

**UNIVERSIDAD DEL CEMA
Buenos Aires
Argentina**

Serie
DOCUMENTOS DE TRABAJO

Área: Finanzas

**¿POR QUÉ CUMPLIMENTAR UN CÓDIGO DE
GOBIERNO SOCIETARIO VOLUNTARIAMENTE?
EXPERIENCIA DEL MERCADO DE
CAPITALES DE ARGENTINA 2012-2015**

María Luisa Streb

**Junio 2018
Nro. 632**

**www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>**

**¿Por qué cumplimentar un Código de Gobierno Societario voluntariamente?
Experiencia del mercado de capitales de Argentina
2012-2015**

María Luisa Streb*

Junio 2018

Abstract: La poscrisis del 2008 puso de manifiesto la necesidad de mejorar las prácticas de transparencia en las empresas y en este sentido fue reformulado el Código de Gobierno Societario (CGS) de la Comisión Nacional de Valores. La introducción del CGS brinda una oportunidad para testear una iniciativa de autorregulación del tipo “cumple o explica”, en la que su difusión es mandataria, pero no hay obligación de cumplimiento. Se analiza esta cuestión desde diferentes marcos teóricos: la teoría de juegos, la teoría de expectativas racionales, la teoría de la economía del comportamiento y los imperativos mandatorios. Consideramos que la autorregulación es un mecanismo válido, aunque vemos la necesidad de un mayor monitoreo por parte del regulador.

A mi querida familia, Juan, Gastón y Abril...

* Los puntos de vista del autor no necesariamente representan la posición de la Universidad del CEMA. Esta es una versión reducida de la tesis doctoral. Email: mlstreb12@cema.edu.ar.

Contenido

Resumen	iv
Nomenclaturas	vi
1. Introducción	1
2. Investigaciones preliminares	5
3. Marco Teórico	10
4. Estrategia metodológica	14
4.1 Antecedentes	14
4.2 Descripción de los principales indicadores	17
5. IGS a la luz de los distintos marcos teóricos	24
5.1 Teoría de juegos	25
5.2 Teoría de las expectativas racionales	28
5.2.1 Indicadores económicos y Gobierno Societario.....	28
5.2.2 Liquidez del mercado y Gobierno Societario.....	31
5.2.3 Reputación y Gobierno Societario	34
5.3 Teoría de la economía del comportamiento	34
5.3.1 ¿Se sienten observadas las empresas?.....	34
5.3.2 Comportamientos diferenciados	36
5.4 Legislación mandataria	39
6. Conclusiones	44
7. Bibliografía citada	45
Anexo: Complementos de la regresión	50

INDICE DE GRAFICOS

Gráfico 1: Distribución del IGS	20
Gráfico 2: Variación en el grado de cumplimiento del CGS	21
Gráfico 3: Respuestas del CGS durante el 2012	27
Gráfico 4: Los pagos de las opciones P y NP	27
Gráfico 5: Grado de actualización del CGS	35
Gráfico 6: Esquema de comportamientos de las empresas	38

INDICE DE CUADROS

Cuadro 1: Respuestas a los principios según grado de cumplimiento	17
Cuadro 2: Valores asignados según grado de cumplimiento	18
Cuadro 3: Índice de Gobierno Societario	19
Cuadro 4: Estadísticos de la distribución	21
Cuadro 5: Estadísticos de los cambios	22
Cuadro 6: IGS según atributos	23
Cuadro 7: IGS por sector y tamaño de empresa	24
Cuadro 8: Dilema del prisionero para dos empresas	25
Cuadro 9: Modelo 1 de efectos aleatorios	30
Cuadro 10: Test de Hausman del modelo 1	30
Cuadro 11: Estacionariedad de los residuos del modelo 1	31
Cuadro 12: Modelo 2 de efectos aleatorios	33
Cuadro 13: Test de Hausman del modelo 2	33
Cuadro 14: Estacionariedad de los residuos del modelo 2	34

Resumen

La poscrisis del 2008 puso de manifiesto la necesidad de mejorar las prácticas de transparencia en las empresas. En particular, el gobierno societario plantea un conjunto de relaciones entre el Órgano de Administración de una empresa, sus accionistas y otras partes interesadas, para alcanzar los objetivos de las empresas y supervisar su desempeño. La Comisión Nacional de Valores reformuló su Código de Gobierno Societario (CGS) para empresas cotizantes bajo el supuesto de que las prácticas de buen gobierno societario conducen a un mercado de capitales transparente y dinámico, aumentando el valor de las empresas, con efecto derrame positivo sobre el mercado de capitales y la economía en su conjunto.

La introducción del CGS brinda una oportunidad para testear una iniciativa de autorregulación del tipo “cumple o explica”, en la que su difusión es mandataria, pero no hay obligación de cumplimiento. A partir de distintos enfoques se buscó analizar que motiva a las empresas cumplimentar el CGS y para ello se construyó un Índice de Gobierno Societario para 73 empresas cotizantes de acciones a lo largo de cuatro años.

¿Qué se puede decir de los diferentes marcos teóricos?

i) Desde la teoría de juegos, se observó que las firmas optaron por la estrategia de cumplimentar con el CGS en simultáneo (su opción no preferida). Algunas empresas fueron incluso mejorando la información a lo largo del tiempo, incrementándose levemente la media del índice,

ii) en cuanto a la teoría de expectativas racionales, se pudo determinar que buenas prácticas de gobierno societario voluntarias conducen: a) a ratios de desempeño más elevados, y b) a una mayor liquidez de mercado,

iii) la teoría de la economía del comportamiento no fue concluyente. Se identificaron tres comportamientos diferenciados de las empresas: a) algunas se sintieron observadas y actualizaron, b) otras dudaron si estaban siendo examinadas y, actuaron en consecuencia, actualizando un mínimo el Código y, c) algunas optaron por el *statu quo*,

iv) imperativos mandatorios: no consideramos que haga falta regulaciones mandatorias como sustituto, aunque pueda haber complementariedad con las leyes vigentes.

Consideramos que la autorregulación es un mecanismo válido, aunque vemos la necesidad de un mayor monitoreo por parte del regulador. Asimismo, entendemos que hay recompensas e incentivos suficientes para que las empresas busquen la manera de mejorar su grado de cumplimiento al CGS, lo que quedó de manifiesto a través de las teorías de juegos y de expectativas racionales.

El trabajo está organizado de la siguiente forma: la sección 1 introduce el tema de las buenas prácticas de gobernanza y especifica los objetivos, la sección 2 describe las investigaciones preliminares y formula cuatro hipótesis y la sección 3 presenta diferentes teorías. La sección 4 plantea la estrategia metodológica, donde se especifican los antecedentes y principales indicadores y la sección 5 analiza el índice de gobierno societario a la luz de los distintos marcos teóricos planteados. La sección 6 presenta las conclusiones.

Por último, agradezco a Guillermo Dumrauf por su dedicación, sugerencias y oportunos comentarios, que me ayudaron en el desarrollo y finalización de mi tesis. Asimismo, agradezco a Rodolfo Aprea y a Julio Elías por haberme facilitado bibliografía.

Nomenclaturas

ADR: Recibo de depósito estadounidense.

CGS: Código de Gobierno Societario

CNV: Comisión Nacional de Valores

CMVM: *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* de Portugal

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores de España

CSC: *Código das Sociedades Comerciais*

CT: cumplimiento total

CP: cumplimiento parcial

DE: Desvío estándar

D: Derivada

GDR: Recibo de depósito global

GS: Gobierno Societario

H: Hipótesis

IAGC: Informes Anuales de Gobierno Corporativo

IARC: Informes Anuales de Remuneraciones de los Consejeros

INC: incumplimiento

IGS: Índice de Gobierno Societario

LGS: Ley General de Sociedades, N° 19.550

LMC: Ley de Mercado de Capitales, N° 26.831

LN: Logaritmo Natural

NA: no aplica

NC: No contesta

NP: Opción no preferida

OA: Órgano de Administración

OPA: Oferta Pública de Adquisición

P: Opción preferida

RG: Resolución General

ROA: Rentabilidad de los activos o rentabilidad económica

ROE: Rentabilidad de los fondos propios o rentabilidad financiera

ROIC: Tasa de retorno sobre el capital invertido

VOL: Volatilidad

1. Introducción

Existen diversas definiciones de Gobierno Societario (GS). Aquí adoptamos la de la teoría de agencia, donde el problema del agente-principal designa un conjunto de situaciones que se originan cuando el principal depende de la acción del agente, sobre el cual no tiene información perfecta.

En Apreda (2003) se describen los variados aspectos que abarca el concepto de GS: “*Por gobierno corporativo se entiende la gobernanza dentro de las empresas y organizaciones afines (incluyendo empresas estatales), que pone el foco en los siguientes temas:*

- ✓ *Estructura de la propiedad.*
- ✓ *Carta fundacional de la organización, sus reglamentos y disposiciones internas y códigos de buenas prácticas.*
- ✓ *Directorio y fiduciarios, asignación de los derechos en las decisiones de control.*
- ✓ *Deberes fiduciarios de la alta gerencia hacia los propietarios y asignación de los derechos en las decisiones de administración.*
- ✓ *Derechos de propiedad y cláusulas de salvaguardia para los inversores.*
- ✓ *Conflictos de interés entre gerentes, acreedores, propietarios y otras partes interesadas.*
- ✓ *Desempeño e incentivos de la alta gerencia.*
- ✓ *Búsqueda de rentas oportunistas y complaciente dispendio presupuestario.*
- ✓ *Producción y divulgación de información a los mercados, reguladores y partes interesadas.*
- ✓ *Compromiso y responsabilidad (“accountability”) hacia reguladores, partes interesadas e inversores.*
- ✓ *Guardianes privados, públicos y con alcance global (intermediarios reputacionales).*
- ✓ *Limitaciones institucionales nacionales e internacionales (poder judicial, tradiciones, regulaciones, y aplicación de la ley)”*.¹

En definitiva, el gobierno societario plantea un conjunto de relaciones entre el Órgano de Administración, sus accionistas y otras partes interesadas, proporcionando una estructura para alcanzar los objetivos de las empresas y supervisar su desempeño (OCDE, 2015).

¹ Apreda (2003), p. 6. Ver también Apreda (2007).

Durante los años noventa el interés por el GS era bajo, sin embargo, varios acontecimientos coadyuvaron para se convirtiera en un tema de creciente preocupación y debate entre reguladores, empresas, políticos y académicos de todo el mundo. Basta con mencionar la crisis financiera de 1998 en Rusia, Asia y Brasil, donde el comportamiento del sector empresarial afectó a toda la economía, y las deficiencias en materia de gobernanza pusieron en peligro la estabilidad financiera global. A esto siguió la crisis del 2001-02, iniciada a partir del escándalo de Enron,² producto de malas prácticas de gobierno societario, que condujo a la quiebra de la empresa y a la disolución de Arthur Anderson, una de las sociedades de auditoría y contabilidad más grandes del mundo (Claessens y Yurtoglu, 2012). Más recientemente, la crisis financiera del 2007-08, fue nuevamente potenciada, entre otros factores, por debilidades de GS como falta de calificación e independencia del Directorio y ejecutivos claves e ineficacia en la gestión de riesgos, insuficiente objetividad e independencia por parte de las auditorías (Kirkpatrick, 2010).

La poscrisis del 2008 puso de manifiesto la necesidad de seguir mejorando la confianza de los inversores a través de prácticas de mayor transparencia. A las reformas legislativas iniciadas tras la crisis del 2001-02, cuyo máximo exponente fue la sanción de la Ley *Sarbanes-Oxley*, siguieron nuevas reformas legales y regulatorias a nivel mundial, siendo una de las más notorias la Ley *Dodd Frank*.

Las buenas prácticas de GS tienen dos ingredientes a tener en cuenta: uno institucional y otro contractual. El institucional se refiere al marco legal y normativo, como los ejemplos recién mencionados, y el contractual son acuerdos voluntarios que asumen las empresas. A este último grupo, corresponden los códigos de GS. Tras la reciente crisis, una gran cantidad de países desarrollados y en desarrollo actualizaron o introdujeron códigos de GS, en su mayoría de cumplimiento voluntario, entre ellos Argentina.

Si bien, la autorregulación tiene una vasta tradición en el modelo anglosajón (*outsider system*), se ha ido extendiendo a otros países de derecho continental (*insider system*). Esquemáticamente el mundo se divide en dos sistemas de gobernanza. Por un lado, el sistema anglosajón, que se caracteriza por dispersión accionaria, liquidez, control del mercado activo, ley contractualista, fuerte protección a los inversores, alto activismo de los inversores institucionales y problemas de agencia entre accionistas y gerencia. Por el otro, el sistema continental, que se define por un alto nivel de concentración, poca

² Enron llevó a cabo una serie de técnicas contables fraudulentas. Ver Munk (3013) y Healy y Palepu (2003). A esto siguieron otros escándalos financieros (WorldCom, Ahold y Parmalat).

liquidez, control de mercado inactivo, ley institucionalista, mediana protección al inversor, bajo activismo de inversores institucionales y problemas de agencia entre accionistas controlantes y minoritarios (Aguilera y Jackson, 2010, Berndt, 2000, La Porta et al. 1998). Sin embargo, la globalización, la internacionalización de los mercados y la desregulación han dado lugar a cambios en los dos sistemas, abriéndose una discusión sobre su convergencia (Barker, 2006; Gugler et al., 2006; Guillen, 2000). Los modelos han dejado de ser puros, pues interfieren las diferentes instituciones locales, influenciado de manera diferente. Solo algunas dimensiones se implementan plenamente y otras adquieren nuevas formas, a veces híbridas, de prácticas societarias (Ahmadjian y Robbins, 2005; Buck y Shahrim, 2005).

En 2012, la Comisión Nacional de Valores (CNV) reformuló su Código de GS, en adelante CGS,³ para empresas cotizantes incorporando nuevos aspectos a partir de la enseñanza de la última crisis, bajo el supuesto subyacente de que las prácticas de buen gobierno societario conducen a un mercado de capitales transparente y dinámico, aumentando el valor de las empresas, con efecto derrame positivo sobre el mercado de capitales y la economía en su conjunto.⁴

Se trata de un Código bajo la modalidad de “cumpla o explica”, y consta de nueve principios, cada uno de los cuales tiene incorporados recomendaciones a seguir. Las empresas cotizantes financieras y no financieras deben decir si cumplen o no con los principios y recomendaciones, y si no cumplen explicar el por qué. Mientras que la difusión del cumplimiento o no de los principios y recomendaciones del Código en la web de la CNV es un requisito legal, quien debe evaluar el cumplimiento es el mercado. Son los inversores los que deberían tomar la información contenida en la declaración de cumplimiento y ajustar sus decisiones de inversión acorde a ello.

A pesar de lo atractivo de la proposición de que un buen GS da lugar a una mayor valorización de la firma,⁵ la evidencia no es concluyente. Las críticas más fuertes apuntan a falta de causalidad o

³ En Normas CNV 2013, TÍTULO IV. Régimen Informativo Periódico, Anexo IV se emitió como Resolución General (RG) CNV N° 606 en mayo de 2012.

