio, decisiones operativas, reemplazos, políticas de inversión y reacciones respecto a ofertas externas por el control-.

Desde un punto de vista internacional, la denominada segunda generación en investigación de gobierno corporativo nace a la luz del trabajo publicado por La Porta et al. (1998) titulado "Law and Finance" en donde se argumenta que el grado de protección de los derechos del inversor se encuentra determinado por la legislación de cada país -y el grado de ejecución de las leyes-. Entonces, al aparecer la estructura legal basada en el grado de protección al inversor, resulta también de especial importancia el grado de desarrollo de los mercados financieros y la estructura de gobierno dentro de las empresas alrededor del mundo. De esta manera, se comprueba que las características institucionales y jurídicas de los entornos legales en los que las empresas operan modelan los conflictos de intereses y el funcionamiento de los mecanismos de control (La Porta et al. (1998); La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer, (1999); La Porta et al. (2000)). De hecho, como apuntan Becht y Röell (1999) y Bianco y Casavola (1999), mientras en entornos como el anglosajón con una marcada dispersión de la propiedad y una cierta falta de iniciativa por parte del accionariado hacen que el problema de agencia más notorio sea el derivado de la relación entre accionistas y directivos, el problema dominante en entornos como el de Europa continental domina una marcada concentración del poder de voto y, en consecuencia, el problema de agencia más notorio es entre accionistas de referencia -controladores- y accionistas minoritarios.

En la presente revisión de literatura analizaremos los principales rasgos ligados a la conceptualización de la empresa como entramado contractual en un contexto

internacional y su nexa en la resolución de problemas derivados de la separación entre la financiación y la gestión de la empresa.

2. Gobierno Corporativo y Marco Legal Institucional

Investigaciones recientes han puesto de manifiesto que los entornos económicos en los que operan las empresas no son iguales, que los problemas de gobierno no coinciden, que las soluciones propuestas para un contexto pueden no ser transferibles a otros ámbitos y que, en definitiva, hay que tener en cuenta factores de carácter institucional a la hora de analizar las decisiones empresariales. Esta corriente de trabajo ha dado origen al enfoque Law and Finance y está en la base de numerosos avances que estudian la influencia de los distintos aspectos institucionales en las políticas de la empresa. Autores como La Porta et al. (1997, 1998, 1999 y 2000) y Levine (1998, 1999), pioneros de este enfoque, confirman que las empresas presentan diferentes patrones de comportamiento según el país en el que operan y que estas disimilitudes obedecen fundamentalmente a la tradición legal de cada país concebida en un sentido amplio. Como apunta Merryman (1985) *“una tradición legal no es un conjunto de reglas legales acerca de contratos, empresas o delitos, aunque estas reglas tengan casi siempre reflejo de algún tipo en esa tradición. Es más un conjunto de actitudes, históricamente condicionadas y profundamente arraigadas, sobre la naturaleza del derecho, sobre el papel de la ley en la sociedad y la forma de gobierno, sobre la adecuada organización y funcionamiento del sistema legal, y sobre la vía en que la ley es o debe ser legislada, impartida, estudiada, perfeccionada y enseñada. La tradición legal relaciona el sistema legal con la cultura, de la cual, es una expresión parcial”*.

Desde esta perspectiva se entiende que la tradición legal inspire no solamente la configuración del marco legal de un país, sino también el desarrollo de sus instituciones económicas y políticas, y entre ellas, de sus empresas. En éste último caso, La Porta et al. (1998) particularizan esta influencia a través tanto del grado

de protección de los derechos de los inversores como del grado de efectividad de las instituciones a la hora de hacerlos valer¹.

