

“Cuantificación del efecto del buen Gobierno Corporativo en el valor de la empresa para mercados emergentes. Caso: Índice de Gobierno Corporativo de la BOVESPA”

Liliana Jones¹

(Noviembre 2009)

Resumen

El objetivo de este trabajo es aportar evidencia empírica acerca de cómo impacta en el valor de la empresa un cambio en las prácticas de su gobierno corporativo, estudiando un total de 60 empresas de la bolsa de San Pablo (Brasil) en el año 2006.

En una primera instancia, se realizó un análisis univariado, en el cual se encontraron diferencias significativas en el PER y ratio P/Valor libros entre aquellas empresas listadas en el Nivel 1 y aquellas en el Novo Mercado, obteniendo éstas últimas los mayores valores. Luego, a través de un análisis de regresión, se evidenció que existe una relación positiva significativa ante un cambio del Nivel 1 al Novo Mercado en el ratio P/E y Precio/Valor libros. No se encontró evidencia significativa en la relación con el Rendimiento de la acción.

.

.

Palabras clave: *Gobierno Corporativo, Creación de valor.*

¹ Liliana Jones. Licenciada en Administración. Ayudante de cátedra Administración Financiera I L.A. Universidad Nacional del Sur. liliana.jones@yahoo.com.ar
Este trabajo está basado en mi Trabajo Final de Grado para la Licenciatura en Administración, dirigido por los profesores Fabio Rotstein y Anahí Briozzo.

Introducción

En los últimos años, se han suscitado muchos casos de quiebras, fraudes y escándalos financieros de empresas en distintos lugares del mundo debidos, principalmente, a su mal gobierno corporativo. Esto convirtió al término Gobierno Corporativo en un concepto popular, ya que se refiere al sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas. Su estructura determina la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la misma, tales como gerencia, dirección, accionistas, empleados y demás agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa y en las reglas a seguir para la toma de decisiones. También provee una estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la organización, los medios para alcanzarlos y la forma de hacer un seguimiento del cumplimiento de los mismos.

Parte de este proceso se da en que cada vez más empresas en un número creciente de países están adhiriendo a códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo. Y, de la misma manera, los mercados de capitales están incorporando en sus bolsas índices institucionalizados destinados a aquellas empresas comprometidas con buenas prácticas de gobierno, conformando esto una herramienta más para atraer inversores y promover el desarrollo de los mismos.

Origen

Los problemas relacionados con la separación de la propiedad y el control fueron desarrollados en sus principios por economistas clásicos como Adam Smith (1776) y, años más tarde, Berle y Means, con su obra “The Modern Corporation and Private Property”(1932). Éstos últimos describen en su libro cómo un pequeño grupo de familias controlaban la mayor parte de las grandes compañías estadounidenses y lo hacían como administradores sin necesidad de tener la propiedad de las empresas. Esto daba lugar a que no existiera control de los administradores por parte de los accionistas y también aumentaba el riesgo de que los gestores pusieran sus intereses particulares por encima de los del conjunto de los accionistas a los que representaban.

Este problema se enmarca dentro de la Teoría de la agencia² y da surgimiento a la definición de Gobierno Corporativo (GC) como un intento de disminuir las consecuencias adversas de las acciones y decisiones de los administradores y evitar el riesgo moral (*moral hazard*)³ y los beneficios privados de control (*self-dealing*)⁴. La importancia de un adecuado gobierno corporativo radica en ofrecer un conjunto de condiciones que garanticen a los diferentes *stakeholders* que podrán recuperar su inversión, más alguna remuneración por ella.

El Gobierno Corporativo y la creación de valor

El concepto de Gobierno Corporativo ha evolucionado en los últimos años, pasó de ser una herramienta a través de la cual las sociedades son dirigidas y controladas a un instrumento que, se espera, genere valor y ventajas competitivas, conjugando los intereses de la administración, su Consejo, sus accionistas, los terceros interesados y de la sociedad en su conjunto.

Cuando se habla de efecto en el valor de la empresa, se reconocen dos materializaciones del valor: en las operaciones relacionadas con el capital (transacciones del control de la empresa, conocida también como Fusiones y Adquisiciones), y en las transacciones que realizan los inversores cuando la empresa cotiza en el mercado financiero.

Este trabajo se centrará en la creación de valor de las empresas reflejada en el mercado de capitales. Especialmente en aquellos mercados que cuentan con un sistema legal poco desarrollado o un *gobierno corporativo institucional* pobre. Justamente frente a estos contextos, es cuando se supone que las buenas prácticas de gobierno adoptadas por las empresas son reconocidas por el mercado, ya que se consideran una parte fundamental en el desarrollo de los mismos.

² Jensen y Meckling (1976) consideran que una relación de agencia se define a través de un contrato explícito en el que una parte, el *agente*, se compromete a llevar a cabo determinadas acciones en beneficio de otra parte, el *principal*.

³ Riesgo moral: posibilidad de que el agente (gestor empresarial) busque objetivos personales en detrimento de los intereses del principal (el accionista). Habrá una pérdida de eficiencia siempre que los costes y perjuicios ocasionados por una decisión no recaigan sobre el individuo que decide.

⁴ Los beneficios privados de control son los que obtienen quienes controlan la empresa e incluyen remuneraciones por encima de los valores de mercado y otros beneficios para los directores, transacciones no equitativas para la empresa, utilización de las oportunidades de inversión de la empresa para beneficio de algunos accionistas, transacciones con información privada, emisión dirigida de acciones (para generar efectos de dilución), o directamente el robo de activos de la empresa.

Existen dos razones por las cuales se espera que un buen gobierno corporativo genere valor. Por un lado, se supone que un buen gobierno corporativo incrementa la confianza de los inversionistas. Estos pueden percibir que las empresas mejor gobernadas son menos riesgosas y que por lo tanto requerirán menores rendimientos, lo cual aumentaría directamente el valor de la acción. Por otro lado, se cree que las empresas bien gobernadas tienen mayor eficiencia operacional, lo cual facilita la generación de mayores flujos de fondos futuros para los accionistas.⁵

Como en todo lo relacionado con buenas prácticas en dirección de empresas, la perspectiva financiera no consiste en decir que debe hacerse, sino en cómo se produce el efecto de las buenas prácticas en el valor.

Sin embargo, la variedad de elementos que se pueden relacionar con gobernabilidad, y por ende, con su valor, produce diversos efectos altamente dependientes de la forma en que evolucionan las instituciones en cada contexto. Por eso los estudios acerca del impacto de buenas prácticas en el valor no son concluyentes, y en la perspectiva financiera aun no se identifican mecanismos generales. Los ciclos de adopción y de regulación van alterando el panorama, y los estudios empíricos tienen grandes limitaciones por la cantidad de variables que deben controlarse.⁶

A continuación revisaremos diversos estudios empíricos que hacen referencia al tema en cuestión. Esta revisión pretende ser simplemente ilustrativa y no una enumeración exhaustiva de los numerosos trabajos existentes.

✓ Campos, Newell, y Wilson (2002) analizan 188 compañías de seis mercados emergentes, en busca de una relación directa entre ratio Precio/Valor libros y el grado de adopción de buenas prácticas de las empresas, tomando como parámetros quince principios formulados por la OCDE. Este estudio arrojó como resultado que, efectivamente, los inversores están dispuestos a premiar a aquellas empresas que adopten buenas prácticas de gobierno corporativo.