⁴ También en ese mismo año se sancionó la Ley de Mercado de Capitales, N° 26.831 que procuró alinearse a estándares internacionales y en el 2013, se reglamentó dicha ley a través del Decreto N° 1023/13, actualizándose el Texto Ordenado de la CNV o Normas CNV 2013.

⁵ Una mayor y mejor información debería habilitar mejores decisiones financieras que aumenten el valor de la empresa, ya que se reduciría la información asimétrica, dando lugar a que la empresa emita acciones ya que vería al precio de la acción más atractivo.

causalidad en dirección contraria, falta de correlación o limitada capacidad de los indicadores escogidos.⁶

Sin embargo, un país tras otro ha ido introduciendo reformas en materia de gobernanza, incluyendo los códigos de buen GS, en su mayoría de adopción voluntaria,⁷ en la creencia de que llevarían a un buen desempeño de las compañías con externalidades positivas en el mercado de capitales.⁸ Incluso, dichos códigos se han ido actualizando a lo largo del tiempo.

En este sentido, la introducción del CGS de la CNV crea una oportunidad para testear una iniciativa de autorregulación de “cumple o explica”, en la que su difusión es mandataria, pero no hay obligación de cumplimiento.

En este trabajo se considera que puede haber varios puntos de vista para abordar la problemática, habiendo más de un modelo para interpretarla. Como señala Zerubavel (1997), una de las lecciones importantes que la historia nos deja es que la forma de interpretar los hechos va cambiando todo el tiempo. Como resultado, no tenemos ninguna base para afirmar que nuestras propias visiones de la realidad son las definitivas. En este sentido, el pluralismo “óptico”, como el autor lo denomina, es un resultado inevitable del hecho de que hay diferentes ópticas mentales a través del cual uno podría “ver” un objeto.

Por tanto, a partir de distintos marcos teóricos, se tratará de discernir qué motiva a las empresas a responder al código. Se procurará a contestar las siguientes preguntas:

- ✓ ¿Las empresas de la muestra cumplen con el Código porque las posiciona mejor que sus alternativas preferidas? (Dilema del Prisionero para N personas).
- ✓ Si las empresas se condujeran de acuerdo al enfoque de las expectativas racionales, significaría que ¿interpretan que complimentar con el CGS conlleva a aumentar el valor de la firma o algún otro incentivo?
- ✓ O bien, siguiendo el modelo de la economía del comportamiento, ¿las empresas tenderán a un mayor compromiso si se sienten observadas, ya sea por el regulador y/o el inversor?

⁶ Ver sección 3. Marco teórico.

⁷ Se pueden citar casos a lo largo de los cinco continentes, como los Códigos de GS del mercado de capitales de Gran Bretaña, Australia, Brasil, Egipto y Tailandia, por mencionar algunos.

⁸ Respecto a los efectos positivos sobre la economía ver por ejemplo Claessens and Yurtoglu (2012) y Castro et al. (2004).

- ✓ Finalmente, si no es ninguno de los escenarios descritos, y por tanto no dan resultado los mecanismos de autorregulación, ¿son las medidas de carácter mandatorio las que inducen a cumplir con el Código?

La investigación es justificada por la oportunidad que crea el Código de GS de la CNV para evaluar una iniciativa de autorregulación de “cumple o explica”, en la que su difusión es mandataria, pero no hay obligación de cumplimiento.

Una gran cantidad de países desarrollados y en desarrollo han introducido códigos de GS, en su mayoría voluntarios, con la convicción de que aumenta el valor de las empresas, con efecto derrame positivo en la economía. Esto tiene importantes implicaciones políticas, ya que su efectividad se ha dado por sentado en los países que han adoptado los Códigos de GS voluntarios.

Objetivo general: El propósito de este trabajo es analizar que motiva a las empresas cotizantes listadas financieras y no financieras emisoras de acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires a cumplir con el Código de Gobierno Societario entre los años 2012-2015. Genéricamente, podríamos decir que motiva a una empresa completar determinado formulario.

Por tanto, procuramos evaluar si las empresas de la muestra cumplen con el Código porque las posiciona mejor que sus alternativas preferidas y/o bien determinar si responden a incentivos y/o mejoran su comportamiento al ser observadas y/o actúan por imperativos mandatorios.

Objetivo específico: La investigación busca evidencia para responder si los mecanismos autorregulados constituyen una herramienta adecuada para garantizar buenas prácticas de gobierno societario entre las empresas cotizantes o son necesarias medidas mandatorias.

2. Investigaciones preliminares

El gobierno corporativo es un problema de larga data y arranca a partir de la obra de la Riqueza de las Naciones de Adam Smith: *“The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private co-partnery*

frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honor, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.” – citado en Jensen y Meckling (1976).

En este trabajo hemos adoptado el enfoque de la teoría de la agencia para analizar el impacto que tiene determinadas características societarias sobre la adopción de prácticas de GS. La mayor parte de la literatura se centra en lo que se conoce como el modelo anglosajón, donde el problema de agencia en las empresas modernas se describe como una resultante de la separación entre propiedad y control, acorde a la visión de Berle y Means (1932). Para el principal el conflicto se traduce en una pérdida de su riqueza, producto de la incompetencia o inadecuado proceso de toma de decisiones del agente o falta de transparencia en la información o corrupción (Maniam et al., 2006). Según Jensen y Meckling (1976), el agente y el principal cuentan con curvas de indiferencia diferenciadas en sus ingresos y en sus metas individuales. La teoría de la agencia define a la firma como una serie de relaciones contractuales entre los individuos, quienes poseen derechos residuales sobre los activos y flujos de efectivo de la organización. Bajo este enfoque, se busca encontrar la forma de contrato más eficiente entre la relación principal-agente, minimizando los costes de transacción (Williamson y Winter, 1991).

Los cimientos del GS se encuentran en la presencia de información asimétrica, que aminora el grado de protección de los derechos de los inversores, acreedores y otros incumbentes. Reconocer la cuestión de GS implica identificar formas de protección de los actores que tienen alguna incidencia en la firma y plantear los conflictos de agencia. La literatura sobre GS ha evolucionado como un mecanismo para hacer frente al problema de agencia, y como plantea Munk (2013), el buen GS debe tener por objetivo proporcionar información sobre una base no discriminatoria.

El conflicto entre agente y principal se identificó inicialmente entre los accionistas o dueños de una empresa y el equipo directivo que la compone. Sin embargo, en algunas jurisdicciones, las cuestiones relativas al gobierno también surgen a partir del dominio de accionistas controlantes sobre los accionistas minoritarios (OCDE, 2015). Este es el caso de Argentina, donde la propiedad está controlada por el accionista principal de la empresa, a través de estructuras piramidales, donde los derechos de voto muchas veces supera a los derechos sobre el capital, no habiendo propiedad atomizada.

Por tanto, existen dos tipos de problemas de agencia: I y II. Los primeros surgen cuando los accionistas no pueden hacer un buen seguimiento de las decisiones que toma el cuerpo directivo debido al elevado costo que ello significa. Los que toman las decisiones tienen cierta capacidad para no relevar información sobre el desempeño de la empresa en beneficio propio.

El problema de agencia de tipo II surge cuando un grupo de accionistas, que tienen un mayor control accionario y más facilidades para el control del desempeño de la empresa, toma ventaja de su posición en perjuicio de los accionistas minoritarios y los acreedores, haciendo uso de otras compañías relacionadas para transacciones que les permita sacar algún rédito, perjudicando a los inversores minoritarios ya que se podría haber realizado un intercambio más eficiente en el mercado. O bien los controlantes pueden adjudicarse utilidades especiales, por ejemplo, para sus intereses personales o para invertir fuera de la empresa. También pueden usar su influencia en el directorio y en la gerencia para afianzar personas de confianza o familiares en posiciones claves de la empresa (Ali et al, 2007; Gilson y Gordon, 2003).⁹

Una parte significativa de la literatura teórica estudia las implicancias de la distribución desigual de información entre los distintos participantes de un contrato, para luego incursionar sobre los efectos de las prácticas del GS como amortiguadores de las ineficiencias generadas por esta falla de mercado. Mientras Hart (1995) incursiona en los costos de transacción que pueden llegar a impedir la solución de conflictos entre las partes a través de contratos eficientes, Tirole (2001) investiga desde una perspectiva microeconómica el problema de agencia derivado de la existencia de riesgo moral.

Hay una cantidad significativa de estudios empíricos que demuestran una relación positiva entre la calidad del GS de una empresa y su desempeño, esta última medida a través de diversos indicadores.

- Shawtari et al. (2016) demuestran que los mínimos cuadrados ordinarios son inconsistentes para demostrar la relación entre el GS y desempeño de las empresas cotizantes malayas. Utilizando la regresión de cuantiles, dan evidencia que el impacto del GS sobre el desempeño es heterogéneo, concluyendo que depende del tamaño de la escala.

⁹ Ver Secondini y Streb (2010).

- Catapan y Colauto (2014) analizaron a partir de la construcción de un índice de GS (IGS) e indicadores de desempeño económico financiero de las empresas listadas en BMF&Bovespa, que hay una relación significativa entre el IGS y la q de Tobin,¹⁰ por un lado, y ROA, por el otro.
- Fallatah y Dickins (2012) constataron que el GS y el ROA, para las firmas listadas de Arabia Saudita, no están relacionados, pero que el GS y el valor de la empresa, medido por la q de Tobin y por la capitalización, están positivamente relacionadas.
- Chhaochharia y Grinstein (2007) encontraron que el anuncio de la Ley *Sarbanes Oxley* y diversas enmiendas a las reglas de las bolsas de valores de Estados Unidos, que tuvieron lugar después de los escándalos de Enron y otras compañías, tuvo un efecto significativo en el valor de las empresas, medido por los rendimientos de los portafolios.
- Black et al. (2006), en base a una encuesta a las sociedades cotizantes de la Bolsa de Corea, verificaron que una mejora en el GS impacta positivamente en la relación precio/valor en libros de las firmas.
- Eisenhofer y Levin (2005), analizaron diversos estudios empíricos de firmas norteamericanas en distintos períodos de tiempo y sectores industriales, arribando a la conclusión de que la relación positiva entre GS y desempeño de la firma,¹¹ no solo existe, sino que la misma se consolida en el mediano y largo plazo.
- Foerster y Huen (2004) hallaron que las empresas canadienses con mejor GS tenían retornos superiores al normal en el largo plazo del 9% anual.¹²

Sin embargo, ha habido cuestionamientos sobre la proposición de que un buen GS da lugar a una mayor valorización de la firma. La evidencia no es concluyente, y las críticas más fuertes apuntan a falta de correlación o causalidad en dirección contraria.

- Anand (2013) presenta el estado actual de la investigación empírica sobre el tema y encuentra que, si bien los resultados muestran una correlación entre la gobernanza y el valor de la empresa, no necesariamente indican causalidad.
- Munk (2013) encuentra que testear la proposición de que las empresas con mejores prácticas de GS tienen retornos más altos es difícil. Plantea una serie de interrogantes:

¹⁰ La razón entre el valor de mercado y el valor de reposición de los activos de la firma.

¹¹ Medido por los retornos de los accionistas, rentabilidad, menor riesgo, pagos de dividendos, etc.

¹² Ver CEF (2005) y Anzoategui y Streb (2008).

¿Cómo medir buenas prácticas? ¿Cómo calcular los retornos económicos? ¿Cómo corregir por diferencias entre industrias y entorno económico?

- Bebchuk et al. (2009) analizaron los 24 parámetros de gobernanza incluidas en un índice que desarrollaron Gompers et al. (2003) y no encontraron que todas necesariamente se correlacionaban con el valor de la empresa, medido a través de la rentabilidad de las acciones.
- Lehn et al. (2007) muestran que la correlación entre las relaciones de mercado/valor contable y los valores de índices de gobernanza, como ha sido documentado por Gompers (2003) reflejan una causalidad que va desde los ratios de valor de mercado/valor contable a los índices de gobernanza y no al revés.
- Larcker et al. (2005) sugieren que los indicadores de gobierno societario que se utilizan en la investigación académica y agencias de calificación institucionales tienen una capacidad limitada para explicar el desempeño de una firma.
- Nowak et al. (2004) demuestran que las iniciativas autorreguladas a través de CGS aún con altos niveles de cumplimiento no repercuten en el valor de las acciones de una firma, ni en el corto ni en el largo plazo.
- Weir et al. (2002) existe una relación débil entre las buenas prácticas de gobernanza y desempeño de las firmas.

Sin embargo, esto no ha frenado que los países sigan introduciendo reformas en materia de gobernanza y/o actualizando los códigos ya existentes.¹³

Si la evidencia no es concluyente respecto a si buenas prácticas de GS aumentan el valor de la firma, el enfoque económico de expectativas racionales les daría razón a las empresas de carecer de incentivos para su adopción más allá de lo formal. A pesar de ello, no deja de ser intuitiva y atractiva la idea de que si las empresas adoptan buenas prácticas de GS desarrollan procesos de profesionalización en la toma de decisiones, reduciendo los conflictos de interés entre los distintos participantes de las empresas. A menor conflicto cabría esperar un mejor desempeño de las mismas. También exploraremos qué otra variable podría servir de incentivo.

¹³ Ver Streb et al. (2015).

La primera hipótesis 1 (H_1) de investigación es que la difusión de respuestas que denotan cumplimiento, ya sea total o parcial, de los principios y recomendaciones del CGS a través de la web de la CNV tiene importancia para las empresas, en la medida que un número significativo (“k”) de empresas perciba que están mejor que si hubieran elegido su alternativa preferida (teoría de juegos).

H_2 : existen incentivos al momento de cumplimentar con el CGS (teoría de las expectativas racionales).

H_3 : las empresas se sienten observadas al momento de cumplimentar con el CGS por el regulador y/o el inversor (teoría de la economía del comportamiento).

H_4 : se necesitan medidas mandatorias para que el cumplimiento no sea meramente formal (imperativos ineludibles).

3. Marco Teórico

En esta investigación se parte de la visión de que puede haber varios puntos de vista para abordar la problemática, habiendo más de un modelo para interpretarla.

1) La H_1 plantea que la divulgación de respuestas que muestran cumplimiento del CGS tiene trascendencia para las firmas en la medida que un número importante de las mismas adviertan que están mejor que si hubieran elegido su alternativa preferida. Este esquema propuesto por Schelling (2006) corresponde a la teoría de juegos. Este autor sostiene que las elecciones de las personas dependen del comportamiento de los otros, y que las mismas no permiten una simple extrapolación hacia agregados, sino que existe un sistema de interacciones. Son modelos de “masa crítica” que involucran a actividades auto sostenidas una vez que pasaron cierto nivel mínimo. Los comportamientos de las personas dependen de cuantas personas se están comportando de la misma manera, es decir la masa crítica. Hay una gran variedad de estos modelos, entre los cuales están los de expectativas auto confirmadas. Se da un proceso unilateral en el cual las personas creen acerca de algo, y se comportan de acuerdo con esas creencias, haciendo que esas creencias se confirmen.¹⁴

¹⁴ Schelling (2006), p. 76, 94-95 y 116.