En este sentido existen dos grupos de países, asociados a las dos tradiciones legales y con perfiles financiero-jurídicos notablemente diferentes. Por un lado, existe una tradición legal de la *Common Law* basada en un derecho consuetudinario y predominante en países de origen Anglosajón y, por otro lado, existe una tradición legal Civil predominante en países continentales Europeos. En términos generales, se puede afirmar que los países de tradición anglosajona conceden una mejor protección legal a accionistas y acreedores que los países de tradición legal civil, siendo tan crítica esta distinción que las diferencias en términos de distribución de la propiedad corporativa, importancia de los mercados financieros o configuración del perfil de relaciones entre los stakeholders, por poner algunos ejemplos, no son sino consecuencias de la asimétrica protección legal a los inversores (La Porta et al. (1999, 2000 y 2002)). Las implicaciones de tan variado mapa de derechos de accionistas y acreedores sobre la estructura de propiedad y de capital de las empresas son inmediatas.

Los inversores en los entornos legales civilistas reaccionan ante esta desprotección mediante la adquisición de paquetes accionariales de mayor tamaño creando así estructuras de propiedad más concentradas. Los datos que ofrece la literatura a este respecto hablan por sí mismos: el 16 % de las empresas británicas posee un accionista de referencia frente al 79 % de las empresas francesas y al 85 % de las empresas alemanas (Franks y Mayer (2001)). En la misma línea, la participación media de los cinco principales accionistas se sitúa en el 25 % y el 20 % en EE.UU. y Gran Bretaña respectivamente, mientras que sus homólogos japoneses y alemanes poseen, por término medio, el 33 % y el 41 % de la propiedad de las empresas (Allen y Gale (2001)).

La estructura de capital de las empresas también se encuentra muy influida por la diferente protección de los inversores. El distinto marco legal e institucional del país modela los problemas de gobierno y, con frecuencia, propicia una mayor orien-

¹ Hemos optado por esta expresión como traducción del término inglés enforcement.

tación hacia la banca o hacia los mercados financieros como medio de canalización de recursos financieros. Esta célebre dicotomía entre intermediarios y mercados financieros (Allen y Gale (2001)) se encuentra en la base de las diferencias en la estructura productiva de los países así como de las decisiones de endeudamiento de sus empresas (Maroto y Melle (2000, 2001)). Se constata nuevamente la existencia de dos grupos de países, unos de orientación anglosajona en los que los mercados de capitales asumen el protagonismo a la hora de poner en contacto a ahorradores finales con prestatarios finales, y otros de orientación continental -sin que esto signifique excluir a Japón en los que la banca y otros intermediarios financieros son el modo predominante de transferir recursos de unidades de gasto con superávit a las unidades de gasto con déficit. Como cabe suponer, aunque no sean criterios de clasificación totalmente coincidentes, esta tipología presenta muchas concomitancias con la tradición legal y de facto se observan niveles de apalancamiento significativamente distintos entre las empresas del entorno anglosajón y las empresas del entorno civilista.

Las comparaciones internacionales, en general, atribuyen una mayor ratio de endeudamiento a los países de origen legal civil en comparación con sus homólogos de ley común (Franks y Mayer (1997), Salas Fumás (1999), Allen y Gale (2001), Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2001)). Y, más allá de la estructura financiera, se observan también diferencias muy considerables en la procedencia de la deuda, de modo que las corporaciones de los países civilistas recaban mayoritariamente financiación de los intermediarios financieros mientras que el endeudamiento de las empresas del entorno legal consuetudinario proviene fundamentalmente de los mercados de bonos.

Por todo ello se hace evidente que el planteamiento de los problemas de gobierno en las empresas de uno u otro sistema legal no puede ser ajeno a las claras diferencias en términos de estructura de capital y de propiedad. Mientras que en las empresas anglosajonas el problema de gobierno básico adquiere una dimensión vertical derivada de la relación entre la dirección y un conjunto disperso de accionistas propietarios de pequeñas participaciones, el conflicto más relevante en

las empresas de países de tradición legal civil adopta una dimensión horizontal enfrentando al accionista mayoritario -propietario de un gran bloque de acciones- con el conjunto de los accionistas minoritarios.