✓ Carvalho (2003) evalúa el impacto que produce la migración de una empresa del Nivel 1 (N1) del segmento diferenciado de Gobierno Corporativo hacia el segmento *Novo Mercado* durante el período Junio 2001- Mayo 2002 para una muestra de 18 empresas. El autor realiza un estudio de eventos mediante el cual se proyectan los rendimientos esperados de las acciones para el momento de la migración y se los comparan con los rendimientos observados. En el caso en que los rendimientos

⁵ Bauer *et al.* (2003).

⁶ Fornero, R.

observados sean mayores que los esperados, se concluye que la migración tiene un efecto positivo en el precio de la acción. El estudio arroja como resultado que un cambio de N1 al *Novo Mercado* produce un aumento en el precio de la acción, en el volumen negociado y en la liquidez.

✓ Gompers, Ishii y Metricks (2003) crean un índice de Gobierno Corporativo para 1500 empresas y evalúan su comportamiento a lo largo de 10 años. El estudio consiste en armar una cartera de inversión comprando las empresas con derechos de los accionistas más fuertes y vendiendo aquellas con derechos más débiles. Esta operación arroja un retorno anormal de 8,5% por año. Además encuentran evidencia para afirmar que las empresas con una protección para los accionistas más fuerte tienen mayor valor de mercado (medido a través de la Q de Tobin), mayores ganancias y menores gastos capitalizables.

✓ Bauer, Günster y Otten (2003) parten de la muestra de empresas que conforman el FTSE Eurotop 300 Index, y las ordenan en escala de 1 a 100 en función a la calidad de gobierno corporativo (la puntuación más alta denota la mayor calidad de gobierno). Para la ordenación se utiliza el índice elaborado por la consultora belga Deminor basado en alrededor de 300 criterios de gobierno corporativo correspondientes a cuatro grandes grupos: derechos de los accionistas, rango de medidas anti-OPA, transparencia en materia de gobierno corporativo y estructura y funcionamiento del Consejo de Administración. De este estudio se puede concluir que si se hubiese tomado una posición larga (compra) en las acciones de las empresas mejor puntuadas y una posición corta (venta) en las peor puntuadas, se hubiera obtenido un rendimiento del 3%. Además se dejó ver, que una subida de 10 puntos en el ranking (que iba de 1 a 100) se trasladaba a un aumento de 1,4% en la Q de Tobin.

✓ Drobetz W., Shillhofer, A., Zimmermann H. (2003) construyen un índice de Gobierno Corporativo basado en el Código de Buenas Prácticas Alemán (*German Corporate Governance Code*) para empresas alemanas y lo relacionan con el valor de la empresa (utilizando el PER como medida de valor de mercado de la empresa), encontrando una relación robusta y positiva entre ambos aspectos.

✓ Klapper y Love (2004) observan que el nivel de gobierno corporativo de empresas de 14 países emergentes (Brasil, Chile, Hong Kong, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Pakistan, Filipinas, Singapur, Sudáfrica, Taiwan, Tailandia, y Turquía) tiene una relación directa con el valor de mercado de las acciones, medido éste a través de la Q de Tobin.

✓ Carvahlal y Leal (2004) analizan la relación entre GC y valor de mercado de la empresa. Para ello construyen un índice capaz de medir el grado de adopción de buenas prácticas de gobierno para empresas listadas en la Bovespa, y lo relacionan con la Q de Tobin. Si bien encuentran relación positiva entre ambas variables, ésta carece de significancia estadística.

✓ Da Silveira y Barros (2007) relacionan también el nivel de GC de la empresa con su valor de mercado. Para ello, confeccionan un índice de GC en el que se evalúan aspectos como: divulgación de la información, estructura de propiedad, composición del directorio, etc. Y lo relacionan con variables de mercado: Q de Tobin y Precio/Valor libros. En este estudio utilizan una muestra de 154 empresas brasileñas listadas en la Bovespa en 2002. Los resultados que arrojan son: un cambio de “malo a bueno” en el índice de GC significa un aumento del 25% en promedio de la Q de Tobin y un aumento del 1,03 en el ratio Precio/Valor libros.

✓ En Argentina, uno de los estudios más relevantes en materia de medición de gobierno corporativo, es el realizado por el CEF, que abarca un período de observación entre 2000-2003, relacionando medidas contables (ROA, ROE) y medidas de mercado (Q de Tobin, Precio/Valor libros) con el ITD (Índice de Transparencia y Difusión), arrojando como resultado un efecto cuantitativo muy apreciable: un incremento de 10 puntos porcentuales a partir del ITD promedio para la muestra se traduciría en un aumento del ROA de 2.6 puntos porcentuales, además muestra una relación positiva y robusta con el valor de la *Q de Tobin*.

✓ Claessens (2003) muestra, en uno de sus trabajos, que las mejoras de gobierno corporativo a nivel país e incluso a nivel empresa y sectores, afecta el crecimiento, el empleo, la pobreza y el bienestar general a través de: mayor acceso a financiamiento externo de parte de las empresas; menor costo de capital y mayor valor de las empresas; mejor desempeño, por la mejor asignación de los recursos; posible efecto benéfico del gobierno corporativo en la reducción de las crisis financieras y por último, una mejor relación entre los diferentes agentes con interés legítimo en las empresas, que podría redundar en mejoras en las relaciones laborales, sociales y en aspectos tales como protección de medio ambiente.

✓ Garay, Gonzalez, Gonzalez y Hernandez (2006) confeccionan un índice para la Bolsa de Valores de Caracas y lo relacionan con variables de mercado (Precio/Valor libros y Q de Tobin). De este estudio se puede evidenciar que un aumento de un punto

en el índice de GC ocasiona un aumento del 8,9% en la relación Precio/Valor libros de la acción y un 2,9% en la Q de Tobin.

Mercados de capitales

Bolsa de Valores de San Pablo BOVESPA

La Bolsa de Valores de San Pablo fue creada en 1980. Es un organismo autorregulado y se encuentra bajo la supervisión de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil (CVM). Este mercado captura la atención de la comunidad internacional de Gobierno Corporativo por la innovación del uso de las fuerzas del mercado para promover la adopción voluntaria de buenas prácticas de gobierno⁷.

“Los mercados de capitales en Brasil no iban por buen camino: entre 1996 y 2003 hubo solo cuatro registros de ofertas públicas iniciales en mercado primario, era difícil hacer emisiones por debajo de los US\$100 millones, el acceso a pequeñas y medianas empresas (Pymes) era limitado, y los inversionistas eran únicamente institucionales. En pocas palabras, estaban desapareciendo.”(Eduardo Manhaes Ribeiro Gomes, citado en Revista Región)⁸

Como solución a este problema en el año 2001 la Bovespa decide ampliar la base de inversionistas, mejorar la calidad del producto y divulgar más información con el objetivo de promover la transparencia y el gobierno corporativo. Para ello crea un segmento diferenciado de Gobierno Corporativo en el que las empresas se adhieren en forma voluntaria a cambio de adoptar ciertas prácticas de buen gobierno.

Segmentos diferenciados de Gobierno Corporativo⁹

La BOVESPA ha implantado Niveles Diferenciados de Gobierno Corporativo con el objetivo de proporcionar un ambiente de negociación que estimule el interés de los accionistas y aumente su confianza y credibilidad (disminuyendo los costos de captación de inversores) y, paralelamente, fomente la valorización de las compañías. La adhesión de las Compañías al Nivel 1, al Nivel 2 o al Nuevo Mercado depende del

⁷ “Case study on corporate governance disclosure in Brazil” 2003. Intergovernmental Working Group of Experts on International Standards of Accounting and Reporting. (UNCTAD). Traducción propia.