Para el caso bajo estudio, responder al CGS implica alternativas de elección binaria repetidas. Cuando son fácilmente visibles y no hay costos por cambiar, pueden permitir un fácil y continuo ajuste a lo que otros están haciendo. Es lo que se conoce como el modelo del Dilema del Prisionero para N personas. En este, las empresas que responden al GCS pueden ver y adaptar en función de ello su comportamiento a través del sitio web de la CNV. La disciplina y el cumplimiento con los principios y recomendaciones del CGS estará sujeto a “*si es posible el monitoreo individual de las elecciones o solo del agregado o porcentajes*”.¹⁵

A partir de la hipótesis planteada, se determinará si hay una masa crítica (“k”) que cumple con los principios y recomendaciones.

2) De acuerdo a la teoría de expectativas racionales,¹⁶ los *homos economicus* o *econs* responden a incentivos. Son seres racionales, previsores, que actúan en interés propio guiado por “una mano invisible” utilizando toda la información disponible. Sus preferencias son perfectamente conocidas y sus elecciones son óptimas.

Por tanto, la H₂ plantea que existen incentivos al momento de cumplimentar con el CGS. Cualquier comportamiento disfuncional en los mercados financieros respondería según esta visión a distorsiones en los incentivos.

En este sentido, Munk (2013) recalca que los incentivos deben ser los correctos, ya que las dos últimas crisis financieras demostraron que hubo incentivos desalineados que generaron malas prácticas de gobernanza por la falta de control por parte banqueros, auditores, abogados corporativos, agencias calificadoras de riesgos y analistas de valores frente a la perspectiva de grandes ganancias en las operaciones realizadas. “*La delincuencia financiera ocurre ya que rinde, a veces bastante bien...*”¹⁷ Más adelante expresa: “*...Mientras los resultados fueran buenos, el problema era que la empresa se encontraría en una frontera de riesgo en constante expansión que parecía producir ganancias crecientes ... No se especificó quién iba o debía revelar el cambio en la posición de riesgo ante el mercado...*”¹⁸

¹⁵ Schelling (2006), p. 215.

¹⁶ La teoría de expectativas racionales fue propuesto originalmente por John Muth (1961).

¹⁷ Munk (2013), p. 57.

¹⁸ Munk (2013), p. 75

Según este mismo autor se puso demasiado acento en reformas legislativas dirigidas a suprimir la turbulencia sin ir a las fuentes. Cita a la Ley *Sarbanes-Oxley* que no pudo prevenir la crisis del 2007-08 porque no se focalizó en los incentivos que llevaron a la crisis del 2001-02. La ley falló en ver las fuentes de un persistente conflicto de agentes y se focalizó en una “*visión estrecha del fraude financiero e información financiera engañosa.*”¹⁹ Durante ese período, de acuerdo a este autor, se carecieron de leyes claras y de castigos.

3) Una corriente alternativa de pensamiento conocida como la economía del comportamiento arroja otra mirada al problema. De acuerdo a Kahneman (2010), los seres humanos tienen dos modos de tratamiento de la información y la toma de decisiones. El primero, es Sistema 1 de pensamiento automático, instintivo y emocional, en contraposición al Sistema 2 de pensamiento lento, lógico y reflexivo. El Sistema 1 toma la información y llega a conclusiones correctas casi sin esfuerzo utilizando la intuición y reglas generales. El Sistema 2, en cambio, interviene cuando las emociones nublan el juicio o la intuición está equivocada.

Sin desconocer que los *humanos* responden a incentivos, Kahneman (2010) sostiene que éstos toman decisiones sesgadas en base a creencias pre-existentes en la que intervienen un exceso de optimismo y confianza. Aseveran que las personas son más sensibles a las pérdidas que a las ganancias y adversas al riesgo, privilegiando el *statu quo* en ausencia de presión ante el cambio. Asimismo, muchas veces se presta más atención a los costes hundidos que no son recuperables al considerar futuras líneas de actuación.

Según esta visión, si las personas saben que están siendo vistas por otras tenderán a mejorar su comportamiento. Las personas aprenden de otros y gustan de cumplir con las normas sociales lo que las torna influenciables. Según Thaler y Sunstein (2008) cuando se da a conocer desde una agencia gubernamental el grado de cumplimiento de una obligación, si esta es alta, esto podría alentar a los demás un mayor compromiso.²⁰ De ahí, que la H₃ indaga acerca de si las empresas se sienten observadas al momento de cumplimentar con el CGS, ya sea por el regulador y/o el inversor.

Estos autores sostienen que los *humanos* son influenciables a través pequeños empujones (*nudges*), siendo responsabilidad de los “arquitectos” de la elección organizar el contexto en que las

¹⁹ Munk (2013), pag. 52

²⁰ Ver Thaler y Sunstein, 2008, p. 66.

personas toman decisiones. Estos preferirán las reglas predeterminadas a la elección activa cuando el contexto es poco conocido, cuando la gente prefiere no elegir o la población es homogénea. Cuando carecen de información relevante preferirán la elección activa, también cuando el contexto es familiar, las personas preferirán elegir (y por lo tanto la elección es un beneficio más que un costo) y cuando hay una heterogeneidad en el grupo (Sustein, 2014).

Afirman un paternalismo libertario, ya que influyen sobre el comportamiento de las personas,²¹ pero éstas tienen libertad para elegir entre opciones.

4) Ahora bien, ¿el éxito de la implementación de buenas prácticas puede garantizarse a través de normas voluntarias solamente? En este sentido, Moore (2013) indaga sobre si la gobernanza de las firmas pertenece al derecho privado o más bien al derecho público, y brega por una mayor regulación estatal. Nowak et al. (2006) comparten esta visión ya que entienden que la autorregulación es inefectiva. De ahí, que la H₄ plantea que se necesitan medidas mandatorias para que el cumplimiento no sea meramente formal.

La reciente crisis financiera, sin duda, ha vuelto a abrir el viejo debate sobre los costos y beneficios de la regulación mandataria frente a los mecanismos de mercado. En la mayoría de los países, los CGS se utilizan como un medio para tratar de incentivar a las empresas a introducir normas y prácticas de GS que van más allá de las leyes y reglamentos existentes. El peligro que se suele señalar es que la aplicación puede ser sólo formal y que la confianza en los agentes del mercado para garantizar su efectiva implementación es débil allí donde los inversores no tienen una fuerte presencia, interés o incentivos, o donde el control societario está altamente concentrado (Kirkpatrick, 2010). Por tanto, para algunas cuestiones más resistidas, puede hacer falta regulaciones mandatorias como complemento o bien como sustituto, según el contexto, para asegurar una efectiva implementación de buenas prácticas.

Sin embargo, Balleisen y Eisner (2009) sostienen que hay circunstancias en las que el Estado delega responsabilidades de regulación a las empresas con resultados alentadores. El problema no es la autorregulación en sí, sino el fracaso de integrar estructuras de gobernanza privada con eficacia dentro de un marco institucional más amplio de supervisión pública. Básicamente, la eficacia de la

²¹ Según este enfoque las personas no prestan total atención cuando toman decisiones, ni cuentan con información completa, habilidades cognitivas ilimitadas y absoluto dominio propio (Thaler y Sunstein, 2008, p. 5).

autorregulación depende de cinco factores: i) la importancia que los regulados asignan a su reputación, ii) la flexibilidad del marco reglamentario, iii) la existencia de suficiente capacidad burocrática y la autonomía por parte de los reguladores, iv) el grado de transparencia en el proceso de regulación, y v) la seriedad en la rendición de cuentas.²²

Estos autores reconocen que los códigos pueden inducir a problemas de selección adversa. Las empresas con pobre desempeño en materia de gobernanza pueden responder a regulaciones poco exigentes para mejorar su reputación sin cambiar sus prácticas y como resultado estos participantes terminan expulsando a las empresas que buscan hacer esfuerzos creíbles. No obstante, entienden que esto podría solucionarse con un monitoreo eficaz por parte de los reguladores.²³

4. Estrategia metodológica

4.1 Antecedentes

El CGS de la Resolución General (RG) CNV N° 606/12 surgió de la necesidad de actualizar el anterior CGS (RG CNV N° 516/07) ante la crisis financiera del 2007-08 y también dar un marco de mayor claridad a las emisoras en cuanto a los requerimientos.²⁴

Se tomó como base el anterior código, profundizando su contenido, y actualizando e incorporando otros temas, además de cambiar su estructura.²⁵ El nuevo CGS fue sometido a consulta pública durante dos meses, en los cuales hubo una gran participación del público.²⁶ A partir de la consulta pública fueron tenidos en cuenta aspectos sugeridos por un espectro amplio de sectores. Esto fue un factor

²² Ver Anand *et al.* (2012), Wymeersch (2005) y Romano (2004).

²³ Ver Balleisen y Eisner (2009), p. 132 y 137.

²⁴ Se designó a la autora de esta tesis la responsabilidad de la tarea, que dio lugar la apertura del Expediente N° 1723/11-Código de Gobierno Societario-Modificación Resolución General N° 516.

²⁵ En este sentido, se tomó como referencia la estructura, no así el contenido, del CGS de la *Australian Securities Exchange*. Ver ASX (2007).

²⁶ Poco antes de la consulta pública, me reuní con un grupo de abogados de la Comisión a quienes doy las gracias por sus sugerencias, y en particular, agradezco a la Dra. Mabel D'Orazio Cebey y al Dr. Cipriano Rodríguez. La consulta pública se lanzó el 30/08/11 y concluyó 31/10/11. Participaron la Cámara de Sociedades Anónimas, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Consejo de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires, el Banco Central de la República Argentina, la Asociación de Bancos Privados de Capital Argentino, el Instituto para el Gobierno Argentino, la Asociación Civil Instituto de Gobernanza Empresarial y Pública, la Asociación Argentina de Inversores, AG Sustentable, la Asociación Argentina de Ética y Compliance, el Estudio Giovenco y profesionales independientes.

importante del proceso ya que despertó gran interés de los participantes,²⁷ a los que se les brindó la oportunidad de que los mismos se sintieran parte de la iniciativa.²⁸

En los considerandos del CGS se entiende por GS “a la forma en que una empresa es administrada y regulada”, englobando una vasta gama de aspectos tales como el rol y funcionamiento del directorio, la transparencia de los controles internos y externos de la firma y la difusión de la información. Se asume que buenas prácticas de GS mitigan los conflictos de interés, lo que mejora “el desempeño de las empresas y su valoración en el mercado”. Asimismo, se afirma que el CGS constituye “un instrumento de consulta para los potenciales inversores y disminuye el costo de financiamiento de esas entidades”.

El CGS se estructura a partir de principios, que enuncian conceptos generales, y recomendaciones o buenas prácticas, que sugieren un marco para la aplicación de esos principios dentro de la emisora. Dichas recomendaciones van acompañados “comentarios indicativos” de cómo llevar a cabo la buena práctica en cuestión, pudiendo los “requisitos mínimos” que fija el CGS ser superados discrecionalmente por las empresas.

Las entidades que se encuentren en el régimen de oferta pública de sus valores negociables,²⁹ o soliciten autorización para ingresar en la misma deben remitir anualmente mediante la Autopista de Información Financiera para su difusión pública en la Memoria anual y también en un anexo separado, un informe sobre el grado de cumplimiento del CGS.

“...El Órgano de Administración de cada Emisora deberá:

- (i) informar si cumple totalmente los principios y recomendaciones integrantes del Código de Gobierno Societario y de qué modo lo hace, o
- (ii) explicar las razones por las cuales cumple parcialmente o no cumple tales principios y recomendaciones e indicar si la Emisora contempla incorporar aquello que no adopta en un futuro...

²⁷ Los resultados preliminares de la consulta pública fueron presentados en el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires el 29 de noviembre de 2011, en la cual participé como panelista.

²⁸ Ver el caso de una experiencia participativa en Strauss (2011).

²⁹ Los valores negociables incluyen tanto acciones como instrumentos de deuda. Esto representó un cambio con el anterior CGS de la CNV, la RG CNV N° 516/07, ya que solo regía para las sociedades emisoras de acciones.

...O bien el Órgano de Administración indicará los motivos por lo que no se considera apropiada o aplicable el seguimiento de la recomendación de la Comisión en la Emisora en cuestión, de existir tal circunstancia... ”³⁰

Las empresas tienen una obligación de informar, pero no de cumplir. El incumplimiento del CGS impacta sobre la reputación de la compañía. Las obligaciones de la veracidad son responsabilidad del emisor, directores y síndicos, no de la CNV. Si la empresa no responde o proporciona información falsa esto puede dar lugar a las sanciones de la sección 132 de la LMC.³¹

La metodología que se siguió fue analizar el CGS³² a partir de un relevamiento estadístico,³³ de una muestra que abarca 73 empresas listadas financieras y no financieras que cotizan acciones en el mercado de valores³⁴ de Buenos Aires entre los años 2012-2015 y que deben responder si cumplen o no con los principios y recomendaciones del mismo.³⁵

La muestra no incluye pequeñas y medianas empresas,³⁶ cooperativas, asociaciones, emisoras de programas globales con instrumentos de deuda menores a un año, fideicomisos financieros, Cedears, así como empresas que están radicadas en el exterior y tienen permiso de cotizar en el mercado secundario de Argentina, ya que no se les exige responder al CGS.

Por último, a partir de la sanción de la Ley de Mercado de Capitales, los mercados están obligados a ser Sociedades Anónimas y por tanto deben cumplimentar con el CGS. Sin embargo, al momento de iniciar este trabajo, los mercados aún no reportaban el Código.

³⁰ Artículo 1 inciso a.1) de la Sección I, Capítulo I del Título IV (Régimen Informativo Periódico).

³¹ También en el caso de comprobarse que la emisora proporcionó información falsa, les aplica a los responsables la penalidad del artículo 292 del Código Penal. Asimismo, los inversores y el público en general pueden hacer denuncias a través de la página web de la CNV.

³² El CGS está disponible en la web de la CNV no solo en la sección de Información Financiera, sino en la sección de “Régimen de Transparencia”.

³³ Se ha recogido información de los CGS de la muestra, de los Estados Financieros de las empresas, indicadores financieros y de mercado.

³⁴ Si bien el Código de GS de la CNV está dirigida tanto a empresas emisoras de acciones como de obligaciones negociables, el trabajo se limitará al primer grupo, que es el que venía contestando la RG CNV N° 516/07.

³⁵ No fueron tenidas en cuenta las empresas que se retiraron de la oferta pública antes de concluido el período bajo consideración, ni aquellas que se incorporaron uno o dos años después durante el período bajo estudio para así mantener la misma muestra a lo largo de los cuatro años.

³⁶ Sobre una propuesta de CGS para pequeñas y medianas empresas ver Streb (2013).

4.2 Descripción de los principales indicadores

En esta sección se hace un análisis del grado de cumplimiento de las respuestas brindadas por las empresas cotizantes. En el cuadro que sigue se vuelcan las respuestas a los principios.