En la dimensión horizontal del problema, la gerencia actúa bajo la estrecha supervisión del accionista mayoritario y toma las decisiones en función de los dictados del mismo. En tal escenario los accionistas minoritarios se convierten en objeto de posibles comportamientos expropiatorios por parte del accionista mayoritario que busca la consecución de sus propios intereses. Esta expropiación puede concretarse en la transferencia de activos y beneficios fuera de la empresa en provecho del accionista mayoritario a través, por ejemplo, del exceso de derechos de voto en comparación con los derechos de cash flow por medio de estructuras piramidales o propiedad cruzada, de la venta de activos, la firma de contratos en favor de otras empresas bajo su control, la apropiación de dinero en efectivo, la contratación de miembros con los que mantiene vínculos familiares, etc.

A este respecto la literatura financiera ha mostrado que en Europa Continental los grandes accionistas refuerzan su poder mediante el establecimiento de vínculos familiares con otros accionistas y a través de la participación en corporaciones interpuestas que poseen, a su vez, participación en la empresa original Faccio y Lang (2002). Este entramado de pirámides de propiedad y participaciones cruzadas confiere a estos accionistas un exceso de derechos de control en relación a su participación en el excedente empresarial lo que facilita la extracción de beneficios privados en detrimento de los intereses del resto de accionistas minoritarios.

Pero este exceso de derechos de control en manos del accionista mayoritario no sólo incide en su relación con los accionistas minoritarios sino que también afecta al resto de partícipes de la empresa. A modo de ejemplo, el afán de transferir recursos fuera de la empresa puede conllevar desinversiones que provoquen pérdidas de empleo. Desde esta perspectiva es posible poner en tela de juicio algunas de las recientes fusiones y adquisiciones de empresas llevadas a cabo en Europa. Estas operaciones, auspiciadas por los grandes accionistas para aumentar sus cuotas de poder en la nueva empresa fusionada o absorbida -más recursos y más activos

bajo su control-, acarrear en muchos casos pérdidas de valor en la cotización de las acciones y traumáticas políticas de desempleo.

En la medida en que las relaciones contractuales vienen afectadas por la distribución de derechos de las partes contratantes, la configuración del tejido de relaciones dentro de la empresa dependerá del marco institucional de cada país. En este sentido, la utilización de los mecanismos de gobierno corporativo y los propios problemas a que esos mecanismos tratan de dar solución están estrechamente vinculados con el entorno legal de cada país. En otras palabras, los mecanismos de gobierno corporativo adoptarán un perfil distinto en cada entorno institucional como consecuencia de los distintos problemas de gobierno afrontados.

3. ¿Hacia una Convergencia Internacional en el Gobierno Corporativo?

Tanto el modelo centrado en intermediarios financieros, genéricamente de base de ley civil, como el modelo basado en los mercados financieros, cuya base legal suele ser de ley común, no parecen recoger aspectos de los países relacionados con la independencia de su origen legal y con la evolución que cada país en particular ha tenido en la incorporación de cambios en sus sistemas de organización financiera en un proceso dinámico en donde se han adoptado particularidades que mejor engranen con sus sistemas financieros (Denis y McConnell (2003)). Puesto que estos cambios no han tenido la misma intensidad ni la misma profundidad en todos los países, cabe esperar este proceso evolutivo en los sistemas financieros en el intento de aprovechar los aspectos positivos que sin duda poseen estos dos modelos².

Evidencia empírica reciente ha propuesto que el entorno legal y regulatorio de un país puede ayudar a explicar distintas reacciones de los inversores a eventos

² Sin embargo, en el proceso de reformas de los sistemas financieros de cada país se ha marcado un ritmo diferente por lo que se puede observar que en algunos casos se han agrandado las diferencias entre sistemas financieros de países que comparten una base legal común y se han reducido las diferencias entre países con diferentes tradiciones legales.

similares (Rossi y Volpin (2004), Moeller y Schlingemann (2005)). De esta forma, los distintos entornos legales dan pie a dos sistemas de gobierno bien diferenciados que la literatura ha clasificado de acuerdo a su función en la ejecución de las leyes y regulación: el sistema anglosajón y el sistema continental europeo. Cada sistema intervienen de manera distinta en la asignación del control sobre el comportamiento estratégico de la empresa generando distintos problemas de incentivos y supervisión en las decisiones. También ambos sistemas de gobierno poseen marcadas diferencias en relación a su estructura de propiedad, organización de su sistema financiero, presencia de inversores institucionales y participación del equipo directivo en la propiedad. Sin embargo, pese a la divergencia entre dos sistemas de gobierno bien marcados, existen diferencias entre países pertenecientes a un mismo modelo -e.g., Canadá y EEUU- aunque las diferencias más significativas se encuentran entre los modelos de gobierno.