⁸ Eduardo Manhaes Ribeiro Gomes es Superintendente de Relaciones Internacionales de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil. Se puede encontrar más acerca de éste artículo en “Novo mercado y Bovespa Mais: casos de éxito en Brasil” *Revista Región* 9 de Diciembre de 2008. Disponible en <http://www.capitales.com/rss/noticia.php?id=30954>

⁹ Fuente www.bovespa.com.br

grado de compromiso asumido y es formalizada mediante un contrato, firmado por la BOVESPA, por la Compañía, sus administradores, consejeros fiscales y controladores.

En estos segmentos se calcula un índice (IGC - Índice de Acciones con Gobierno Corporativo Diferenciado) que cuantifica el nivel de exposición en el mercado, transparencia, liquidez e información brindada a los accionistas (pautas del buen gobierno corporativo) de empresas abiertas y registradas en la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM). Como contraparte, estas compañías garantizan más derechos societarios y mayor volumen junto con mejor calidad de información a los inversionistas, aumentando la transparencia y adhiriendo a las prácticas avanzadas de Gobierno Corporativo, tratando de alcanzar un crecimiento sustentable que ofrezca máxima seguridad para sus *stakeholders*. Las acciones constituyentes de la cartera del índice son ponderadas multiplicando su respectivo valor de mercado por un factor de gobierno corporativo. Ese factor será igual a 2 para los papeles del Nuevo Mercado; 1,5 para los papeles del Nivel 2; y 1 para los títulos del Nivel 1.

A continuación se detallan las características de los niveles mencionados.

Nivel 1

Las empresas listadas en el Nivel 1 se comprometen, sobre todo, con mejoras en la prestación de informaciones al mercado y con la dispersión accionaria. Por ejemplo, la compañía abierta listada en el Nivel 1 tiene como obligaciones adicionales a la legislación:

- Mejora en las informaciones prestadas, añadiendo a las Informaciones Trimestrales (ITRs) (documento que es enviado por las compañías listadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contiene estados financieros trimestrales) entre otras: estados financieros consolidados y la demostración de los flujos de caja.
- Mejora en las informaciones relativas a cada ejercicio social, añadiendo a los Estados Financieros Estandarizados (DFPs) (documento que es enviado por las compañías listadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contiene estados financieros anuales) entre otras, la demostración de los flujos de caja.
- Mejora en las informaciones prestadas, añadiendo a las Informaciones Anuales (IANs) (documento que es enviado por las compañías listadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contiene informaciones corporativas) entre otras: la cantidad y características de los valores mobiliarios¹⁰ de emisión de la

¹⁰ Valores mobiliarios es una designación genérica que se da a las acciones, bonos, obligaciones, cédulas hipotecarias y otros títulos de crédito similares, emitidos por el gobierno o por particulares.

compañía detenidos por los grupos de accionistas controladores, miembros del Consejo de Administración, directores y miembros del Consejo Fiscal, bien como la evolución de esas posiciones.

- Realización de reuniones públicas con analistas e inversionistas, al menos una vez por año.
- Presentación de un calendario anual, en el cual conste la programación de los eventos corporativos, tales como asambleas, divulgación de resultados, etc.
- Divulgación de los términos de los contratos firmados entre la compañía y partes relacionadas.
- Divulgación, en bases mensuales, de las negociaciones de valores mobiliarios y derivados de emisión de la compañía por parte de los accionistas controladores.
- Mantenimiento en circulación de una parcela mínima de acciones, representando el 25% (veinticinco por ciento) del capital social de la compañía.
- Adopción de mecanismos que favorezcan la dispersión del capital.

Nivel 2

Las Compañías Nivel 2 se comprometen a cumplir las reglas aplicables al Nivel 1 y, adicionalmente, un conjunto más amplio de prácticas de gobierno relativas a los derechos societarios de los accionistas minoritarios. Por ejemplo, la compañía abierta listada en el Nivel 2 tiene como obligaciones adicionales a la legislación:

- Divulgación de estados financieros de acuerdo con estándares internacionales IFRS o US GAAP.
 - Consejo de Administración con mínimo de 5 (cinco) miembros y mandato unificado de hasta 2 (dos) años, permitida la reelección. Por lo menos el 20% (veinte por ciento) de los miembros deberá ser de consejeros independientes.
 - Derecho de voto a las acciones preferentes en algunas materias, tales como, transformación, incorporación, fusión o escisión de la compañía y aprobación de contratos entre la compañía y empresas del mismo grupo siempre que, por fuerza de disposición legal o estatutaria, sean deliberados en asamblea general.
 - Extensión para todos los accionistas detentadores de acciones ordinarias de las mismas condiciones obtenidas por los controladores cuando se trata de la venta del
-

control de la compañía y de, por lo menos, el 80% de este valor para los detentadores de acciones preferentes (*tag along*¹¹).

- Realización de una oferta pública de adquisición de todas las acciones en circulación, por lo menos, por el valor económico, en las hipótesis de cierre del capital o cancelación del registro de negociación en este Nivel.
- Adhesión a la Cámara de Arbitraje del Mercado para resolución de conflictos societarios.

Además de presentes en el Reglamento de Lista, algunos de esos compromisos deberán ser aprobados en Asambleas Generales e incluidos en el Estatuto Social de la compañía.

Novo Mercado

La entrada de una compañía en el Novo Mercado ocurre por medio de la firma de un contrato e implica la adhesión a un conjunto de reglas societarias, genéricamente llamadas de "buenas prácticas de gobierno corporativo", más exigentes que las presentes en la legislación brasileña. Esas reglas, consolidadas en el Reglamento de Lista del Novo Mercado, amplían los derechos de los accionistas, mejoran la calidad de las informaciones usualmente prestadas por las compañías, bien como la dispersión accionaria y, al determinar la resolución de los conflictos societarios mediante una Cámara de Arbitraje, ofrecen a los inversionistas la seguridad de una alternativa más ágil y especializada.

La principal innovación del Novo Mercado, en relación a la legislación, es la exigencia de que el capital social de la compañía sea compuesto **solamente por acciones ordinarias**. Sin embargo, ésta no es la única. Por ejemplo, la compañía abierta participante del Novo Mercado tiene como obligaciones adicionales:

- Extensión para todos los accionistas de las mismas condiciones obtenidas por los controladores ante la venta del control de la compañía (*tag along*).
- Realización de una oferta pública de adquisición de todas las acciones en circulación, por lo menos, por el valor económico, en las hipótesis de cierre del capital o cancelación del registro de negociación en el Novo Mercado.

¹¹ *Tag along* es una obligación contractual para proteger a los accionistas minoritarios. Si los accionistas mayoritarios deciden vender su participación accionaria, los minoritarios tienen el derecho de ser incluidos en la negociación para poder vender también sus acciones en los mismos términos y condiciones.