Cuadro 1: Respuestas a los principios según grado de cumplimiento

-Número promedio sobre el total de empresas de la muestra -

Se fijó un umbral para determinar el grado de cumplimiento de un principio o recomendación. Si un principio tuviera una recomendación subdividida en diez ítems, aquellas empresas que lograban un puntaje superior a 8,5 se consideró que cumplían totalmente con dicha recomendación, si el puntaje estaba comprendido entre 5³⁷ y 8 el cumplimiento se tomó como parcial, y para valores inferiores a 5 se consideró que incumplía con la recomendación.

Principios	Año	Grado de cumplimiento ¹				
		CT	CP	INC	NA	NC
<i>I. Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas</i>	2012	63,0	5,7	2,7	0,3	1,3
	2013	65,0	5,0	1,3	0,3	1,3
	2014	66,3	4,3	1,0	0,3	1,0
	2015	66,0	4,7	1,0	0,3	1,0
<i>II. Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora²</i>	2012	38,6	21,6	12,7	0,1	0,0
	2013	39,3	21,3	12,3	0,1	0,0
	2014	39,9	20,9	12,1	0,1	0,0
	2015	40,1	20,6	12,1	0,1	0,0
<i>III. Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial</i>	2012	37,2	21,8	12,4	0,2	1,4
	2013	38,4	21,0	12,0	0,2	1,4
	2014	38,2	21,6	11,8	0,2	1,2
	2015	38,8	20,4	12,4	0,2	1,2
<i>IV. Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes</i>	2012	48,0	7,3	17,8	0,0	0,0
	2013	48,3	7,3	17,5	0,0	0,0
	2014	48,8	7,3	17,0	0,0	0,0
	2015	48,8	7,3	17,0	0,0	0,0
<i>V. Respetar los derechos de los accionistas</i>	2012	12,8	26,4	13,2	0,0	20,6
	2013	13,2	26,2	13,0	0,0	20,6
	2014	13,0	26,0	13,4	0,0	20,6
	2015	13,2	26,0	13,2	0,0	20,6
<i>VI. Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad</i>	2012	43,5	12,5	16,0	0,5	0,5
	2013	43,5	13,5	15,0	0,5	0,5
	2014	43,5	14,0	15,0	0,5	0,0
	2015	43,5	14,0	15,0	0,5	0,0

³⁷ Un puntaje de 5 representa 5 de 10 totalmente cumplimentadas o 10 parcialmente cumplimentadas.

VII. Remunerar de forma justa y responsable ³	2012	7,0	3,0	63,0	0,0	0,0
	2013	7,0	3,0	63,0	0,0	0,0
	2014	7,0	3,0	63,0	0,0	0,0
	2015	7,0	3,0	63,0	0,0	0,0
VIII. Fomentar la ética empresarial	2012	34,7	8,7	10,3	0,0	19,3
	2013	36,0	8,3	9,3	0,0	19,3
	2014	37,7	7,7	9,0	0,0	18,7
	2015	37,7	7,7	9,0	0,0	18,7
IX. Profundizar el alcance del código	2012	20,0	19,0	32,0	1,0	1,0
	2013	20,0	20,0	31,0	1,0	1,0
	2014	21,0	19,0	31,0	1,0	1,0
	2015	21,0	19,0	31,0	1,0	1,0
¹ CT: cumplimiento total; CP: cumplimiento parcial; INC: incumplimiento; NA: no aplica; NC: No contesta						
² En el principio II, en la recomendación II.5, solo se tuvo en cuenta el ítem II.5.1 (Comité de Nombramientos).						
³ En el principio VII, solo se tuvo en cuenta el ítem VII.1 (Comité de Remuneraciones).						

Fuente: Elaboración propia en base a las respuestas del CGS durante 2012 a 2015.

A partir de las respuestas a los principios y recomendaciones de las emisoras (Cuadro 1) se armó un Índice de Gobernanza Societaria (IGS), previo a lo cual hubo asignar valores a los grados de cumplimiento (Cuadro 2).

Cuadro 2: Valores asignados según grado de cumplimiento

A fin de armar IGS a partir de las respuestas binarias, se asignaron a los distintos grados de cumplimiento los valores volcados en el cuadro. A todas las recomendaciones se les asignó un peso individual de 1.

Grado de cumplimiento	Valores asignados
<i>Cumplimiento total</i>	1
<i>Cumplimiento parcial</i>	0,5
<i>Incumplimiento/No aplicables/No contesta</i>	0

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, se presenta el IGS para las 73 empresas, donde las recomendaciones se han incluido de manera abreviada. En total se evaluaron 31 de las 35 recomendaciones. El motivo es que en el Principio II, en la recomendación II.5, y en el Principio VII, lo único que interesa, es saber si las empresas tienen un Comité de Nombramiento (II.5.1) o un Comité de Remuneración (VII.1), respectivamente, ya que son puntos no convencionales en Argentina. No interesa saber qué alternativas utilizan, ya describen el modo usual de operar.

Cuadro 3: Índice de Gobierno Societario

- porcentaje de respuestas positivas sobre el total, 2012 a 2015-

Se tomaron en cuenta la totalidad de las recomendaciones, salvo algunas excepciones: se tuvo en cuenta solo recomendación V.5.1, referida a si la empresa cuenta o no con un Comité de Nombramiento y VII.1 si tiene o no un Comité de Remuneración, obviándose el detalle pormenorizado. Se obvió considerar la recomendación V.4, ya que la Oferta Pública por Adquisición se hizo obligatoria a partir de la LMC.

Principios	2012	2013	2014	2015	Δ% 15/12
I. Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas	90,2	92,5	93,8	93,6	3,8
I.1 Partes Relacionadas	91,1	93,2	93,8	93,8	
I.2 Conflictos de Interés	90,4	93,2	94,5	94,5	
I.3 Información Privilegiada	89,0	91,1	93,2	92,5	
II. Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora	67,6	68,4	68,9	69,1	2,2
II.1 Administración, Supervisión y orientación estratégica	56,8	58,2	57,5	57,5	
II.2 Control de la Gestión	84,2	85,6	88,4	89,0	
II.3 Proceso evaluación de desempeño del Órgano de Administración (OA)	81,5	80,1	80,8	80,8	
II.4 Número de miembros externos e independientes en el OA	95,2	95,2	95,9	95,9	
II.5.1 Existen Comité de Nombramientos	5,5	6,2	6,2	6,2	
II.6 Miembros del OA, síndicos, consejeros en diversas Emisoras	89,7	91,1	91,8	92,5	
II.7 Capacitación miembros del OA y gerentes de primera línea	60,3	62,3	61,6	61,6	
III. Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial	65,9	67,0	67,1	67,1	1,9
III.1 Política integral de gestión de riesgo	84,9	85,6	85,6	84,9	
III.2 Comité de Riesgo	56,8	58,2	58,9	60,3	
III.3 Oficial de gestión de riesgo	39,0	41,1	41,1	41,1	
III.4 Políticas de gestión de riesgo actualizadas	68,5	68,5	69,2	68,5	
III.5 Resultados gestión de riesgo en EE.FF. y memoria	80,1	81,5	80,8	80,8	
IV. Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes	70,7	71,1	71,7	71,7	1,5
IV.1 Evaluar si preside un miembro independiente el Comité Auditoría (CA)	85,6	86,3	89,0	89,7	
VI.2 Auditoría interna que reporta al CA	77,4	78,1	78,1	77,4	
VI.3 CA evalúan idoneidad, independencia y desempeño del Auditor Externo	98,6	98,6	98,6	98,6	
IV.4 Rotación de auditores o firma de auditoría	21,2	21,2	21,2	21,2	
V. Respetar los derechos de los accionistas	35,6	36,0	35,6	35,9	0,8
V.1 Accionistas acceden a la información de la Emisoras	58,2	58,2	58,2	58,2	
V.2 Se promueve participación de los accionistas	27,4	28,8	28,8	30,1	
V.3 Se garantiza 1 acción = 1 voto	25,3	25,3	25,3	25,3	
V.5 Dispersión accionaria	17,1	18,5	17,1	17,1	
V.6 Política de dividendos transparente	50,0	49,3	48,6	48,6	
VI. Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad	68,2	68,8	69,2	69,2	1,5
VI.1 Sitio web con información relevante, recoge inquietudes de usuarios	98,6	98,6	98,6	98,6	
VI.2 Balance de Responsabilidad Social	37,7	39,0	39,7	39,7	
VII. Remunerar de forma justa y responsable	11,6	11,6	11,6	11,6	0,0
VII.1 Comité de Remuneraciones	11,6	11,6	11,6	11,6	
VIII. Fomentar la ética empresarial	53,4	55,0	56,8	56,8	6,4

VIII.1 Código de Conducta Empresaria	23,3	23,3	23,3	23,3	
VIII.2 Mecanismo de denuncias	71,2	73,3	76,0	76,0	
VIII.3 Sistemas de gestión y resolución de denuncias	65,8	68,5	71,2	71,2	
IX. Profundizar el alcance del código	40,4	41,1	41,8	41,8	3,4
IX. Inclusión de prácticas de buen gobierno en el Estatuto Social.	40,4	41,1	41,8	41,8	

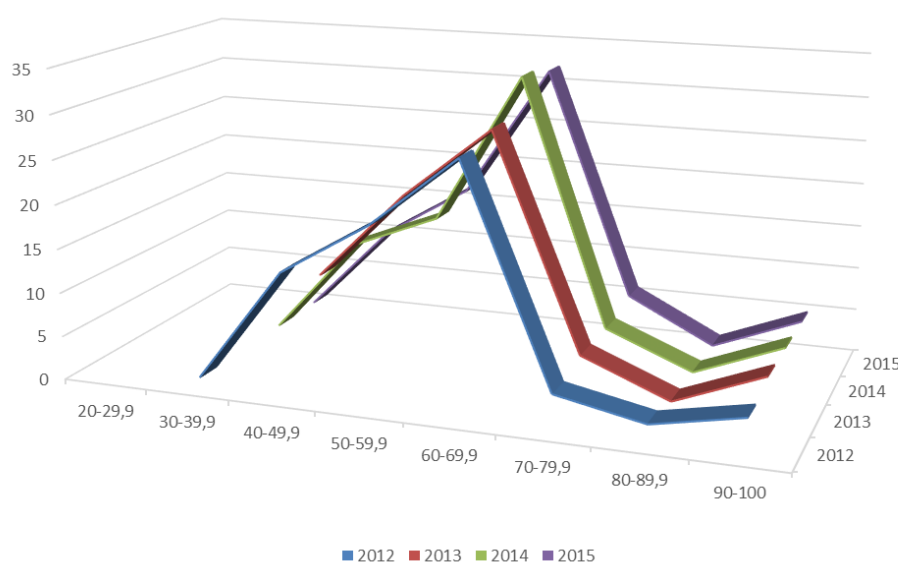
Fuente: Elaboración propia en base a las respuestas del CGS durante 2012 a 2015.

En el gráfico 1 se presenta la distribución del IGS en su forma funcional. El eje de la ordenada representa la cantidad de empresas en cada subgrupo y el de las abscisas el valor del IGS. Para hacer el gráfico más intuitivo se llevó la escala de 0-31 a 30-100, obviándose los números 0 a 29. Como se observa, ninguna empresa optó por no cumplimentar. El menor puntaje fue de una empresa que decidió al menos completar 1/3 del CGS. Lo que se observa es que en el 2012 la mayoría de empresas optaron por concentrarse en valores cercanos 60,7 en tanto en el 2015 la mayor concentración se produjo cerca del 62,2 indicando que la distribución tuvo un leve desplazamiento hacia la derecha.

Gráfico 1: Distribución del IGS

(Escala 0-100)

-2012 a 2015-



Fuente: Elaboración propia en base a las respuestas del CGS durante 2012 a 2015.

Los principales estadísticos de la distribución (Cuadro 4) denotan una muy leve mejoría observada en el gráfico anterior. Al lado de la escala 0-31, se agregó una columna con una escala de 0-100. La mejora más sustancial fue el incremento de la moda y mediana.

Cuadro 4: Estadísticos de la distribución

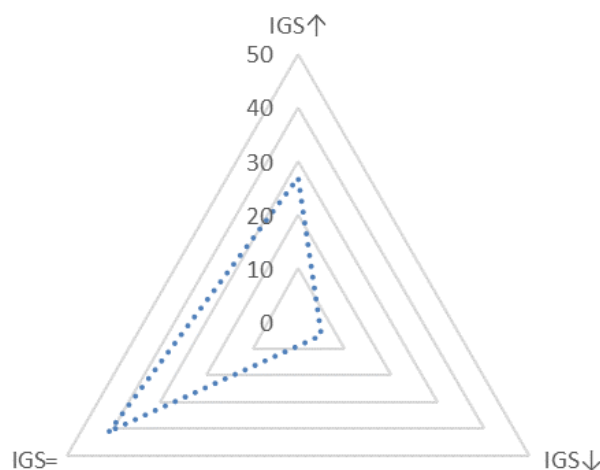
- 2012 y 2015 -

Estadísticos	2012			2015	
	$\Delta\%$ 2015/2012	0-31	0-31	0-100	0-100
Moda	2,6	19,5	20,0	62,9	64,5
Mediana	2,6	19,0	19,5	61,3	62,9
Media	2,4	18,8	19,3	60,7	62,2
Máximo	0,0	31,0	31,0	100,0	100,0
Mínimo	-17,4	11,5	9,5	37,1	30,6
DE	1,5	4,2	4,2	13,4	13,6

Fuente: Elaboración propia en base a las respuestas del CGS durante 2012 y 2015.

Gráfico 2: Variación en el grado de cumplimiento del CGS

- 2015 / 2012-



Fuente: Elaboración propia en base a las respuestas del CGS durante 2012 y 2015.

Del total de la muestra, se registraron entre el año 2015 y 2012, 32 empresas modificaron el valor del IGS, de las solo 6 calificaron para abajo. En total hubo 123 modificaciones, el 72% de las cuales fueron positivas. Sin embargo, del total de cambios solo un 27% no fueron fundamentadas. El valor de IGS promedio de estas empresas se incrementó en un 5,5%.

De las 41 empresas restantes siguieron calificando de la misma manera las recomendaciones como en el 2012, al menos 20% empresas se ocuparon de mantener al día la información, 59% actualizaron un mínimo y 22% mantuvieron el mismo CGS del 2012.³⁸

A continuación, se describen los estadísticos de los cambios ocurridos entre el 2015 y 2012. La media de los cambios fue de 3,8, de los cuales 2,8 fueron mejoras. Una empresa tuvo un máximo de 16 modificaciones, de las cuales solo 7 fueron mejoras (Cuadro 5).

Cuadro 5: Estadísticos de los cambios

- 2015 / 2012-

Estadísticos	Total	Mejoras	Desmejoras
Moda	2,0	2,0	0,0
Mediana	3,0	2,0	0,0
Media	3,8	2,8	1,1
Máximo	16,0	7,0	10,0
Mínimo	1,0	0,0	0,0
DE	3,1	2,1	2,3

Fuente: Elaboración propia en base a las respuestas del CGS durante 2012 y 2015.