La literatura pionera en estos análisis viene referida al ámbito estadounidense, que como hemos mencionado, se caracteriza por su marcada orientación al mercado como manera de organizar su actividad financiera y a los mecanismos de control del gobierno de la empresa, así como la especialización en términos de propiedad y administración de la empresa -entorno anglosajón-. En consonancia con esta apreciación, la propiedad en las empresas se encuentra sumamente diluida entre gran cantidad de accionistas que ejercen un control minoritario aunque últimamente la aparición de inversores institucionales ha supuesto una participación sobre el patrimonio más significativa generando mayores incentivos para el control, formando estructuras de propiedad más concentradas. En contraste con el enfoque orientado al mercado, en el ámbito de Europa continental la propiedad y el control de las empresas es más significativo, siendo más frecuente observar una propiedad más concentrada caracterizada por un control de las empresas por parte de accionistas mayoritarios y una participación más activa de la intermediación en la provisión de recursos financieros y en el gobierno corporativo. En esta línea Himmelberg et al. (2002) conjeturan que la falta de protección al inversor tiende a forzar a los internos a poseer grandes porciones de patrimonio de las empresas que ellos admi-

nistran, teniendo al mismo tiempo altos niveles de riesgo idiosincrásico. Estos altos niveles de riesgo reflejarán al mismo tiempo una mayor prima por riesgo y, por lo tanto, un mayor coste marginal de capital. Los resultados obtenidos por estos autores muestran una relación negativa entre el grado de protección al inversor y la porción poseída por los internos de la empresa, y una relación positiva entre la propiedad de los internos y el retorno marginal de capital. Adicionalmente, el papel del mercado en el modelo europeo continental en promover la eficiencia en la asignación de recursos es aún más débil pese al gran desarrollo que se ha experimentado en estos últimos años y al rol que desempeñan algunos accionistas dependiendo de su naturaleza (Berglof (1997), Andrés, Azofra y Rodríguez (2000), Allen y Gale (2001)).

Pese a no ser totalmente cierto, pareciera que el modelo anglosajón se basa en sistemas de control externo -mercado de control corporativo- dada su manera de asignar los derechos de decisión a la dirección. Por el contrario, en el modelo continental europeo, la participación en la toma de decisiones por parte de los propietarios podría representar un factor que reduzca los problemas de incentivos y costes que se producen en un propiedad dispersa. Sin embargo, surgen otros problemas como una mayor concentración del riesgo, el menor aprovechamiento de la especialización de funciones en caso que se presenten oportunidades de inversión (Burkart, Gromb y Panunzi (1997)), o un problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios implicando una mayor probabilidad de expropiación de riqueza por parte de los primeros (LaPorta et al. (1999)). Si bien es cierto que los problemas de agencia inciden de manera distinta en uno u otro modelo de gobierno, no se puede afirmar que estos problemas se encuentran ausentes en estos modelos organizativos y que su acción simultánea de sistemas internos y externos de control permite reducir los costes originados de la propiedad y el control de las empresas.