- Consejo de Administración con mínimo de 5 (cinco) miembros y mandato unificado de hasta 2 (dos) años, permitida la reelección. Por lo menos el 20% (veinte por ciento) de los miembros deberá ser de consejeros independientes.
- Mejora en las informaciones prestadas, añadiendo a las Informaciones Trimestrales (ITRs) (documento que es enviado por las compañías listadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contiene estados financieros trimestrales) entre otros: estados financieros consolidados y la demostración de los flujos de caja.
- Mejora en las informaciones relativas a cada ejercicio social, añadiendo a los Estados Financieros Estandarizados (DFPs) (documento que es enviado por las compañías listadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contiene estados financieros anuales) entre otras, la demostración de los flujos de caja.
- Divulgación de estados financieros de acuerdo con estándares internacionales IFRS o US GAAP.
- Mejora en las informaciones prestadas, añadiendo a las Informaciones Anuales (IANs) (documento que es enviado por las compañías listadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contiene informaciones corporativas) entre otras: la cantidad y características de los valores mobiliarios de emisión de la compañía en posesión de los grupos de accionistas controladores, miembros del Consejo de Administración, directores y miembros del Consejo Fiscal, bien como la evolución de esas posiciones.
- Realización de reuniones públicas con analistas e inversionistas, al menos una vez por año.
- Presentación de un calendario anual, en el cual conste la programación de los eventos corporativos, tales como asambleas, divulgación de resultados, etc.
- Divulgación de los términos de los contratos firmados entre la compañía y partes relacionadas.
- Divulgación, en bases mensuales, de las negociaciones de valores mobiliarios y derivados de emisión de la compañía por parte de los accionistas controladores.
- Mantenimiento en circulación de una parcela mínima de acciones, representando el 25% del capital social de la compañía.
- Cuando quepa la realización de distribuciones públicas de acciones, adopción de mecanismos que favorezcan la dispersión del capital: garantía de acceso a todos los interesados en hacer una suscripción; 10% de las operaciones disponibles para inversores minoristas (personas físicas); período de prohibición de venta de los

accionistas minoritarios: los primeros 6 meses *lock up*¹² del 100%, luego de ese período *lock up* del 60%.

Hipótesis del trabajo y definición de variables

Hipótesis

La adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo por parte de las empresas aporta mayor credibilidad al mercado de capitales y, como consecuencia, aumenta la confianza de los inversionistas y crea valor para la empresa.

Concretamente, se espera una creación de mayor valor en el segmento diferenciado *Novo Mercado* que en el *Nivel 1*.

Variables explicadas

Para realizar este estudio se eligieron tres variables cuyos valores se obtienen del mercado. El Rendimiento del precio de la acción, el PER (*Price Earning Ratio*), y el Ratio Precio/Valor libros.

Se debe tener precaución al analizar variables de mercado como indicadores de valor creado, ya que el valor que arrojan está influenciado por la generación de valor genuina de la empresa (aquella que surge de la mejora de la gestión), y por las fuerzas exógenas del mercado.

Estos métodos suponen que el valor de una acción viene dado por el mercado, pues por la multitud de factores que influyen y la transparencia de la información disponible, se acepta que difícilmente se equivoca. Sin embargo, si así fuese, no se producirían las fuertes desviaciones que surgen entre la rentabilidad esperada del accionista y la rentabilidad efectivamente obtenida, ni las importantes oscilaciones que experimentan las cotizaciones en períodos cortos, en los que difícilmente puede haber variado significativamente la situación de la empresa. Determinar la creación de valor es siempre un ejercicio impreciso.

Según Pérez-Carballo Veiga (1998) probablemente las cotizaciones están más influenciadas por los resultados inmediatos que por medidas de mayor alcance.

¹² *Lock up* se utiliza en la jerga bursátil para indicar el período en el cual está prohibido realizar cierta operación.

Pablo Fernandez (2002)¹³ hace una distinción entre valor de los accionistas, creación de valor para el accionista y crecimiento de la capitalización bursátil. Esta última es el crecimiento que presenta el precio de una acción en un período de tiempo dado; el aumento del valor de los accionistas es el aumento de la capitalización de las acciones más dividendos pagados en el año menos desembolsos por ampliaciones de capital más otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones...) menos conversión de obligaciones convertibles. Y por último existe creación de valor para el accionista cuando la rentabilidad para los accionistas sea mayor a la rentabilidad exigida. La rentabilidad para el accionista está dada por el aumento del valor para el accionista dividido la capitalización al inicio del período. La rentabilidad exigida va a depender de la tasa libre de riesgo del mercado y del riesgo de la empresa.

Variables de control

Endeudamiento: el coeficiente de endeudamiento se expresa como Pasivos totales/Activos totales, y representa el porcentaje de los activos financiado con deuda.

ROA (Return on Assets). Rendimiento sobre los activos: este representa la ganancia obtenida por la utilización de los recursos en un período de tiempo dado. Se calcula como el cociente entre Ganancia operativa el Activo operativo neto. El inconveniente que se presentó al buscar los datos referidos a éste ratio en las bases de datos disponibles fue que el ROA era el cociente entre Ganancia ordinaria y Activos Totales. Es decir utilizaba el mismo numerador que el ROE, por lo tanto se debió omitir esta variable puesto a que presentaría multicolinealidad con el ROE y sesgaría los resultados de las regresiones

ROE (Return of equity). Rendimiento del patrimonio: Esta medida de desempeño contable indica la ganancia ordinaria generada en la empresa por cada peso invertido en patrimonio. Se calcula como el cociente entre Ganancia ordinaria/Patrimonio neto.

Tamaño de la empresa: se ha elegido el logaritmo natural del valor libro de los activos totales de la empresa, como indicador del tamaño de la empresa siguiendo el trabajo de Garay y otros (2006)¹⁴.

13 Pablo Fernández “Creación de valor para el accionista: Conceptos básicos”

http://socrates.ieem.edu.uy/articulos/archivos/465_creacion_de_valor_para_los_accionistas.pdf

14 Garay, U., González, G., González, M. y Hernández, Y. (2006): “Índice de buen Gobierno Corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas”

Razón de pago de dividendos: en este trabajo se considera como la sumatoria de dividendos efectivamente pagados en el año 2006 dividido la utilidad neta del mismo año, todo expresado en reales brasileños.

Beta de la empresa: Debido a la complejidad de su cálculo y a la inexistencia de datos disponibles en las bases consultadas, se debió omitir esta variable en los análisis de datos.

Metodología de trabajo

Recolección de datos

En primer lugar se hizo una revisión de la literatura financiera acerca del tema Gobierno Corporativo y Creación de valor. Adicionalmente, se consultó estudios realizados en base al tema y luego se procedió a definir el tipo de estudio a realizar.

El tipo de estudio abarca una estadística descriptiva de los grupos identificando diferencias significativas a través de un análisis univariado entre las empresas que se encuentren listadas en el Nivel 1 y aquellas que se encuentren en el Novo Mercado. Se realiza además un análisis econométrico de corte transversal en el que se utilizan distintas definiciones de la variable a explicar (Rendimiento de la acción, PER, y Precio/Valor libros), y como variable explicativa el segmento diferenciado de Gobierno Corporativo en el cual se encuentra listada la empresa. Se incorporan además variables de control relacionadas con las restantes fuentes de creación de valor que se discuten en la literatura: estructura de capital, ROE, Tamaño y Ratio de pago de dividendos.