Se utilizó el test de igualdad de medias para testear la hipótesis nula de que las medias de IGSs son iguales en base a distintos atributos, contra la alternativa de que no lo son. Como puede observarse en el cuadro 6, existen diferencias estadísticamente significativas en el nivel de GS de acuerdo a los siguientes atributos: liquidez de mercado,³⁹ capitalización,⁴⁰ valor de la empresa,⁴¹ emisión de ADR/GDR,⁴² tamaño de la empresa,⁴³ índice de endeudamiento⁴⁴ y ROIC.⁴⁵ Sin embargo, no puede aseverarse lo mismo en el caso del ROA,⁴⁶ dispersión accionaria y la edad de la empresa.

³⁸ Dos empresas de la muestra siguieron presentando el anterior CGS, que corresponde a la Resolución General N° 516/07 hasta el 2015 inclusive, otra empresa presentó dicho Código durante el 2012 y 2013, y una tercera empresa se percató en el 2013 que había que ajustarse a un nuevo CGS, ya que generaba uno propio.

³⁹ Líquidez de mercado se refiere a la capacidad de un mercado de intercambiar dinero por sus activos.

⁴⁰ La capitalización, medida en dólares, es igual al precio por acción multiplicado por el número de acciones en circulación de una empresa de capital abierto.

⁴¹ Valor de la empresa, expresada en dólares, se define como capitalización bursátil + deuda.

⁴² *American depositary receipt*, por sus siglas en inglés, es un certificado emitido por un banco depositario estadounidense, que compra acciones de empresas extranjeras y lo deposita en la cuenta. Incluimos aquí también a las GDR (Global depositary receipt) europeas.

⁴³ Es el activo y está expresado en dólares.

⁴⁴ Cociente entre el pasivo y el activo.

⁴⁵ El ROIC, por sus siglas en inglés, *Return on invested capital*, es la tasa de retorno sobre el capital invertido.

⁴⁶ El ROA, por sus siglas en inglés, *Return on Assets*, es el porcentaje de rentabilidad de la empresa de los activos de una empresa.

Cuadro 6: IGS según atributos

- 2012 a 2015 –

A partir del test de igualdad de medias, se vuelcan dos valores de IGS de las emisoras, uno por arriba de la mediana y otro por debajo, indicado por las flechas, para medir las diferencias según atributos.

ATRIBUTOS	N° Emisoras		Valores IGS (Escala 0-100)	
	↑	↓	↑	↓
Liquidez de mercado *	128	128	66,1	59,8
Capitalización *	144	144	67,0	57,2
Valor de la empresa *	144	144	67,0	57,0
Emisión ADR /GDR*	76	216	67,1	59,8
Tamaño de la empresa*	146	146	66,1	57,3
Índice de endeudamiento *	146	146	64,5	58,8
Indicador				
ROIC *	144	143	64,5	59,1
Económico				
ROA **	146	146	61,8	61,6
Dispersión accionaria **	146	146	62,1	61,3
Edad de la empresa**	146	146	62,8	60,6

* El valor del IGS es significativo al 5%.

** El valor del IGS no es significativo ni al 5% ni al 10%.

Fuente: Elaboración propia en base bolsar, Económica e Información Financiera de la web de la CNV.

El tamaño de una empresa incide en las prácticas de GS. Son las empresas de mayor dimensión las que tienden a adoptar en mayor medida recomendaciones de GS que les faculta implementar procesos de profesionalización para la toma de decisiones, estableciendo mecanismos de control y reglas transparentes en el manejo de la información tanto dentro como fuera de la firma. Son estas empresas que pueden contar con más comités que el resto de las empresas, como señala Munk (2013), y son las que, a su vez, acceden a los mercados internacionales por economías de escala. Pero también son las que reciben mayor monitoreo. La evidencia a nivel mundial señala que el tamaño del directorio se correlaciona de manera proporcional con el tamaño de la empresa y con la complejidad de la industria. En este sentido, Leblanc (2004) recalca la importancia de un análisis de eficiencia en el comportamiento del directorio de estas empresas, que debe primar por sobre su conformación formal, y señala que el GS mejora con cuestiones tales como el liderazgo, entendimiento del negocio por parte de los directores y del director ejecutivo, y la independencia de criterios en momentos claves.

A continuación, se vuelca un cuadro, con los distintos sectores que conforman las sociedades cotizantes de acciones de la muestra.

Cuadro 7: IGS por sector y tamaño de empresa

-2015 –

El tamaño está medido en función del activo expresado en pesos. Los valores son promedios de empresas. Entre paréntesis figura el número de empresas dentro de cada rango. M significa millones. El IGS31 está expresado en la escala 0-100 para facilitar su interpretación.

Sectores →	Banca	Agro-Ganadera e Industria Liviana	Industria pesada	Infraestructura y Servicios Públicos	Obras y Emprendimientos Inmobiliarios	Otros servicios
Pesos e IGS ↓						
< 4.000 M	-	1.150 (11)	1.300 (8)	2.000 (14)	500 (5)	1.200 (1)
IGS	-	55,6	63,3	61,8	63,2	61,3
4.000-13.000 M	-	7.200 (4)	9.500 (2)	8.200 (7)	6.700 (2)	6.800 (1)
IGS	-	66,1	62,1	74,0	65,3	59,7
>25.000 M	102.500 (6)	170.000 (1)	155.000 (4)	33.800 (2)	88.600 (2)	75.000 (3)
IGS	92,7	72,6	79,0	79,8	71,8	62,4

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de las Emisoras en el 2015.

Lo que se observa de este cuadro es que el 53% de las empresas tienen activos menores a \$4.000 millones, un 22% se ubica en el tramo entre \$4.000 y \$13.000 millones, en tanto un 25% pertenecen al grupo con activos mayores a 25.000 millones, que son los que tienen los mayores IGS31. Asimismo, se observa heterogeneidad entre sectores.

5. IGS a la luz de los distintos marcos teóricos

Como expone Zerubavel (1997), la forma en que percibimos la realidad está influenciada por como la perciben los que nos rodean. La percepción es así un fenómeno social. Nuestros horizontes mentales no son en su mayor parte ni naturales ni lógicos como queda en evidencia por el hecho de que cambian con el tiempo. Separar lo relevante de lo irrelevante es un acto social ejercido por miembros de una comunidad. Una vez, que aprendemos qué ignorar lo irrelevante, nos parece natural o lógico.⁴⁷

⁴⁷ Zerubavel (1997), p.23, 44 y 47.

5.1 Teoría de juegos

Se sostiene lo que afirma Schelling (2006), en el sentido de que responden en función de la “masa crítica”. La decisión depende de si la empresa espera estar dentro de la mayoría. La cuestión no es cuanto responde cada empresa sino cuantos toman la decisión de cumplir o no con los principios y recomendaciones del CGS. Se trata del Dilema del Prisionero.

El Dilema de Prisionero para dos empresas es el más conocido e involucra una elección binaria: i) cada empresa tiene una preferencia incondicional, ii) esa preferencia incondicional no se ve afectada por la elección de la otra firma, iii) las dos preferencias van en direcciones opuestas, y iv) la fortaleza de estas preferencias son tales que ambas están mejor optando por sus opciones no preferidas que por sus preferidas.

Hay una matriz que muestra, en un juego con dos empresas, cómo las recompensas de cada uno dependen de las decisiones de la otra empresa. Cada fila corresponde a la acción de una empresa, cada columna a la acción de la otra empresa. Cada empresa tiene un incentivo, independientemente de lo que haga la otra empresa de optar por su opción incondicional, a costa de la otra. Cuando ambas empresas optan por su opción incondicional, cada una está peor parado de lo que habría estado si hubiesen optado por la opción no preferida.

A modo de ejemplo, se plantea la siguiente situación:

Cuadro 8: Dilema del prisionero para dos empresas

		Empresa A	
		Cumple	No cumple
Empresa B	Cumple	5,5	1,6
	No cumple	6,1	2,2

Si cumplen con el CGS: 5 (hoy) + $5k$ (mañana)

Si no cumplen con el CGS: 6 (hoy) + $2k$ (mañana)

$$5 + 5k + 5k^2 + \dots = 5k/(1-k) > 6 + 2k + 2k^2 + \dots = 6 + 2k/(1-k), \text{ donde } k > 1/4$$

Esta situación es bastante simple de definir. En el caso de estas dos empresas, k tendría que ser mayor a $\frac{1}{4}$ para que ambas elijan sus opciones no preferidas. Si $k = 0$, esto significaría que a las empresas no les importa el futuro, y buscan recompensa inmediata.

En el caso que nos ocupa correspondería el Dilema de Prisionero para Multi empresas,⁴⁸ que es un caso mucho más complejo. Schelling lo define de la siguiente manera:

- “1. Hay n personas, cada uno con la misma elección binaria y las mismas recompensas.*
- 2. Cada uno tiene una alternativa preferida independientemente de lo que hacen los demás; y la misma elección es preferida por todos.*
- 3. Cualquiera que sea la opción que una persona hace, él o ella está mejor, cuantas más personas haya que opten por la alternativa no preferida.*
- 4. Hay algún número, k , mayor que 1, de tal manera que si k individuos o más eligen la alternativa no preferida y el resto no lo hace, los que sí lo hace están mejor que si hubieran elegido sus opciones preferidas, pero si el número es menor a k esto no es cierto.”*

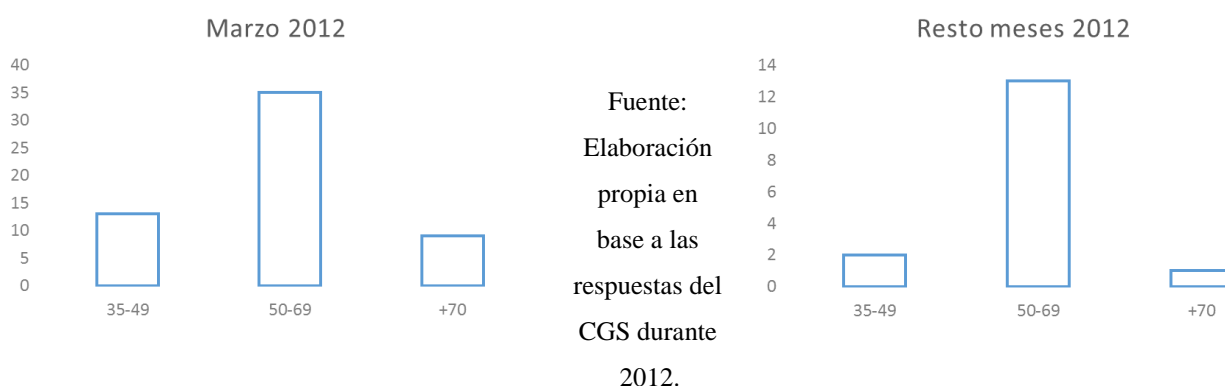
El parámetro k representa el tamaño mínimo para cualquier “coalición”⁴⁹ que puede ganar absteniéndose de su opción preferida. Por tanto, la recompensa depende no solo de las propias acciones de la empresa sino también de la de los otros jugadores. Una estrategia produce una ganancia mayor cuantas más empresas elijan la misma opción. Los costos irán disminuyendo a medida que muchos se muevan en igual dirección.

La mayoría de las empresas respondieron en marzo y representaron $\frac{3}{4}$ de la muestra. En el marzo de 2012, como se ve en el gráfico 3, estas empresas decidieron en forma simultánea cumplimentar entre un 50% y 69% del CGS. Ese mismo comportamiento luego fue reforzado por el $\frac{1}{4}$ restante como se ve en el mismo gráfico, donde la mitad de las empresas respondieron entre junio y diciembre.

⁴⁸ Schelling (2006), p. 218.

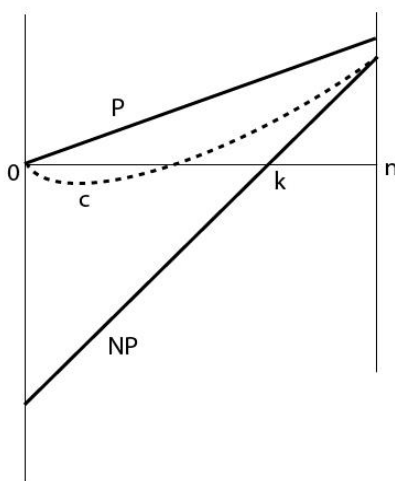
⁴⁹ El término coalición se refiere “a aquellos que son inducidos a elegir una opción, ya sea por un contrato ejecutable o porque alguien los está forzando o en la creencia de que si ellos lo hacen otros lo harán, pero no si no lo hacen, o por una regla de oro” (Schelling, 2006, p. 224).

Gráfico 3: Respuestas del CGS durante el 2012



Gráficamente, aunque no se puede determinar el valor de las recompensas, por el comportamiento observado de las empresas la mayoría optó por cumplimentar con el CGS (la opción no preferida), en la creencia de que si las empresas cumplían otros también lo harían. A nuestro entender, entre las diversas situaciones del Dilema Multi persona que plantea Schelling, el que mejor se ajusta a la situación descrita por las empresas es el que corresponde al gráfico 4.

Gráfico 4: Los pagos de las opciones P y NP



Fuente: Elaboración propia en base a Schelling (2006).

En el eje horizontal de 0 a n, hay dos curvas de recompensas, donde la población se define como $n + 1$ y, por tanto, “n” son los otros. Una curva representa los pagos de la opción preferida (P), donde el extremo izquierdo está arbitrariamente puesto en el punto cero y se eleva hacia la derecha.

Por debajo está la curva de pagos de la alternativa no preferida (NP). Comienza por debajo de cero y cruza el eje de la abscisa en el punto k.

A medida que más empresas elijen la opción NP, el costo (línea punteada) de elegir la opción P aumenta. La alternativa NP en este gráfico se hace cada vez más empinada en comparación con P, indicando que la opción NP se torna más beneficiosa a medida que más empresas optan por dicha alternativa. *“Lo que las personas realmente ven y se adaptan a veces no es el número de opciones de una manera u otra, sino las consecuencias”*.⁵⁰

5.2 Teoría de las expectativas racionales

H₂: existen incentivos al momento de cumplimentar con el CGS.

5.2.1 Indicadores económicos y Gobierno Societario

Como se mencionó previamente en la sección 2 hay evidencia internacional sobre el impacto positivo de la calidad de GS en diversos indicadores de desempeño. Paz-Ares (2004) agrega que las buenas prácticas de GS, al aminorar la falta de eficiencia que conllevan los conflictos de interés entre los diferentes incumbentes de la empresa, puede tener un efecto significativo en el desempeño de las firmas, ya que les permite captar nuevos fondos y reducir el coste de capital, y a los inversionistas se les reduce el riesgo de cartera y mejoran las expectativas de rendimiento. Asimismo, este autor menciona que en los datos publicados en el Boletín Informativo Novo Mercado de Bovespa, N° 34 del 05/09/2003 se demuestra que la emigración a escalones de gobierno corporativo o societario aumenta la valoración de la firma.

⁵⁰ Schelling (2006), p.215.

Si bien, no se pudo establecer ningún tipo de relación entre el IGS de las empresas con los indicadores de desempeño, como el ROA y ROE⁵¹ para la muestra escogida,⁵² sí se pudo identificar una relación entre el ROIC y el IGS.