Por su parte, Dyck y Zingales (2004) sugieren que la protección al inversor genera y destruye oportunidades de expropiación a los inversores externos -acreedores y accionistas minoritarios- por parte de los internos de la empresa -administradores

y accionistas controladores-. Esto se origina porque la protección al inversor determina en cierta medida el valor de los beneficios privados de los que pueden disfrutar los internos. De esta manera, dependiendo de la gravedad del conflicto de agencia, la expropiación por parte de los internos puede tomar formas con distintas consecuencias cuyo rango puede ir desde un aprovechamiento personal de los activos hasta un comportamiento derrochador en donde se adopten estrategias de adquisición que destruyan valor (Morck, Shleifer y Vishny (1990), La Porta et al. (2000)). En consecuencia, cuando los inversores observan que sus intereses se encuentran cubiertos por la ley y su cumplimiento a través de los sistemas de gobierno, resulta probable que la demanda de ciertos activos financieros se vea incrementada, facilitando el desarrollo de los distintos sistemas de gobierno. De esta manera, es posible observar que en el modelo anglosajón, generalmente asociado con normas contables y de reportes financieros más rígidas y mercados de capitales más valorables, hay una mayor frecuencia de ofertas iniciales de acciones -gobierno basado en el mercado-, mientras que en el modelo continental europeo, generalmente asociado con una protección de las leyes más fuerte para el intermediario financiero, presentan mercados crediticios de mayor magnitud -gobierno centrado en la banca- (La Porta et al. (2002)).

Por lo general, la evidencia empírica también muestra que la estructura de propiedad guarda una fuerte relación con el desempeño y el valor empresarial en países distintos a Estados Unidos. Por otra parte Demsetz y Lehn (1985) argumentan que la propiedad es endógena en donde las empresas adoptarán la estructura de propiedad más apropiada dadas las características de ésta. Si dicho argumento resulta ser cierto, la incertidumbre acerca de una relación existente entre la estructura de propiedad y desempeño empresarial existente en EEUU sugiere que la propiedad es importante y que solo las distintas estructuras de propiedad son más apropiadas para las distintas empresas. Desde este punto de vista, la relación que toma especial relevancia entre propiedad y desempeño en algunos países puede ser por su debilidad de los sistemas legales. En otros términos, ante una fuerte protección al inversor externo, las empresas no se permitirán el lujo de desarro-

llar sistemas de gobierno óptimos específicos a la empresa por lo que la propiedad concentrada resulta ser una necesidad a pesar del hecho que esto crea a sus propietarios un conjunto de problemas. De acuerdo con esto, Lins (2003) encuentra una relación positiva entre propiedad y desempeño en países con menor protección legal y, en la misma línea, Durnev y Kim (2005) examinan la calidad individual del gobierno de las empresas para una muestra de veintiséis países utilizando puntuaciones de calidad de gobierno corporativo y encuentran que la calidad del gobierno corporativo en las empresas varía ampliamente entre los países de la muestra, específicamente, empresas con mejores oportunidades de inversión y empresas que confían en mayor medida en la financiación externa presentan una mayor valoración y al mismo tiempo mayores puntuaciones de gobierno. Por su parte, Klapper y Love (2002) examinan el efecto de las características de gobierno en mercados emergentes y encuentran que dichas características cobran mayor relevancia en países cuya protección al inversionista es más débil.

Adicionalmente, en un esquema anglosajón, generalmente las compras hostiles como mecanismo externo de control desplazan a los consejos de administración y a estructuras accionariales mayoritarias, como acontece generalmente en un sistema continental europeo (La Porta et al. (1998)). En síntesis, las peculiaridades del modelo anglosajón impiden aplicar las mismas hipótesis de estudio en los mismos términos a países con un sistema de gobierno diferente. Por lo tanto, resulta prácticamente imposible replicar fielmente los trabajos realizados principalmente en Estados Unidos a las economías del entorno continental europeo sin tener en cuenta los comportamientos específicos que tienen los factores institucionales.

Por otra parte, cabe señalar que un determinante de gran importancia de la posibilidad de que un controlador tome ventaja por sobre los accionistas minoritario son las normas culturales y sociales por las cuales se rige la sociedad. Un claro ejemplo de esto lo podemos observar en los sistemas legales escandinavos, los cuales son considerados relativamente fuertes a pesar del hecho de que su origen legal es civil. En esta línea, Coffe (2001) señala que los países escandinavos poseen tasas muy bajas de corrupción y delincuencia, y afirma que las normas sociales

escandinavas pueden desaprobado la expropiación a los accionistas minoritarios. Particularmente, la hipótesis de Coffe (2001) se basa en que las normas sociales y culturales son de especial importancia ante un sistema social débil, puesto que -en comparación con EE.UU., en donde existen bajos niveles de expropiación pese a los altos niveles de delincuencia cabe la posibilidad de intervención en la ley y las normas sociales.