Los datos necesarios para realizar este trabajo se obtuvieron de distintos bancos de datos gratuitos accesibles a través de Internet: Infoinvest (www.infoinvest.com.br), la base de datos de la Bolsa de Valores de San Pablo (www.bovespa.com.br) e Invertia.com (www.invertia.com). Los principales datos obtenidos incluyen datos de mercado (Cotizaciones históricas, PER, etc.), información contable (endeudamiento, rendimiento de los activos y del patrimonio, tamaño de la empresa) y situación frente a la adopción de prácticas de Gobierno Corporativo (Novo Mercado o Nivel 1). La idea original era hacer el estudio con datos del año 2007, ya que se quería evitar el año 2008 debido a la volatilidad que produjo la crisis financiera en los mercados de capitales del mundo, lo cual iba a empañar el resultado del estudio. Al consultar datos históricos de mercado del año 2007 se encontró que solo estaban disponibles bajo algún tipo de desembolso económico. Es por eso que se escogió el año 2006 como objeto de análisis debido a la gratuidad de los datos disponibles.

Proceso de selección y análisis de datos

El proceso de selección de la muestra fue iniciado a partir de consultas al sitio web de la Bovespa. En primer lugar se procedió a distinguir entre las empresas listadas en el Novo Mercado (poseen el mayor compromiso frente a la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo) y las de Nivel 1 (que son aquellas que adoptan los requerimientos mínimos).

El primer ajuste que se realizó fue extraer de la muestra las entidades bancarias. De esta forma para el grupo de Nivel 1 (Grupo 1) quedaron 30 empresas y para el grupo de Novo Mercado 92 (Grupo 2).

Luego se acotó nuevamente omitiendo aquellas listadas en el año 2007 y 2008. Así el Grupo 1 pasó a tener 27 empresas y el Grupo 2, 39. Y finalmente se debieron omitir 6 empresas del Grupo 2 por la falta de datos disponibles¹⁵.

De esta forma la muestra quedó conformada por 60 empresas: 27 en el Nivel 1 y 33 en el Novo Mercado. De ésta muestra se derivaron una serie de variantes según el análisis que se deseó realizar.

- Variable dependiente: Rendimiento de la acción (R)

En una primera instancia se utilizó la muestra completa.

Luego, se calcularon los valores *outliers* para conformar una muestra más homogénea y evitar resultados sesgados. El cálculo de valores *outliers* o equívocos se realizó de la siguiente forma:

- Se definieron los cuartiles 1, 2 y 3 de la muestra con la función de Excel “Cuartil”.
- Se calculó el límite inferior como $Liminf = Q1 - 1.5(Q3 - Q1)$ donde Q1 es cuartil 1, y Q3 es cuartil 3.
- Se calculó el límite superior como $Limsup = Q3 + 1.5(Q3 - Q1)$
- Se omitieron los valores por encima del límite superior y por debajo del límite inferior.

De esta forma la muestra se redujo a 32 empresas, teniendo en cuenta aquellas listadas en el año 2006 inclusive.

¹⁵ En el Anexo 2 se detallan las empresas listadas en cada segmento y la fecha de adhesión.

Luego, partiendo de la muestra original se acotó nuevamente la muestra para analizar aquellas listadas previamente al año 2006. De esta manera quedaron 40 empresas bajo análisis.

Además, se analizó una muestra sin empresas que arrojaran valores *outliers* (variante 1) y sin aquellas empresas listadas en el año 2006 (variante 2), pero como el total de empresas que conformaron la muestra se redujo a 18, carecían de relevancia los resultados.

- **Variable dependiente: PER**

Para el análisis de regresión utilizando el Ratio P.E. la muestra inicial estuvo conformada por 50 empresas debido a que se extrajeron las empresas que arrojaron valores mayores a 1000 y aquellas cuyos PER eran valores negativos. De esta forma la muestra quedó conformada por empresas con un rango de valores de PER que oscilaban entre {0;202}. Se procedió a homogeneizar una vez más la muestra y omitir los valores *outliers* máximos, obteniendo una muestra de 41 empresas con un rango de valores de {0;62}. Y la última variante para este análisis fue extraer las empresas listadas en el año 2006, pero debido a la falta de resultados significativos, se omitió el cuadro de resultados en el capítulo de Análisis de resultados.

- **Variable dependiente: Precio/Valor libros**

En cuanto al análisis de regresión utilizando el ratio Precio/Valor libros como variable explicativa, la muestra quedó conformada por 59 empresas. Se decidió omitir una empresa cuyo P/Valor libros ascendía a 2112 puntos. La muestra incluye valores desde {0; 28,57} del ratio P/Valor libros. Por lo tanto resultó innecesario hacer un cálculo de *outliers*. Pero sí se realizó una variante de la muestra original omitiendo las empresas listadas en el año 2006. De esta forma se trabajó con 40 empresas.

En total se obtuvieron 7 muestras, en la tabla N°1 se detallan indicando la cantidad de empresas, el filtro utilizado y la variable dependiente a analizar.

Tabla N°1 Muestras utilizadas para el estudio

Muestra	N° de empresas	Filtros¹⁶	Var dependiente
Total	60	Ninguno	R
Sub 1	32	R<0,75% y R>58,81%	R
Sub 2	40	Listadas en el 2006	R
Sub 3	50	PER<0 y PER>1000	PER
Sub 4	41	PER<0 y PER>62	PER
Sub 5	59	P/VL>2112	P/VL
Sub 6	40	Listadas en el año 2006	P/VL

Análisis de regresión¹⁷

Para este trabajo se decidió utilizar un análisis de regresión múltiple ya que contempla la existencia de dos o más variables independientes capaces de explicar la variable explicada.

El modelo completo definido para el estudio es:

$$Y = b_0 + b_1 GC + b_2 P/A + b_3 ROE + b_4 \text{Tamaño} + b_5 \text{Payout} + u$$

donde **Y**: variable que se desea explicar

GC: variable dummy. 0 = Nivel I 1 = Novo Mercado

P/A: Endeudamiento de la empresa

ROE : Rendimiento del Patrimonio

Tamaño: Tamaño de la empresa

Payout: Ratio de pago de dividendos

u: término de error.

Los estadísticos para la significancia general de la regresión utilizados fueron: el R² y el R² ajustado que indican la bondad de ajuste, es decir, qué porcentaje de la variable dependiente es explicada por la variable explicativa y las de control. Además se utilizó el test F para testear la hipótesis nula de que todos los coeficientes de la regresión (excepto el de la intercepción) son cero simultáneamente. Si el valor F arrojado es mayor al F crítico, se rechaza la hipótesis nula de que la regresión no es conjuntamente

¹⁶ Indica los valores excluidos de la muestra.

¹⁷ Wooldridge (2001) "Introducción a la econometría"

significativa bajo un nivel de confianza determinado. En este caso el nivel de confianza fue del 95%.

La estimación de los coeficientes de una regresión múltiple es un cálculo un tanto laborioso y complicado, por lo que se requiere de programas de computación específicos. En este caso se utilizó el software MSEXCEL a través de las herramientas de Análisis de datos: Regresión.

Análisis Univariado

Esta sección consiste en verificar la existencia de evidencias significativas entre las variables para el grupo de firmas de Nivel 1 (N1) y Novo Mercado (NM) a través de la herramienta análisis univariado.

Las variables a analizar son:

- Variables explicadas: Rendimiento de la acción, PER, Precio/Valor libros.
- Variables de control: Endeudamiento, Rendimiento sobre el Patrimonio (ROE), Tamaño de la empresa y Ratio de pago de dividendos.

Para realizar el análisis univariado, en primer lugar, se debe hacer la Prueba de Varianzas y luego la Prueba de Medias. A continuación se detallará el procedimiento de ambas.