El modelo es de efectos aleatorios,⁵³ donde el $ROIC_{it}$ es la variable independiente y el $IGS_{it}(-1)$ es la variable explicativa.

$$ROIC_{it} = -3,98_i + 0,81 IGS_{it}(-1) + \omega_{it}$$

Concretamente, el ROIC mejora debido a una mayor eficiencia, que se logra por a una reducción en los costos de agencia gracias al cumplimiento voluntario del CGS.

Se interpreta que ante,

- un \uparrow en una unidad del $IGS_{it}(-1)$ \uparrow el $ROIC_{it}$ en 0,81 unidades.

La constante no resultó significativa, pero el $IGS_{it}(-1)$ si resultó significativas al 5%.

A continuación, se reproduce el modelo de efectos aleatorios, el test de Hausman, y las características de los residuos.

⁵¹ El ROE, *Return on Equity*, mide la rentabilidad del capital propio. Al respecto del ROE, Fernández (2011) comenta que si fuera una buena aproximación de la rentabilidad de los accionistas de empresas que no cotizan, debería ser también una buena aproximación para empresas que cotizan. Sin embargo, el ROE de un año tiene muy poco que ver con la rentabilidad para los accionistas en ese año.

⁵² Durante el período analizado, un poco más de un cuarto de la serie del ROA fue negativa a igual que la del ROE. El ROA solo puede ser negativo cuando hay pérdidas y los valores negativos fueron del -0,04 a -377%. El ROE, por su parte, puede ser negativo porque hay pérdidas y el patrimonio es positivo (PN). Estos valores han llegado a extremos impensables de -0,2 a -7500. También porque hay ganancias y el PN es negativo, pero solo se reportó un caso. Hubo nueve empresas que registraron resultados positivos porque tuvieron una pérdida neta y un PN negativo, situación que podría llevar a la disolución de la sociedad.

⁵³ Acerca de los modelos de panel, ver Anexo, donde se explica brevemente el modelo de efectos fijos y el aleatorio y el test de Hausman. Están asimismo los test de raíz unitaria de cada una de las variables.

Cuadro 9: Modelo 1 de efectos aleatorios

Dependent Variable: ROIC
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Sample (adjusted): 2013 2015
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 72
 Total panel (unbalanced) observations: 212
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.979191	5.775814	-0.688940	0.4916
IGS31(-1)	0.807674	0.294638	2.741238	0.0066
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			9.787724	0.6020
Idiosyncratic random			7.957791	0.3980
Weighted Statistics				
R-squared	0.034537	Mean dependent var		4.916291
Adjusted R-squared	0.029940 ⁵⁴	S.D. dependent var		8.073745
S.E. of regression	7.958901	Sum squared resid		13302.26
F-statistic	7.512293	Durbin-Watson stat		1.862976
Prob(F-statistic)	0.006656			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.058106	Mean dependent var		11.52348
Sum squared resid	33001.95	Durbin-Watson stat		0.750919

Cuadro 10: Test de Hausman del modelo 1

Correlated Random Effects - Hausman Test
 Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.056685	1	0.8118

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
IGS31(-1)	1.060984	0.807674	1.131981	0.8118

⁵⁴ Éste es el impacto del CGS voluntario sobre el ROIC, y no representa lo que es mandatario de la CNV y/u otras regulaciones del mismo tenor. Como expresa Grace-Martin (2012), que el tamaño del efecto del porcentaje de varianza de la variable dependiente explicado por un modelo sea pequeño no significa que sea malo o no merecedor de ser interpretado. De hecho, cita un caso en que el modelo era significativo y tenía un R² ajustado de solo 0.04.

El test de Hausman probó evidencia en a favor de la hipótesis nula de que el estimador de efectos aleatorios es consistente y eficiente, ya que la probabilidad $0,8118 > 0,05$.

Cuadro 11: Estacionariedad de los residuos del modelo 1

Sample: 2012 2015

Included observations: 212

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. ***	. ***	1	0.403	0.403	34.982	0.000
. *	. .	2	0.168	0.006	41.062	0.000

Los residuos son estacionarios.

5.2.2 Liquidez del mercado y Gobierno Societario

También se ha podido establecer una relación entre la liquidez del mercado y IGS.

Una política de gobierno societario ayuda a los mercados ganar liquidez, además de tamaño y profundidad. La literatura financiera ha demostrado, en efecto, que existen correlaciones positivas estadísticamente muy significativas entre la calidad del gobierno corporativo institucional de que dispone un país y la extensión y liquidez de sus mercados de capitales. En este sentido, Porta et al. (1997) demuestran que países con pobre protección al inversor, medida por el marco regulatorio y la calidad de cumplimiento de las mismas, tiene un pequeño y estrecho mercado de capitales, tanto para deuda como para acciones. En cambio, un buen marco legal que ayude a proteger potenciales inversores contra expropiaciones por parte de emprendedores, los predispone a entregar fondos a cambio de valores, expandiendo el mercado de capitales. Paz-Ares (2004) comenta que en los datos del Boletín Informativo Novo Mercado de Bovespa, mencionado en el ítem 5.2.1, se comprueba que el desplazamiento a escalones de gobierno societario incrementa la liquidez de las acciones, reduciéndose la volatilidad. Por su parte, Agudelo Rueda (2011) demuestra a partir de un modelo de panel de datos la relación directa entre liquidez y actividad bursátil y rendimientos, y su relación inversa con la volatilidad.

El modelo es de efectos aleatorios, donde la variable independiente es el logaritmo natural (*LN*) de la *LIQUIDEZ_{it}* del mercado⁵⁵ y las variables independientes son, además de la constante, el *IGS_{it}* (-1) y la derivada (*D*) de la volatilidad (*VOL_{it}*),^{56 57}

$$LN LIQUIDEZ_{it} = -6,62_i + 0,22 IGS_{it}(-1) - 2,20E-07 DVOL_{it} + \omega_{it}$$

Se observa que, a partir de noviembre del 2012, la liquidez en el índice del Merval comenzó a incrementarse y sobre todo a partir del octubre del 2013 tomó un significativo impulso.⁵⁸

Se interpreta que ante:

- un ↑ en una unidad de la constante ↓ en 6,62% el *LN LIQUIDEZ_{it}*,
- un ↑ en una unidad *IGS_{it}* (-1) ↑ de 0,22% en el *LN LIQUIDEZ_{it}*,
- un ↓ en la tasa de variación de *D VOL_{it}* ↑ el *LN LIQUIDEZ_{it}* en 2,20E-07%.

Todas las variables son significativas al 5%.

A continuación, se reproduce el modelo de efectos aleatorios,⁵⁹ el test de Hausman, y las características de los residuos.

⁵⁵ La liquidez de mercado está expresada a diciembre de cada año de la muestra.

⁵⁶ La volatilidad es la varianza del índice del Merval durante el período de la muestra.

⁵⁷ El índice Merval mide una canasta teórica de acciones seleccionadas en función de su liquidez en pesos. Las acciones que conforman el índice varían cada tres meses, al realizarse el recálculo de esta cartera, sobre la base de la participación en el volumen negociado y la cantidad de operaciones de los últimos seis meses.

⁵⁸ Durante este período hubo una mejora significativa de la liquidez. Si bien en el 2012 la liquidez del índice del Merval se mantuvo relativamente constante hasta fines de noviembre, a partir de allí comenzó a tener una mayor pendiente. Pero recién en octubre del 2013 superó los 5 millones de pesos y de ahí en más, la pendiente se hizo más empinada. Hubo dos picos importantes en la semana de 21/09/14 (12,5 millones de pesos) y en la semana del 16/11/15 (14,2 millones de pesos).

⁵⁹ Había datos de liquidez de mercado para el 88% de la muestra.

Cuadro 12: Modelo 2 de efectos aleatorios

Dependent Variable: LN LIQUIDEZ
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Sample (adjusted): 2013 2015
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 64
 Total panel (unbalanced) observations: 185
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.620839	1.308803	-5.058700	0.0000
IGS31(-1)	0.215727	0.065540	3.291511	0.0012
D VOL	-2.20E-07	4.05E-08	-5.426968	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		2.281465	0.8147
Idiosyncratic random		1.087883	0.1853

Weighted Statistics			
R-squared	0.187962	Mean dependent var	-0.680851
Adjusted R-squared	0.179038	S.D. dependent var	1.208278
S.E. of regression	1.091421	Sum squared resid	216.7982
F-statistic	21.06366	Durbin-Watson stat	1.738217
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.099447	Mean dependent var	-2.510976
Sum squared resid	1156.188	Durbin-Watson stat	0.325935

Cuadro 13: Test de Hausman del modelo 2

Correlated Random Effects - Hausman Test
 Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.532835	2	0.1709

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
IGS31(-1)	0.449183	0.215727	0.021572	0.1120
D VOL	-0.000000	-0.000000	0.000000	0.1566

El test de Hausman probó evidencia en a favor de la hipótesis nula de que el estimador de efectos aleatorios es consistente y eficiente, ya que la probabilidad $0,1709 > 0,05$.

Cuadro 14: Estacionariedad de los residuos del modelo 2

Sample: 2012 2015

Included observations: 185

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. ****	. ****	1	0.555	0.555	57.990	0.000
. **	* .	2	0.229	-0.115	67.903	0.000

Los residuos son estacionarios.

5.2.3 Reputación y Gobierno Societario

Una propuesta para seguir mejorando las prácticas de gobernancia, es crear un listado con las empresas de mayor cumplimiento del CGS en la web de la CNV y en la de los mercados. Esto generaría mayor transparencia y se traduciría en un incentivo reputacional.

5.3 Teoría de la economía del comportamiento

5.3.1 ¿Se sienten observadas las empresas?

Para corroborar lo que pregona la economía del comportamiento, buscamos detectar si las empresas se sienten observadas y mejoran su comportamiento, o bien privilegian el *statu quo*.

En el siguiente gráfico se observa cómo se modificaron los CGS, haciendo un comparativo entre los informes del 2015 y el 2012.

Gráfico 5: Grado de actualización del CGS

- 2015/2012 -



Fuente: Elaboración propia en base a las respuestas del CGS durante 2012 y 2015.

El grupo de empresas que “actualiza” se preocupan en ir mejorando el cumplimiento de las recomendaciones lentamente o actualizan la información en forma periódica, no necesariamente cambiando la calificación. El 74% de las emisoras pertenece al grupo 32 emisoras que además modificaron su IGS. Estas empresas se sienten observadas.

Después del esfuerzo inicial de completar el CGS en el 2012, algunas empresas sólo actualizaron un “mínimo”, eso significa que o pusieron al día las modificaciones de la regulación y/o estadísticas y/o revieron el cumplimiento de alguna recomendación puntual. Este grupo hizo un exiguo empeño por ponerse al día. El 73% pertenece al grupo de empresas cuyo IGS no varió a lo largo de los cuatro años. Entendemos que estas empresas no tuvieron una clara percepción de que el regulador y/o el inversor los estuviese observando, pero ante la duda hicieron lo mínimo imprescindible.

El restante 12,3% son nueve empresas que mantuvieron el mismo CGS desde el 2012, privilegiando el *statu quo*.

5.3.2 Comportamientos diferenciados

A partir de la anterior información, podemos esquematizar tres comportamientos diferenciados, que ilustraremos con un ejemplo cada uno.⁶⁰

1) Revisión de la calificación.

Pudo haber o no modificación del texto. Este grupo se puede subdividir:

a) Emisoras que calificaron para arriba, pero no correspondía.

En 2012, una emisora calificó correctamente como INC la recomendación I.1: *“La Sociedad no cuenta con una norma o política interna de autorización de transacciones entre partes relacionadas, más allá de los establecido por el mencionado art. 73 del Decreto 677/01...”*. Sin embargo, en el 2015 subió la calificación a CT, no obstante, de no contar con una política interna de autorización de transacciones entre partes relacionadas como pedía la recomendación. Esto se repitió en varias empresas.

b) Empresas que calificaron para arriba porque correspondía.

La emisora en el 2012, calificó a la recomendación II.4.2 como CP, en tanto escribió *“No hubo Asamblea General que fije una política al respecto. Sin embargo, la composición del Directorio tal como lo establece el Estatuto Social garantiza la proporción de al menos 20% de los miembros independientes sobre el número total... La independencia de los miembros del Órgano de Administración no fue cuestionada durante el transcurso del año. Tampoco se han producido abstenciones por conflictos de interés”*. En el 2015 repitió el mismo texto, pero calificó como CT. Entendemos que es correcto, ya que la Asamblea constitutiva es la que aprueba el Estatuto según Ley General de Sociedades, N° 19.550.

⁶⁰ Hemos elegido un ejemplo representativo de cada situación.

- c) Empresas que calificaron para abajo porque no respondían al requerimiento.

En el 2012 la emisora calificó de CT la recomendación IV.4: *“En cumplimiento de las disposiciones vigentes y reglamentación aplicables cumple con el requisito de rotación –cada cinco años- de la persona física que está a cargo de la auditoría de la Sociedad en la firma de la auditoría externa”*. En el 2015 bajó la calificación a INC, cambiando el texto: *“La Sociedad no cuenta con una política específica al respecto”*. Hay varios de estos ejemplos, donde las empresas revisaron sus respuestas e interpretaron que no respondían lo que se les pedía.

- 2) Preocupación por seguir mejorando el cumplimiento con el CGS.

Una emisora calificó de INC a la recomendación VIII.3 en el 2012: *“La Emisora no cuenta con procesos y sistemas documentados para la gestión de denuncias... “El Directorio contempla implementar un mecanismo de denuncias y su tratamiento”*. En el 2015, subsanó la deficiencia: *“La Emisora cuenta con procesos y sistemas documentados para la gestión de denuncias. En caso de recepción de una denuncia sobre hechos ilícitos, fraudes y conflicto de interés, una vez que toma conocimiento la Gerencia General y lo entiende necesario, se da intervención al Comité de Auditoría. El Directorio aprobó durante el 2014 un mecanismo de denuncias y su tratamiento”*.

- 3) Privilegio del *statu quo* y a temáticas que languidecieron

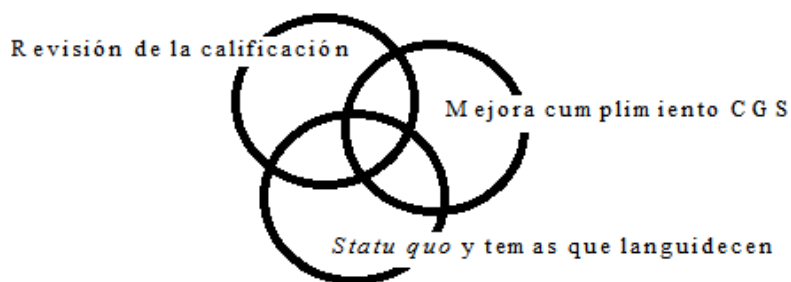
Aquí también incluimos a las empresas que optaron por el *statu quo*. Son las nueve empresas que no modificaron su CGS desde el 2012. No percibieron o no se preocuparon de la mirada del regulador y/o inversor.