Se encuentra ampliamente aceptado en la literatura el reconocimiento de las diferencias existentes entre los sistemas de gobierno corporativo a través de los países en donde se ha debatido sobre qué sistema es mejor. Puesto que la evidencia más temprana distinta a EE.UU. fueron las investigaciones para Alemania, Japón y Reino Unido, el debate se centró en comparar economías centradas a la banca como el caso alemán y japonés y economías orientadas al mercado como es el caso estadounidense y el británico. En los años noventa, el sistema de gobierno japonés, más basado en las relaciones, era comparado de manera favorable con el de EE.UU., basado fuertemente en el mercado. Por un lado, los defensores del sistema japonés lo caracterizaban como un sustituto superior al mercado externo de control y representaba un sistema en donde la dirección de la empresa se encontraba sujeta a una menor presión en el corto plazo desde el mercado. Por el otro lado, se argumentaba que era un incentivo para el atrincheramiento directivo puesto que los protegía potencialmente de la disciplina del mercado.

Desde este punto de vista, Shleifer y Vishny (1997) aciertan al indicar que para lograr un buen sistema de gobierno resulta fundamental una óptima combinación entre protección legal y ciertas formas de estructura de propiedad concentrada. Estos autores minimizan el debate sobre los sistemas de gobierno en estos países y sugieren que los cuatro poseen buenos sistemas de gobierno. Al mismo tiempo la evidencia empírica que analiza el resto de países mencionados ha crecido tanto en volumen como en repercusión a través del tiempo. Shleifer y Vishny (1997) argumentan que los países sufren una carencia de protección legal al inversor necesaria para desarrollar buenos sistemas de gobierno corporativo. Entonces, mientras exista un margen de variación en la protección legal al inversor existirá al mismo

tiempo un grado de reserva sobre qué nivel de protección es requerida para que una economía tenga un sistema de gobierno corporativo eficaz en donde dicha reserva escasamente se encuentra en muchas economías en el mundo. Como apuntan Rajan y Zingales (2000), mientras que los sistemas de gobierno basados en las relaciones puede superar algunos problemas asociados con la falta de protección al inversor, la habilidad de las empresas para aumentar el capital y asignarlo eficientemente está mejor resguardado en sistemas basados en el mercado. En consecuencia estos últimos sólo pueden ser efectivos con una gran transparencia y una fuerte protección legal. Por otra parte, Bradley et al. (1999) insisten que los sistemas de gobierno contractuales como los de EE.UU. permiten una flexibilidad superior por lo que habilita a las empresas a tener una mayor adaptación al cambio, soslayando el papel fundamental que ha tenido la ley en momentos de tratar aspectos relacionados con la denominada corporación moderna.

Aunque no pocos países han iniciado mejoras relativas a los sistemas de gobierno de la empresa para evolucionar hacia mejores niveles de protección legal para el inversor, no queda muy claro en qué medida tal evolución se produce. Por ejemplo, Coffe (1999) sugiere que es muy posible que la evolución corporativa siga un camino con una mínima resistencia pese a que, sin embargo, una evolución en las leyes corporativas puede enfrentar muchos obstáculos. De acuerdo a esto, La Porta et al. (1999) y Bebchuk y Roe (1999) afirman que los accionistas controladores alrededor del mundo intentarán proteger sus beneficios privados de control, generalmente acompañados por una alta concentración accionarial. Estos accionistas controladores poseen generalmente un alto grado de influencia dentro de sus respectivas economías, por lo que resulta bastante difícil que ocurra una convergencia de los sistemas de gobierno que tiendan a proteger el accionista minoritario. En consecuencia, una promulgación de leyes más fuertes traerían consigo una expropiación de valor a los accionistas controladores, por lo que esto tendría como resultado una reacción de dichos accionistas quienes demandarían ser compensados por sus pérdidas.