Prueba de Varianzas

El objetivo es verificar la existencia de diferencias entre la varianza de una muestra y la varianza de la segunda muestra en cuestión. Para ello se realiza la Prueba F utilizando la distribución de Fisher.

En principio se plantean hipótesis del tipo:

$$H_0; S^2 NI / S^2 NM = 1$$

$$H_1; S^2 NI / S^2 NM \neq 1$$

Siendo $S^2 NI$: la varianza de la muestra NI

$S^2 NM$: la varianza de la muestra NM

La Hipótesis nula plantea que las dos varianzas son iguales

La Hipótesis 1 plantea la existencia de diferencias entre las varianzas.

De acuerdo a los grados de libertad de cada muestra, y el nivel de confianza escogido se procede a determinar el intervalo de confianza, a través de la distribución de Fisher.

La regla de decisión es: si el F crítico se encuentra dentro del intervalo de confianza, no se rechaza la hipótesis nula, es decir que no existen evidencias para afirmar que las varianzas de ambas muestras son distintas. O, existe suficiente evidencia para afirmar que las varianzas de ambas muestras son iguales.

El F crítico es el cociente entre la Varianza de la muestra 1 sobre la Varianza de la muestra 2.

Prueba de Medias

Una vez determinado si las varianzas de las muestras son iguales o distintas, se procede a comparar las medias a través de la Prueba T, en la cual se utiliza la distribución t-student.

En primer lugar planteamos las hipótesis de prueba:

$$H_0; \mu_{N1} - \mu_{NM} = 0$$

$$H_1; \mu_{N1} - \mu_{NM} \neq 0$$

Siendo μ_{N1} : la media de la muestra N1

μ_{NM} : la media de la muestra NM

La Hipótesis nula plantea que las dos medias son iguales.

La Hipótesis 1 plantea que existen diferencias entre las dos medias.

Luego, determinamos el intervalo de confianza que nos arroja la distribución t-student, a partir de los grados de libertad y el nivel de confianza elegido.

Para calcular el T-crítico debemos utilizar las siguientes fórmulas:

Para pruebas sobre dos medias, con poblaciones normales, **varianzas conocidas e iguales:**

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{s_p \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}}$$

donde:

$$s_p^2 = \frac{s_1^2(n_1 - 1) + s_2^2(n_2 - 1)}{n_1 + n_2 - 2}$$

Y los grados de libertad $v = n_1 + n_2 - 2$

Para pruebas sobre dos medias, con poblaciones normales, **varianzas conocidas** pero **diferentes:**

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{s_1^2/n_1 + s_2^2/n_2}}$$

Y los grados de libertad:

$$v = \left[\frac{(s_1^2/n_1 + s_2^2/n_2)^2}{(s_1^2/n_1)^2/(n_1 - 1) + (s_2^2/n_2)^2/(n_2 - 1)} \right]$$

Una vez calculado el t-crítico se aplica la regla de decisión teniendo en cuenta la región de aceptación y rechazo dada por el intervalo.

En el Cuadro N°1 se muestra el resumen de las distintas pruebas para las variables indicadas. Se puede evidenciar que existe diferencia significativa en las medias de las variables PER y Precio/Valor libros.

Cuadro N° 1 Comparación de medias

	Nivel 1	Novo Mercado	Diferencias significativas
R	38,82%	33,13%	No
PER	19,80	46,93	Si
P/VL	2,00	4,65	Si
Endeudamiento	34,48%	30,13%	No
ROE	14,29%	13,10%	No
Tamaño	6,67	6,18	No
Payout	34,52%	35,73%	No

Análisis de regresión

El análisis centra su atención principalmente en el efecto del coeficiente de Gobierno Corporativo en la variable dependiente. Los resultados están expuestos en 5 modelos. Cada uno de ellos incorpora una a una las variables de control sucesivamente. En el Anexo II “Tablas” se exponen las estimaciones completas de las regresiones con los p-value.

Variable a explicar: Rendimiento de la Acción

En el Cuadro N° 2 se indican los resultados de la primera regresión. Para esta instancia se utilizó la muestra completa de empresas. El coeficiente de Gobierno Corporativo no arrojó resultados con significatividad estadística. El grado de endeudamiento, el ROE y el tamaño de la empresa arrojaron resultados significativos en algunos modelos, relacionándose en forma directa los dos primeros y negativa el último.

Muestra Sub 1

Una variante de la muestra anterior consiste omitir aquellas con valores *outliers* de la variable explicativa¹⁸ (la muestra completa abarca un rango de valores desde -57,33% (Lojas Rener) a 305% (CCR Rodovias)). El rango se acotó a valores entre {0,75%;58,81% } y la muestra quedó conformada por 32 empresas. Tal como se observa en el Cuadro N° 3 no surgen evidencias significativas a excepción del ratio de pago de dividendos en el Modelo 5 con apenas 10% de significatividad.

Cuadro N°2 Resultados de regresiones de mínimos cuadrados ordinarios de Rendimiento de la Acción y Gobierno Corporativo (GC). Muestra Completa.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Gobierno Corporativo	-0,057	-0,038	-0,021	-0,085	-0,076
Pasivo/Activo		0,680**	0,526	0,554*	0,503*
ROE			1,344**	1,283***	1,354***
Tamaño				-0,152*	-0,172**
Payout Ratio					0,001
Constante	0,388***	0,154	0,006	1,012*	1,127**
R ²	0,002	0,056	0,186	0,230	0,248
R ² ajustado	-0,015	0,023	0,143	0,158	0,163
Error típico	0,596	0,584	0,547	0,542	0,541
Observaciones	60	60	60	60	60
Test F: Valor F	0,136	1,680	4,286	3,907	3,391
F crítico	0,714	0,196	0,009	0,007	0,010
Significatividad conjunta (F>Fcrítico)	NO	SI	SI	SI	SI

***, ** y * representan significancia estadística del 1%, 5% y 10% respectivamente.

¹⁸ En la página 15 de este trabajo se detalla el proceso para calcular valores *outliers*.

Muestra Sub 2

En este caso se omitieron las empresas listadas en los segmentos diferenciados de Gobierno Corporativo en el año 2006. El objetivo de acotar la muestra a empresas listadas previamente a ese año es que aquellas empresas que se listaron en el año 2006 podrían carecer de gran impacto en el precio de la acción puesto que el cambio hacia unas mejores prácticas de gobierno era muy reciente.

Nuevamente, como indica el Cuadro N°4, no se encontró relación significativa entre el nivel de gobierno corporativo adoptado por la empresa y el rendimiento de su acción. La variable que mayor significancia estadística presentó en esta instancia fue el ROE con 1% de significancia en todos los modelos, seguido del Tamaño y del Endeudamiento.

Cuadro N° 3 Resultados de regresiones de mínimos cuadrados ordinarios de Rendimiento de la acción y Gobierno Corporativo (GC) para el año 2006 sin valores *outliers* (incluye empresas listadas en el año 2006).