Una emisora en su recomendación III.1 escribió en el 2012: *“La Sociedad cuenta con normas internas tendientes a la administración de los diferentes riesgos a los que se encuentra expuesta. La metodología para la evaluación de las distintas áreas de riesgo se incluye en las mencionadas normas... En cumplimiento de sus funciones, de acuerdo a lo establecido por la normativa vigente, el Reglamento del Comité de Auditoría y siguiendo su plan de actuación anual, el Comité de Auditoría supervisa la aplicación de las políticas de información sobre gestión de riesgos de la Sociedad, informando de ello en su Informe Anual. No obstante, la Sociedad no cuenta con una política integral*

de riesgos. El Directorio evaluará su adopción durante el ejercicio 2013”. En el 2015 la empresa repitió el mismo texto, salvo la última frase, y la reemplazó por: “La Sociedad estima que en durante el ejercicio 2016 emitirá una Política Integral de Riesgos”.

Una empresa pudo tener uno o más de estos comportamientos. Por tanto, entendemos que el accionar de las mismas podría estar representada por la siguiente gráfica:

Gráfico 6: Esquema de comportamientos de las empresas



Fuente: Elaboración propia.

En este sentido, no es concluyente el accionar de las empresas, ya que al menos se identificaron tres comportamientos diferenciados.

Si como sostienen Thaler y Sunstein (2008), las empresas supieran que el grado de cumplimiento es alto, quizás se observaría un mayor esfuerzo en cumplimentar con más recomendaciones a lo largo de los años. Sin embargo, una mayor disciplina y cumplimiento requeriría que las elecciones fueran efectivamente monitoreadas. Omitir información relevante o falsearla constituyen un delito grave que es penado por la regulación. Calificarse para arriba una recomendación cuando no corresponde denota una falta de compromiso de la empresa, y prescindencia del regulador. A este respecto, podemos citar dos ejemplos dentro de Iberoamérica, que comparten la tradición continental y podrían ser plausibles a seguir por parte de la CNV. Son los casos de la de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de España como de la *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (CMVM) de Portugal que realizan un estricto monitoreo de sus respectivas prácticas de GS.

La CNMV se encarga del seguimiento de las prácticas de GS, recabando cuanta información precise, así como haciendo público lo que considera relevante para su efectivo de cumplimiento. Cuenta con un plan de supervisión anual donde evalúa las normas de GS. Por un lado, hace revisiones en forma limitada, donde se seleccionan temas concretos, de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo (IAGC)⁶¹ y los Informes Anuales de Remuneraciones de los Consejeros (IARC).⁶² Dicho plan de supervisión no abarca el análisis de todos los IAGC e IARC, sino que en cada ejercicio se escoge una muestra de entidades. Al cabo de cuatro años deben estar controlados todos los informes de las sociedades. La forma de determinar la muestra que se supervisará en el año se hace en base a un modelo selección que sigue el criterio de incluir las sociedades que presentan un perfil de riesgo alto, además de tener en cuenta la rotación y el análisis de todas las sociedades del Ibex 35. Asimismo, la CNMV es el órgano encargado de iniciar los expedientes sancionadores. Se considera infracción grave la falta de elaboración, publicación o la existencia de omisiones o datos falsos en los informes.

La CMVM supervisa el cumplimiento del código de gobierno por parte de las empresas cotizadas, que contiene recomendaciones que están sometidas a la obligación de "cumplir o explicar". La Comisión controla el nivel de cumplimiento de las recomendaciones o la justificación de su no adopción, divulgando al público un informe anual sobre los resultados de esta evaluación.⁶³ En cuanto a las reglas del *Código das Sociedades Comerciais* (CSC), la acción por infracción de la misma depende de los grupos de interés mediante el recurso a los tribunales. No obstante, el incumplimiento de algunas disposiciones de la CSC puede resultar ilegal para la CMVM dando lugar a medidas de supervisión o sanción por parte de ésta.

5.4 Legislación mandataria

Moore (2013) reconoce las limitaciones inherentes del ordenamiento privado de gobierno societario a nivel de empresa individual, y la consecuente necesidad de intervencionismo estatal por parte del regulador como un medio para el logro de los objetivos fundamentales. Asimismo, Nowak et al. (2006), testearon el CGS de Alemania y llegaron a la conclusión de su irrelevancia. A igual que Moore consideran que la legislación debería ser mandataria.

⁶¹ Ver: <http://www.cnmv.es/portal/consultas/EE/InformacionGobCorp.aspx?TipoInforme=1&nif=A-28092583>

⁶² Ver: <http://www.cnmv.es/portal/consultas/EE/InformacionGobCorp.aspx?TipoInforme=6&nif=A-28092583>

⁶³ Ver:

http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Pages/Relatorios_GovernoSocietades_Home.aspx?pg

Hay al menos seis principios que cuentan con componentes de respaldo en la legislación mandataria. En principio, se busca que las empresas tomen iniciativas más allá de lo mandatario. Sin embargo, algunas empresas tienden a reproducir lo que dicen las leyes o regulaciones.

Respecto a este Principio I “*Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas*”, si bien la legislación no provee definición para los grupos económicos o empresariales, sí trata el tema de empresas controlantes, vinculadas y con participación significativa, tanto en la Ley General de Sociedades (art. 33)⁶⁴ –LGS- y Ley de Mercado de Capitales –LMC-(art. 2).⁶⁵ En el Texto Ordenado o Normas CNV 2013 se exige para la solicitud del ingreso al Régimen de Oferta Pública, que la emisora detalle las sociedades controlantes, controladas y vinculadas en las cuales se tenga influencia significativa en las decisiones. En el caso de las sociedades controlantes, se exige adicionalmente identificar a los principales accionistas y que se configure como hecho relevante en la web de la CNV cambios en las tenencias que configuren el o los grupos de control.⁶⁶

Las tres cuestiones que toca este primer principio están reguladas por ley: transacciones de partes relacionadas,⁶⁷ los conflictos de interés⁶⁸ y mal uso de información privilegiada⁶⁹. Esto podría estar explicando el alto grado de cumplimiento por parte de las empresas, ya que el requerimiento del CGS es una mayor explicitación de lo ya regulado indagando si cuentan con alguna política interna, procedimiento o mecanismos específicos.

El Principio II se refiere contar con una sólida base de administración y supervisión de la emisora y se centra fundamentalmente en el Órgano de Administración (OA) y primera línea de

⁶⁴ La LGS en el artículo 33 define como Sociedad controlada a aquella Sociedad en la cual, de manera directa o indirecta, otra Sociedad cuenta con la participación de votos suficientes para formar la voluntad social o bien ejerce una influencia dominante en virtud de poseer acciones, cuotas o partes de interés o especiales vínculos con la misma. Asimismo, la ley reconoce la existencia de Sociedades vinculadas cuando una cuenta con una participación del más del 10% del capital de otra. Cuando una Sociedad detenta una participación mayor al 25% del capital en otra, se establece el deber de informar dicha situación a los restantes accionistas.

⁶⁵ “...*Personas físicas o jurídicas que posean en forma directa o indirecta, individual o conjuntamente, según el caso, una participación por cualquier título en el capital social o valores con derecho a voto que, de derecho o de hecho, en este último caso si es en forma estable, les otorgue los votos necesarios para formar la voluntad social en asambleas ordinarias o para elegir o revocar la mayoría de los directores o consejeros de vigilancia...*”

⁶⁶ El artículo 5, Sección1, Capítulo 5, Título II (Emisoras) y artículo 3 inciso 21, Sección II, Capítulo I, Título XII (Transparencia en el Ámbito de la Oferta Pública) de las Normas CNV 2013.

⁶⁷ Ver artículo 248 de la LGS y artículos 72, 73 y 74 de la LMC.

⁶⁸ Ver por ejemplo artículos 59, 241, 272 y 273 de la LGS, y artículo 78 de la LMC.

⁶⁹ Ver artículos 102 y 117 de la LMC.

gerentes de las emisoras. Como señala Munk (2013) el OA es la pieza central de un sistema de GS. Hay algunas recomendaciones que tienen apoyo en regulación mandataria, como es el caso de la II.2, “Asegurar un efectivo Control de la Gestión de la Emisora”, II.3 “Dar a conocer el proceso de evaluación del desempeño del Órgano de Administración y su impacto”, II.4, “Que el número de miembros externos e independientes constituyan una proporción significativa en el Órgano de Administración de la Emisora”, que o bien complementan aspectos de la LGS en los dos primeros casos o bien las Normas CNV 2013 en el segundo caso, lo que podría estar explicando el alto grado de cumplimiento.

A pesar de que las empresas de mayor tamaño pueden implementar Comités de Nombramientos, en general, las empresas de la muestra estimaron que por la LGS es atribución de la Asamblea de Accionista elegir a los directores, a pesar de que en el CGS se aclara que las decisiones de dichos Comité no son vinculantes para la Asamblea. Por tanto, se sujetaron a lo mandatario, sin ánimo de querer evaluar una alternativa.

En lo que hace al Principio III “Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial”, las emisoras de la muestra reportaron un porcentaje de respuestas positivas mayor en dos recomendaciones: la referida a política integral de riesgo (III.1) y a la que requiere plasmar los resultados de dicha política en los Estados Financieros y en la Memoria (III.5). Los bancos por la Comunicación “A” N° 5201/11 “Lineamientos para el gobierno societario en entidades financieras” del Banco Central están obligados a tener un Comité de Riesgos y a reportar los riesgos inherentes a la actividad,⁷⁰ y las empresas que emiten ADR’s o GDR’s deben cumplimentar con las disposiciones de la *Securities Exchange Commission* de Estados Unidos o de la *European Securities and Markets Authority*, respectivamente. En los EE.FF. y la Memoria, también las emisoras deben evaluar los riesgos pertinentes a su sector.

Munk (2013) considera que el principal desafío en la actualidad es focalizarse en el análisis de la gestión de riesgo del GS, “...*El gobierno societario es un mecanismo a través del cual los propietarios de la empresa (los accionistas) pueden observar y controlar los riesgos a los que su capital está sujeto...*”⁷¹ “...*los Directorios deben ser proactivos en la investigación de los riesgos de*

⁷⁰ Ver: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A5201.pdf>. Además, existe la Comunicación “A” N°5203/11 “Lineamientos para la gestión de riesgos en las entidades financieras”, que también deben respetar los bancos (<http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A5203.pdf>).

⁷¹ Munk (2013), página 118.

una estrategia en particular...”,⁷² y se los debe premiar con incentivos a través de las opciones sobre acciones si la corporación mejora su desempeño financiero, pero en caso de negligencia se deberían imponer penalidades. Según este autor, durante las dos últimas crisis los gerentes han tomado decisiones asociadas a altos riesgos y los Directorios no han estado monitoreando debidamente los mismos. Es más, afirma a igual que Garicano y Rayo (2014), que las personas que alertan sobre determinada información que no es bienvenida no son promocionados.

En cuanto al Principio IV “*Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes*”, El alto grado de cumplimiento de este principio puede relacionarse con los avances a partir de la crisis de Enron y la sanción de la Ley *Sarbanes Oxley* y su repercusión en otros países. Todas las recomendaciones tienen un porcentaje de respuestas positivas altas, salvo el de la rotación de auditores o firma de auditoría, que fue regulado recién por la Resolución General CNV N° 639 en abril 2015, que obligaba a la rotación mencionada, y que fue modificada al año siguiente por la Resolución General CNV N° 663, no dando suficiente tiempo a ajustarse a dichos cambios.

Respecto al acento puesto en la independencia las distintas funciones, hay quienes ponen en duda su rol central. Munk (2013) prefiere poner el acento en las habilidades profesionales y experiencia con las actividades de la empresa, más que en la independencia. Dallas y Scott (2006) afirman que, si bien es una regla de oro, no es inviolable en los casos en que las sociedades tengan razones justificadas para adoptar estructuras menos independientes. En relación a la rotación de los auditores su objetivo es evitar lazos entre las empresas auditadas y los auditores (CAF, 2006). Munk (2013) agrega que la imposición de un límite de tiempo sirve para establecer incentivos de manera productiva, ya que el auditor actual sabe que tendrá un sucesor en algunos años que estará revisando su labor y no querrá dañar su reputación.

Del Principio V “*Respectar los Derechos de los Accionistas*”, la recomendación V.3 “*Garantizar el principio de igualdad entre acción y voto*” representa el mayor porcentaje de cumplimiento. Esto puede ser explicado por el hecho de que una vez que una emisora entra en la oferta pública, ya no puede emitir más acciones privilegiadas, por tanto, hay un basamento legal mandatorio. La proporcionalidad entre la participación en el capital y el derecho de voto es considerado esencial para asegurar que los intereses de los accionistas más significativos no dañen a los accionistas

⁷² Munk (2013), página 32.

minoritarios. En este sentido, Apreda (2007) cita a Easterbrook y Fischel (1996) para explicar la función del voto: “*El derecho a votar es el derecho de tomar decisiones que no están descritas ni anticipadas en los contratos*”⁷³.

En cuanto al Principio VII “*Remunerar de forma justa y responsable*”, aquí solo se evaluó si las emisoras tenían un Comité de Remuneraciones, no se tuvo en cuenta otras alternativas que disponen las leyes. A este respecto, solo pocas empresas y los bancos, que son los únicos que están obligados a tener un Comité de Incentivos al personal por la ya mencionada Comunicación “A” N° 5201/11, respondieron positivamente. A pesar de que el CGS aclara que las decisiones del Comité no son vinculantes para la Asamblea de Accionistas, muchas optaron por atenerse a la LGS y no introducir variantes.

A través del Comité lo que se estaría buscando es que exista una clara relación entre el desempeño del personal clave y su remuneración fija y variable y garantizar que la emisora supervise que la porción variable de la remuneración de miembros del OA y gerentes de primera línea se vincule con el rendimiento a mediano y/o largo plazo de la emisora. Como señala Munk (2013) la compensación del personal clave no sólo involucra el retorno del capital, sino también la cantidad de riesgo implícita realizada por los ellos. Esos riesgos se imponen sobre los accionistas y se conocen frecuentemente una vez que la compañía entra en bancarrota.

Como se observa, hubo muchos antecedentes de regulación mandataria, y las empresas en muchos casos se limitaron a ceñirse a los dictados de la Ley, sin innovar en nuevas variantes. Sin embargo, entendemos que esto no quiere decir que el mecanismo de autorregulación no funcione, sino que es necesaria la supervisión del regulador en todo el proceso para que tenga éxito.

En este sentido, no se percibió claramente el monitoreo por parte regulador durante este período en lo que hace al CGS, por cuanto:

- a) no dio cuenta de que hubo nueve empresas que no actualizaron su CGS,
- b) cuando se revisaron los CGS, se observaron al menos veinticinco ejemplos de iniciativas que languidecieron y/o empresas que calificaron para arriba, aunque no correspondía,

⁷³ Ver Apreda (2007), p. 22.

- c) cuatro empresas de la muestra presentaron en el 2012 otro Código. Una de ellas se dio cuenta que había un nuevo CGS en el 2013, otra recién lo hizo a partir del 2014, y la tercera y cuarta siguieron presentando la Resolución General CNV N° 516/07,
- d) muchas empresas optaron por no adherir a la Oferta Pública de Adquisición (OPA) con el Decreto N° 677/01 de Transparencia de Oferta Publica (Recomendación V.4). A partir de la Ley de Mercado de Capitales, la OPA se hizo obligatoria para todas las empresas cotizantes.⁷⁴ Sin embargo, muchas empresas siguieron respondiendo que no adherían a la OPA en el 2015.