Bajo una visión política, resulta difícil que ocurra una convergencia de sistemas de gobierno debido al gran número de cambios necesarios en las leyes. Por otro lado, La Porta et al. (2000) ponen de manifiesto lo que ellos denominan convergencia funcional, la que ocurre cuando los inversores y empresas se adaptan con la finalidad de crear un gobierno más fuerte a pesar de la carencia de una estructura legal apropiada. Un ejemplo a esto es el hecho de que los inversores pueden optar por invertir su capital en empresas domiciliadas en regímenes con tratamiento legal más favorable para el inversor. En consecuencia, estas empresas que se domicilian en regímenes menos protectores podrían vincularse a la práctica de un mejor gobierno corporativo vía listarse en regímenes más protectores o siendo adquiridas por empresas que se encuentren en regímenes más protectores para al inversor. En esta línea, Reese y Weisbach (2002) proporcionan evidencia que indica que las empresas de otros países que cotizan en EE.UU. lo hacen para proteger los derechos de los accionistas. Análogamente, Bris y Cabolis (2002) documentan que el ratio Q de Tobin de un sector típicamente crece cuando sus empresas están domiciliadas en países que presentan sistemas de gobierno corporativo fuertes.

Por otra parte, Hansmann y Kraakman (2000) defienden la existencia de una alta probabilidad de convergencia dirigida a un modelo simple de gobierno afirmando que la forma corporativa básica en la actualidad ya ha alcanzado altos niveles de uniformidad. Estos autores sugieren la existencia de tres factores que conducen a las economías hacia un consenso: la falla de modelos alternativos, las presiones competitivas del comercio global, y que los accionistas influyentes cambien su mentalidad a favor de una clase de accionistas emergentes. Sin embargo, pese a que el reconocimiento de una convergencia de las prácticas corporativas ha evolucionado mucho más rápido que la promulgación de leyes corporativas, es de esperar que la presión en favor de la convergencia legislativa resulte más fuerte y exitosa.

Otro factor importante en el ámbito de lograr una convergencia hacia un sistema orientado al mercado es la transparencia. Según Perotti y von Thadden (2003), los acreedores tienen un menor deseo de transparencia en comparación con los ac-

cionistas, puesto que la creencia de que es muy posible que un incremento en la integración financiera y en la competencia en el mercado de productos a nivel global incrementa al mismo tiempo los retornos por deducción de información ya que, de este modo, se generarían mayores divulgaciones de información. Como consecuencia, un proceso como este traería consigo una reducción del poder de la banca y una convergencia hacia un sistema financiero orientado al mercado.

La publicación de códigos de buenas prácticas alrededor del mundo parece ser consistente con una convergencia hacia una estructura anglosajona en términos de la búsqueda de la transparencia de la información en los mercados cada día más globalizados. Por ejemplo, Khanna et al. (2002) analizan una muestra de treinta y siete países para determinar si la globalización está llevando a las empresas a adoptar un conjunto de prácticas corporativas más eficientes y encuentran cierto nivel de convergencia en la legislación a nivel país. Sin embargo, más allá de una convergencia a cualquier sistema simple, los autores encontraron que sólo existía una convergencia entre varios países a la par y económicamente independientes, no encontrando evidencia de una convergencia en las prácticas corporativas. Sus resultados sugieren que mientras el proceso de globalización ha inducido la emisión y adopción de recomendaciones comunes sobre prácticas de buen gobierno corporativo, dichas recomendaciones no se han llevado a cabo aún.