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Gobierno Corporativo	-0,040	-0,041	-0,042	-0,050	-0,014
Pasivo/Activo		-0,032	-0,014	-0,033	-0,097
ROE			-0,089	-0,086	-0,012
Tamaño				-0,033	-0,048
Payout Ratio					0,000*
Constante	0,254***	0,264***	0,270***	0,492*	0,565*
R ²	0,011	0,112	0,018	0,037	0,117
R ² ajustado	-0,021	-0,056	-0,087	-0,105	-0,052
Error típico	0,179	0,182	0,184	0,186	0,181
Observaciones	32	32	32	32	32
Test F: Valor F	0,348	0,184	0,175	0,261	0,692
F crítico	0,560	0,560	0,912	0,901	0,634
Significatividad conjunta (F>Fcrítico)	NO	NO	NO	NO	SI

***, ** y * representan significancia estadística del 1%, 5% y 10% respectivamente.

Quizás estos resultados iniciales tienen que ver con que la variable elegida para medir la creación de valor (Rendimiento de la acción) no es representativa. Se recomienda para una investigación posterior utilizar como variable dependiente los

rendimientos diarios de la acción en un período determinado y utilizar el promedio de los mismos

Existe multiplicidad de estudios que intentan medir el efecto del Gobierno Corporativo en el valor de la empresa desde distintos ángulos. Para poder comparar los resultados de un trabajo con otro, se debe encontrar uno de similares características. Por lo tanto se debe tener precaución a la hora de elaborar conclusiones.

De todas maneras, en el proceso de revisión bibliográfica acorde a este trabajo, se encontró una tendencia en casi todos los trabajos a afirmar la hipótesis “El mercado paga las buenas prácticas de gobierno”.¹⁹

Cuadro N° 4 Resultados de regresiones de mínimos cuadrados ordinarios de Rendimiento de la acción y Gobierno Corporativo (GC) para el año 2006 (excluye empresas listadas en el año 2006).

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Gobierno Corporativo	0,082	0,092	-0,014	-0,116	-0,131
Pasivo/Activo		0,844*	0,712*	0,851**	0,776**
ROE			1,605***	1,490***	1,588***
Tamaño				-0,329**	-0,361***
Payout Ratio					0,001
Intercepción	0,384***	0,090	-0,120	2,017	2,215**
R ²	0,004	0,074	0,231	0,341	0,365
R ² ajustado	-0,022	0,024	0,167	0,265	0,271
Error típico	0,671	0,656	0,606	0,569	0,567
Observaciones	40	40	40	40	40
Test F: Valor F	0,142	1,474	3,599	4,520	3,903
F crítico	0,708	0,242	0,023	0,005	0,007
Significatividad conjunta (F>Fcrítico)	NO	SI	SI	SI	SI

***, ** y * representan significancia estadística del 1%, 5% y 10% respectivamente.

Variable a explicar: PER

¹⁹ Es necesario mencionar la posible existencia de un *sesgo de publicación* a la hora de hacer una revisión de los antecedentes empíricos sobre el tema. Diversos autores, como *Benach de Rovira y Tapia Granados* (1995), definen el *sesgo de publicación* como una tendencia sistemática a que los resultados positivos se publiquen más que los negativos y a que una buena parte de la investigación no se publique de manera que pueda ser adecuadamente valorada.

El primer inconveniente que se presenta al calcular el PER es el de algunas empresas que arrojan valores del tipo 25916,03 (Brasil Telecom Participaciones), debido a sus bajas ganancias en el período²⁰ y valores negativos²¹. Una vez extraídos esos valores, la muestra original de 60 empresas se redujo a 50. En el Cuadro N° 5 se muestran los resultados de la primera regresión.

Cuadro N°5 Resultados de regresiones de mínimos cuadrados ordinarios de PER (Price Earning Ratio) y Gobierno Corporativo (GC) para el año 2006 (incluye empresas listadas en el año 2006).

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Gobierno Corporativo	27,133**	27,640**	27,976***	24,671**	25,363**
Pasivo/Activo		18,617	35,354	37,566*	34,640
ROE			-135,455***	-143,468***	-138,153***
Tamaño				-7,053	-7,814
Razón Div					0,036
Intercepción	19,800**	13,499**	31,524	79,609*	83,235*
R ²	0,090	0,097	0,296	0,308	0,315
R ² ajustado	0,071	0,059	0,250	0,247	0,237
Error típico	43,194	43,476	38,805	38,895	39,138
Observaciones	50	50	50	50	50
Test F: Valor F	4,735	2,527	6,446	5,010	4,046
F crítico	0,035	0,091	0,001	0,002	0,004
Significatividad conjunta (F>Fcrítico)	SI	SI	SI	SI	SI

***, ** y * representan significancia estadística del 1%, 5% y 10% respectivamente.

Tal como muestra el Cuadro N°5, se observa una significativa relación positiva entre el PER de mercado y el GC. Una migración del Nivel 1 al Segmento Novo Mercado indica un aumento que oscila entre los 24,6 y 27,9 puntos (teniendo en cuenta los 6 modelos), con una significancia del 5% y 1%. Este resultado es consistente con la hipótesis del trabajo y con evidencia encontrada en la literatura financiera. Cabe citar el trabajo de Drobetz *et al.* (2003) en el cual se construye un índice de GC para empresas

²⁰ En el caso mencionado, ésta había alcanzado una ganancia por acción de 0,00131 Reales en el año 2006

²¹ Cuando la empresa tiene pérdidas, su PER será indeterminado. Aunque se puede calcular un PER negativo, por convención se asigna un PER indefinido a éstas empresas.

listadas en los cuatro mayores mercados bursátiles de Alemania y se lo relaciona con el ratio P.E. obteniendo una relación positiva y robusta²².

Se debe tener precaución al analizar los resultados del Cuadro N° 5 pues la muestra utilizada incluye todos los valores positivos del PER dentro de un rango de (0;202) y omite los valores negativos. Entonces, los resultados de las regresiones pueden arrojar valores de -140 como en el caso del ROE²³. Para analizar la muestra con valores PER más reales, se procedió a omitir aquellos valores *outliers* o equívocos. De esta forma se acotó la muestra a valores PER entre (0; 62).

De esta nueva variante no se obtuvieron relaciones significativas entre el nivel de gobierno corporativo y el PER. Si, en cambio se evidenció una relación positiva con el grado de endeudamiento y una relación negativa en el ROE²⁴. En el Cuadro N° 6 se muestran las regresiones completas para esta muestra en particular.

Cuadro N° 6 Resultados de regresiones de mínimos cuadrados ordinarios de PER (Price Earning Ratio) y GC para el año 2006 sin valores *outliers*

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Gobierno Corporativo	3,819	3,964	4,814	3,730	4,206
Pasivo/Activo		25,145***	27,952***	28,810***	29,384***
ROE			-23,512**	-27,082**	-28,634**
Tamaño				-2,702	-2,132
Razón Div					-0,025
Intercepción	15,593***	7,281**	10,659**	29,167*	25,673
R ²	0,021	0,174	0,240	0,260	0,271
R ² ajustado	-0,005	0,130	0,178	0,178	0,166
Error típico	13,477	12,542	12,191	12,194	12,278
Observaciones	41	41	41	41	41
Test F: Valor F	0,819	3,990	3,889	3,160	2,596
F crítico	0,371	0,027	0,016	0,025	2,596
Sign conj (F>Fcrítico)	SI	SI	SI	SI	NO

***, ** y * representan significancia estadística del 1%, 5% y 10% respectivamente.

²² Ver Drobetz W., Shillhofer, A., Zimmermann H. (2003) "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany"

²³ Un valor de -140 del coeficiente del ROE se debe interpretar como "un aumento del 10% del ROE significa una disminución de 14 puntos en el Ratio P.E., ya que el ROE está expresado en términos porcentuales.