6. Conclusiones

Se construyó un IGS para una muestra de 73 empresas cotizantes de acciones para el período 2012-2015 que capta el grado de cumplimiento del CGS. Concluimos que existen al menos dos razones que llevan a las empresas a cumplimentar un Código no mandatorio. En primer lugar, observamos que las empresas, en la práctica, optaron por la estrategia no preferida (contestar el CGS) como sugiere la teoría de juegos puesto que el costo de no contestar aumenta cuantas más empresas contestan. Asimismo, también concluimos que las empresas tienen incentivos para observar buenas prácticas de gobierno societario voluntarias puesto que verificamos que ellas conducen a ratios de desempeño más elevados (ROIC) y una mayor liquidez de mercado como se sigue de la teoría de expectativas racionales. Por tanto, entendemos que el mecanismo de autorregulación sigue siendo válido.

Una propuesta para seguir avanzando en prácticas de gobernancia, es armar un listado con las empresas de mayor cumplimiento del CGS en la web de la CNV y de los mercados. Esto constituiría un incentivo reputacional que redundará en una mayor transparencia en el mercado de capitales.

Por otra parte, Shawtari et al. (2016) demostraron que el impacto del GS sobre el desempeño de las firmas es heterogéneo, ya que depende del tamaño de la escala. Asimismo, se vio que, los IGS entre las empresas grandes difieren por sector. Por tanto, otra propuesta a seguir, sería analizar las empresas de mayor tamaño por sector y ver las diferencias entre los mismos en lo que hace a la profesionalización de la toma de decisiones en consonancia con las buenas prácticas de gobernancia e indagar sobre sus causas.

⁷⁴ Al hacerse obligatoria la OPA, ya no tuvo sentido contemplar la recomendación V.4.

Este trabajo concluye que hay recompensas e incentivos suficientes para que las empresas actúen en consecuencia, y busquen la manera de mejorar su grado de cumplimiento al CGS a través de este mecanismo de autorregulación.

7. Bibliografía citada

- Agudelo Rueda, Diego (2011). Costos de transacción asociados a la liquidez en la Bolsa de Valores de Colombia. Universidad Eafit, Medellín.
- Aguilera, Ruth and Gregory Jackson (2010). Comparative and International Corporate Governance. *The Academy of Management Annals*, Vol. 4 (1): 485–556
- Ahmadjian, Cristina and Gregory Robbins, G.E. (2005). A clash of capitalisms: Foreign shareholders and corporate restructuring in 1990s Japan. *American Sociological Review*, Vol. 70(3): 451–471.
- Ali, Ashiq, Tai Yuan Chen and Suresh Radhakrishnan (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*. 44(1-2): 238-286.
- Anand, Anita (2013). The Value of Governance. *Rotman International Journal of Pension Management*. Vol. 6 (2).
- Anand, Anita, Frank Milne and Lynnette Purda (2012). Domestic and International Influences on Firm-Level Governance: Evidence from Canada. *American Law and Economics Review*, Vol.14 (1): 68-110.
- Anzoategui, Diego y Maria Luisa Streb (2009). Gobierno Societario en Empresas no Financieras Argentinas, 2005-2007. Documento de trabajo N° 31, Centro para la Estabilidad Financiera.
- Apreda, Rodolfo (2007). *Corporate Governance*. Buenos Aires. Editorial La Ley.
- Apreda, Rodolfo (2003). The Semantics of Governance: The common thread running through corporate, public, and global governance. Documento de trabajo N° 245. Buenos Aires. UCEMA.
- ASX Corporate Governance Council (2007). *Corporate Governance Principles and Recommendations with 2010 Amendments*. 2da. Edición. Australian Securities Exchange.
- Balleisen, Edward and Marc Eisner (2009), The Purpose and Pitfalls of Co-Regulation: How Governments can draw on private governance for public purposes. In Moss, David and John Cisternino (Editores). *New Perspectives on Regulation*. The Tobin project.
- Barker, Roger (2006). Insiders, Outsiders, and Change in European Corporate Governance. Paper presented at the Council for European Studies Conference, Chicago, March 31.

- Bebchuk, Lucian, Alma Cohen, and Allen Ferrel (2009). What Matters in Corporate Governance? *The Review of Financial Studies* Vol. 22 (2): 783-827.
- Berle, Adolf and Gardiner Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. The Macmillan Company, New York, 1932.
- Berndt, Markus (2000). Global differences in Corporate Governance Systems Theory and implications for reforms. The Harvard John M. Olin Discussion Paper N° 303.
- Black, Bernard, Hasung Jang and Woochan Kim (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 22 (2): 363-413.
- Buck, Trevor and Azura Shahrim (2005). The Translation of Corporate Governance Changes Across National Cultures: The Case of Germany. *Journal of International Business Studies*, Vol. 36 (1): 42-61,
- CAF (2006). *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo*. Corporación Andina de Fomento.
- Castro, Rui, Gian Luca Clementi and Glenn MacDonald (2004). Investor protection, optimal incentives, and economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119 (3): 1131–1175.
- Catapan, Anderson y Romualdo Colauto (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação como o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, Vol. 59 (3): 137-164.
- CEF (2005). El Gobierno Corporativo en Argentina. Nota de Política N° 5, Centro para la Estabilidad Financiera.
- Chhaochharia, Vidhi and Yaniv Grinstein (2007). Corporate Governance and Firm Value – the Impact of the 2002 Governance Rules. Johnson School Research Paper Series N° 23-06. AFA 2006 Boston Meetings Paper.
- Claessens, Stijn and Burcin Yurtoglu (2012). Corporate governance and development: an update. Global Corporate Governance Forum focus series N° 10. Washington, DC. Banco Mundial.
- Dallas, George and Hal Scott (2006). Can one set of rules fit all? Mandating Corporate Behaviour. *The Corporate Governance Law Review*, Vol. 2 (2): 117-144.
- Gilson, Ronald and Jeffrey Gordon (2003). Controlling Controlling Shareholders, University of Pennsylvania, Law Review, Vol. 152 (2): 785-843
- Easterbrook, Frank and Daniel R. Fischel (1996). *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press

- Eisenhofer, Jay and Greg Levin (2005). Does corporate governance matter to investment returns? *Corporate Accountability Report*, Vol. 3 (7): 1-11.
- Fallatah, Yaser and Denise Dickins (2012). Corporate governance and firm performance and value in Saudi Arabia, *African Journal of Business Management* Vol.6 (36): 10025-10034.
- Fernández, Pablo (2011). 201 Preguntas sobre Finanzas. DI-913. IESE Business School. Universidad de Navarra. CIIF.
- Foerster, Stephen and Brian Huen, (2004). Does corporate governance matter to Canadian investors? *Canadian Investors Review*, Vol. 17 (3): 19-25.
- Garicano, Luis and Luis Rayo (2014). Why organizations fail: seven simple models and some cases. LSE and CEPR.
- Gompers, Paul; Joy Ishii and Andrew Metrick (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118 (1):107-155.
- Grace-Martin, Karen (2012). Can a Regression Model with a Small R-squared Be Useful? *The Analysis Factor*.
- Gugler, Klaus; Dennis Mueller and Burcin Yurtoglu, B.B. (2004). Corporate governance and globalization. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20(1): 129–156.
- Guillen, Mauro (2000). Corporate governance and globalization: Is there convergence across countries? *Advances in International Comparative Management*, Vol. 13:175–204.
- Hart, Oliver (1995). Corporate governance: some theory and implications. *Economic Journal*, Vol. 105 (430): 678 - 689.
- Healy, Paul and Krishna Palepu. 2003. The Fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (2): 3-26.
- Jensen, Michael and William Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Kahneman, Daniel (2010). *Thinking, fast and slow*. Farrar, Straus and Giroux.
- Kirkpatrick, Grant (2010). Corporate Governance and the Financial Crisis. Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.
- Kunst, Robert (2011). Summary based on Chapter 12 of Baltagi: Panel Unit Root Tests. University of Viena.
- La Porta, Rafael; López de Silanes, Florencio, Andri Shleifer and Robert Vishny (2002) “Investor Protection and Corporate Valuation”. *The Journal of Finance* Vol. LVII (3):1147-1170.

- La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy* Vol. 106(6): 1113-1155.
- La Porta, Rafael; Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny (1997). “Legal Determinants of External Finance”. *Journal of Finance* Vol. LII (3):1131-1150. (extensión y liquidez de los mercados);
- Larcker, David; Scott Richardson and Irem Tuna (2005). How Important is Corporate Governance? SSRN Working Paper N° 595821.
- Leblanc, Richard (2004). “What’s wrong with Corporate Governance: a note”, *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 12 (4): 436–441.
- Lehn, Kenneth; Sukesh Patro and Mengxin Zha (2007). Governance Indexes and Valuation: Which causes Which? *Journal of Corporate Finance* Vol. 13 (5): 907-928.
- Maniam, Bala Geetha Subramaniam and Julie Johnson (2006). Perspectives of corporate governance in the U. S. and abroad. *Business Review*, 5 (2): 36-42.
- Moore, Mark (2013). *Corporate Governance in the Shadow of the State*. Hart Publishing Ltd.
- Munk, Bernanrd (2013). *Disorganized Crimes*. Palgrave Macmillan.
- Muth, John (1961) Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, Vol. 29 (3): 315–335.
- Nowak, Eric; Roland Rott and Till Mahr (2010). The (Ir)relevance of Disclosure of Compliance with Corporate Governance Codes - Evidence from the German Stock Market. Research Paper Series N°06 – 11. Swiss Finance Institute.
- OCDE (2015). “Principios de Gobierno Corporativo y del G20”. Ediciones Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
- Paz-Ares Cándido (2004). El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor. InDret. Working Paper N° 182.
- Romano, Roberta (2004). The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, Finance Working Paper N° 52/2004. European Corporate Governance Institute.
- Schelling, Thomas (2006). *Micro Motives and Macro Bahavior*. Norton.
- Secondini, Hugo y María Luisa Streb (2010). La Banca: Un Vehículo para Mejorar el Gobierno Societario de las Empresas, Documento de trabajo N° 37, Centro para la Estabilidad Financiera.
- Shawtari, Fekri, Milad Salem, Hafezali Iqbal-Hussain, Omar Alaeddin & Omer Thabit (2016). Corporate governance characteristics and valuation: inferences from quantile regression. *Journal of Economics, Finance and Administration Science*, Vol. 21: 81-88.
- Smith, Adam (1776). *Inquiry into the Nature and Causes of the Weath of Nations*.

- Strauss, George (2011); Group Dynamics and Intergroup Relations en Granovetter, Mark y Richard Swedberg (Editores). *The Sociology of Economic Life*, Westview Press.
- Streb, Maria Luisa (2017), ¿Por qué cumplimentar un Código de Gobierno Societario voluntariamente? Experiencia del mercado de capitales de Argentina 2012-2015. Director de Tesis: Guillermo Dumrauf.
- Streb, Maria Luisa, Marissa Reichberg Steinberg y Sandra Paredes (2015). Estructura general de la regulación y supervisión del Gobierno Corporativo en IIMV, *Estudio Gobierno Corporativo en Iberoamérica*, Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores.
- Streb, Maria Luisa (2013). Buenas Prácticas de Gobierno Societario para las Pymes Cotizantes en Argentina. Documento de trabajo N° 522. UCEMA.
- Sunstein, Cass (2014). Active choosing or default rules? The policymaker's dilemma. Discussion Paper N° 786. *John M. Olin Center for Law, Economics, and Business*, Harvard.
- Thaler, Richard and Cass Sunstein (2008). *Nudge: improving Decisions about health, wealth, and happiness*. Yale University Press.
- Tirole, Jean (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, Vol. 69 (1): 1–35.
- Weir, Charlie, Laing, David and McKnight, Philip J. (2002). Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29 (5-6): 579-611.
- Wymeersch, Eddy (2005). Enforcement of Corporate Governance Codes. ECGI - Law Working Paper N° 46.
- Williamson, Oliver and Sidney Winter (1991). *The nature of the firm: Origins, evolution and development*. New York: Oxford University Press.
- Zerubavel, Eviatar (1997); *Social Mindscapes. An invitation to Cognitive Sociology*. Harvard University Press.

Anexo: Complementos de la regresión

En el método de datos de panel, los modelos que pueden estimarse son los de efectos fijos y los aleatorios. El modelo de efectos fijos se aplica directamente a paneles no balanceados y supone que los efectos individuales, α_i , pueden correlacionarse con uno de los regresores X_{it} , en el que la estimación correcta requiere el control de correlación.

$$Y_{it} = \alpha_i + X_{it}\beta + \mu_{it}$$

α_i representa la heterogeneidad entre las empresas.

$X_{it}\beta$ variables explicativas

$$\mu_{it} \sim iid(0, \sigma^2_{\mu})$$

Los modelos de efectos aleatorios, se asume que el efecto no observable, α_i , no está correlacionada con las variables explicativas y está incluida en el término del error.

$$Y_{it} = \alpha_i + X_{it}\beta + \omega_{it}$$

$$\omega_{it} = \alpha_i + \mu_{it}$$

$$\mu_{it} \sim iid(0, \sigma^2_{\mu})$$

$$\omega_{it} \sim iid(0, \sigma^2_{\omega})$$

Es el test propuesto por Hausman el que permite determinar qué modelo es más apropiado. Es un test χ^2 que determina si las diferencias son sistemáticas y significativas entre las dos estimaciones de efectos aleatorios y fijos. El H_0 de que no existe correlación entre las “x” y los efectos individuales, por lo que el estimador de efectos aleatorios sería consistente y eficiente mientras que el estimador intragrupos sería solo consistente. De no aceptarse el H_0 de igualdad, se obtiene una probabilidad menor de 0,05.

A continuación, se reproducen el test de raíz unitaria para cada variable. Acorde a lo que dice Kunst (2011), los tests de Fisher son los mejores para testear raíces unitarias en datos de panel no balanceados.

Cuadro 15: Test de Raíz Unitaria

Panel unit root test				
Sample: 2012 2015				
Exogenous variables: Individual effects				
Automatic lag length selection based on SIC: 0				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ROIC				
ADF - Fisher Chi-square	262.874	0.0000	68	204
PP - Fisher Chi-square	315.238	0.0000	68	204
IGS				
ADF - Fisher Chi-square	51.6734	0.0438	18	54
PP - Fisher Chi-square	66.0727	0.0008	17	51
LN LIQUIDEZ				
ADF - Fisher Chi-square	131.235	0.0818*	55	165
PP - Fisher Chi-square	153.026	0.0042	55	165
D VOL*				
ADF - Fisher Chi-square	263.765	0.0000	71	142
PP - Fisher Chi-square	259.330	0.0000	71	142

*No effects.
 ** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi – square distribution.

Nota: Las probabilidades son al 5% de significatividad, salvo el ADF-Fisher Chi-square de LN LIQUIDEZ, que es al 10%.