Sin duda, el tiempo nos dirá en qué línea llegará la convergencia de los sistemas de gobierno corporativo alrededor del mundo. Es de presumir que las fuerzas de mercado influirán sobre los términos por los cuales dicha convergencia ocurra pese a que, sin embargo, estas fuerzas no tienen capacidad de actuar ilimitadamente alrededor del mundo. Sin duda, es probable que una convergencia hacia una mayor protección al inversor sea el resultado de mayores niveles de inversión y crecimiento. En relación con la convergencia en otros aspectos del gobierno corporativo, como la composición del consejo de administración y la estructura de propiedad, resultan evidentes. Finalmente, una amplia convergencia puede verse obstruida por el hecho de no existir un acuerdo en relación a los factores que determinan las estructuras de gobierno óptimas para empresas individuales.

4. Comentarios Finales

Un aspecto fundamental en relación a las necesidades de gobierno de la empresa es su estrecha dependencia de las características de su entorno económico y regulador, así como también de las fuerzas de mercado que pueden disciplinar a los comportamientos de la dirección. En relación a los mecanismos de gobierno, la literatura sugiere la existencia de dos estructuras bien demarcadas que quizás son la respuesta natural a las deficiencias que las distintas configuraciones institucionales presentan. Dichas respuestas guardan relación con los orígenes legales de cada país. Por ejemplo aquellos que se enmarcan en el entorno anglosajón -ley común- proporcionan mayores niveles de protección al inversor en comparación con aquellos países cuyo entorno legal pertenece a la ley civil. Por otro lado, a diferencia de estos países de mayor protección, caracterizados por una amplia dispersión de la propiedad y en donde los principales conflictos de intereses surgen entre la dirección y accionistas dispersos -problema de agencia I-, los países donde existe una débil protección al inversor por lo general se caracterizan por una alta concentración de la propiedad dentro de la empresa y de una carencia significativa de mercados de capitales eficientes, el enfoque tradicional del problema no resulta adecuado para el análisis de este tipo de entornos, dando lugar a un problema de agencia entre accionistas controladores y accionistas minoritarios -problema de agencia II-.

Referencias

1. Allen, F. and Gale, D. (2001): *Comparing Fynancial Systems*. MIT Press, Massachusetts.
2. Andrés, P., Azofra, V. y Rodríguez, J. A. (2000): Endeudamiento, Oportunidades de Crecimiento y Estructura Contractual: Un Contraste Empírico para el Caso Español. *Investigaciones Económicas* 3 (2), 269-300.
3. Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. (2001): *Law, Politics, and Finance*. The World Bank.

4. Berglof, E. (1997): Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda. *Economic Policy* 12 (24), 91-123.
5. Burkart, M., Gromb, D. and Panunzi, F. (1997): Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics* 112 (3), 693-728.
6. Faccio, M. and Lang, L. H. P. (2002): The Ultimate Ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65 (3), 365-395.
7. Franks, J. and Mayer, C. (1997): Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany, and France. *Journal of Applied Corporate Finance* 9 (4), 30-45.
8. Franks, J. R. and Mayer, C. (2001): Ownership and Control of German Corporations. *C.E.P.R. Discussion Papers*.
9. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999): Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* 54 (2), 471-517.
10. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1998): Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106 (6), 1113-1155.
11. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (2000): Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2), 3-27.
12. Maroto Acín, J. A. and Melle Hernández, M. (2001): Sistemas Financieros y Economía Real: Modelos de Relación y Gobierno de las Empresas. *Ekonomiaz* 48, 161-183.
13. Maroto, J. A. and Melle, M. (2000): Los Sistemas Financieros y la Financiación Empresarial: Pautas de Comportamiento y Factores Explicativos del Crédito Bancario. Un análisis Comparado Internacional. *Papeles de Economía Española* 84, 237-267.
14. Moeller, S. B. and Schlingemann, F. P. (2005): Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison between Cross-Border and Domestic Acquisitions. *Journal of Banking and Finance* 29 (3), 533-564.
15. Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1990): Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?. *Journal of Finance* 45, 31-48.
16. Rossi, S. and Volpin, P. F. (2004): Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics* 74 (2), 277-304.
17. Salas Fumás, V. (1999): *El Gobierno de la Empresa*. Centre d'Economia Industrial, Barcelona.
18. Shleifer, A. and Vishny, R. (1997): A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52 (2), 737-782.