²⁴ Este efecto puede entenderse considerando que puede esperarse una relación directa entre la ganancia ordinaria y el ROE, pero inversa con el PER (*ceteris paribus*).

Variable a explicar: Precio/Valor libros

Cuadro N° 7 Resultados de regresiones de mínimos cuadrados ordinarios de Precio/Valor libros y Gobierno Corporativo (GC) para el año 2006 (incluye empresas listadas en el año 2006).

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Gobierno Corporativo	2,648**	2,792***	2,802***	1,918**	1,915**
Pasivo/Activo		6,180**	6,311**	6,675***	6,726***
ROE			0,031	0,066	0,065
Tamaño				-1,891***	-1,856***
Razón Div					-0,001
Intercepción	1,997**	-0,149	-0,233	12,203***	11,988**
R ²	0,089	0,164	0,166	0,259	0,259
R ² ajustado	0,073	0,135	0,120	0,204	0,189
Error típico	4,284	4,139	4,174	3,971	4,006
Observaciones	59	59	59	59	59
Test F: Valor F	5,555	5,509	3,641	4,706	3,707
F crítico	0,022	0,007	0,018	0,002	0,006
Significatividad conjunta (F>Fcrítico)	SI	SI	SI	SI	SI

***, ** y * representan significancia estadística del 1%, 5% y 10% respectivamente

De la muestra original de 60 empresas se omitió Light S.A. por arrojar un Ratio Precio/Valor libros de 2112,67²⁵. De esta forma quedaron 59 empresas con un rango de valores de {0; 28,57}.

En cuanto a los resultados, podemos observar en el Cuadro N° 7 que un cambio de N1 a Novo Mercado arroja un aumento que oscila entre los 1,92 y 2,8 puntos en el ratio Precio/Valor libros, con significancia estadística del 5% y 1% (considerando los 6 modelos). Da Silveira y Barros (2007) llegaron a resultados similares construyendo un índice capaz de medir las buenas prácticas de gobierno para empresas listadas en la BOVESPA del año 2002 (un paso de “malo” a “bueno” en las prácticas de GC conlleva un aumento de 1,03 puntos en el Ratio Precio/Valor libros). Además, un estudio

²⁵ Precio de la acción: 23,8 PN: 1.508.510 Cantidad de acciones en circulación: 133.907.046 todo expresado en reales.

realizado por Campos *et al.* (2002) para países emergentes arribó a similares conclusiones.

Acotando la muestra para aquellas empresas listadas previamente al año 2006, se obtuvieron resultados similares: un cambio del Nivel 1 a Novo Mercado produce un aumento entre 2,78 y 3,9 puntos en el Ratio Precio/Valor libros, con una significancia de 5% y 1%.

Además, en ambas variantes, se encontraron relaciones significativas en el grado de endeudamiento (positiva) y en el tamaño de la empresa (negativa).

Cuadro N° 8 Resultados de regresiones de mínimos cuadrados ordinarios de Precio/Valor libros y Gobierno Corporativo (GC) para el año 2006 (excluye empresas listadas en el año 2006).

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
GC	3,813**	3,906***	3,898***	2,782**	2,802**
Pasivo/Activo		7,564**	7,643**	9,331***	9,433***
ROE			0,013	0,083	0,081
Tamaño				-3,240***	-3,178***
Razón Div					-0,002
Intercepción	2,132**	-0,508	-0,553	20,106***	19,702***
R ²	0,129	0,219	0,219	0,383	0,384
R ² ajustado	0,106	0,176	0,154	0,313	0,294
Error típico	4,976	4,777	4,842	4,364	4,424
Observaciones	40	40	40	40	40
Test F: Valor F	5,635	5,178	3,364	5,433	4,243
F crítico	0,023	0,010	0,029	0,002	0,004
Significatividad conjunta (F>Fcrítico)	SI	SI	SI	SI	SI

***, ** y * representan significancia estadística del 1%, 5% y 10% respectivamente

Conclusiones

El objetivo de este trabajo consiste en testear la hipótesis de que la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo crea valor para la empresa.

En una primera instancia, se realizó un análisis univariado, en el cual se encontraron diferencias significativas en el PER y ratio P/Valor libros entre aquellas empresas

listadas en el Nivel 1 y aquellas en el Novo Mercado, obteniendo éstas últimas los mayores valores.

Luego, a través de un análisis de regresión, se obtuvieron los resultados que se resumen en el Cuadro N° 9. Para dicho análisis, se utilizaron un total de 7 muestras. Las variantes de las muestras surgieron de omitir valores *outliers* y de omitir empresas listadas en el año 2006.

Las variables a explicar elegidas fueron: Rendimiento de la acción, PER y P/Valor libros. Para cada regresión se realizaron 5 modelos en los que se fueron incorporando una a una las variables explicativas.

Cuadro N° 9 Resumen de modelos y resultados

	Rendimiento			PER		P/Valor libros	
	Muestra completa	Sub1	Sub 2	Sub3	Sub4	Sub5	Sub 6
GC	ns	ns	ns	+/**	ns	+/***	+/***
Pasivo/Activos	+/**	ns	+/**	ns	+/***	+/***	+/***
ROE	+/***	ns	+/***	-/***	-/**	ns	ns
Tamaño	-/**	ns	-/***	ns	ns	-/***	-/***
Razón Div	ns	+/**	ns	ns	ns	ns	ns

ns: No significancia.

+: Relación positiva

- : Relación negativa

En cuanto a los resultados de las regresiones de la variable dependiente **Rendimiento de la acción** no se encontró evidencia significativa en la relación con el coeficiente de Gobierno Corporativo. Estos resultados pueden estar explicados por la forma en que fue estimada la variable explicada que sería poco representativa.²⁶ Con respecto a las variables de control, se evidenció una relación positiva con el grado de endeudamiento de la empresa. Esta relación puede explicarse considerando que la empresa está generando valor a través de su apalancamiento financiero. Además, se encontró una relación positiva entre la variable dependiente y el ROE, cuyo fundamento puede encontrarse en que la empresa crea valor a través del uso eficiente del patrimonio neto. Y, otra relación significativa, pero en este caso, negativa, se da con la variable Tamaño de la empresa. Este resultado coincide con la teoría mencionada en el Capítulo

²⁶ Como se comentó en el capítulo VI, para una investigación posterior se podría emplear el rendimiento de la acción estimado a través de los rendimientos diarios para un período de tiempo determinado.

IV, de que las empresas de menor tamaño obtienen rendimientos mayores en sus acciones.

En cuanto a la variable **PER**, se obtuvieron relaciones positivas significativas con el Gobierno Corporativo en la muestra sub3. Estos resultados coinciden con el trabajo de Drobetz y otros (2003). La limitación de la muestra sub3 es que no contiene valores PER negativos. Es decir, se excluyeron de la muestra el grupo de empresas que tuvo pérdidas en el año 2006. Cuando se acotó la muestra excluyendo los valores *outliers* positivos (muestra sub4) no se encontró relación significativa con la variable Gobierno Corporativo. En cuanto a las variables de control, en ambas muestras se encontró que el ROE estaba inversamente relacionado con el PER. Este efecto puede entenderse considerando que se espera una relación directa entre la ganancia ordinaria y el ROE, pero inversa con el PER (*ceteris paribus*). Y en la muestra sub4 se evidenció una relación positiva entre el grado de endeudamiento y el PER.

En cuanto a las regresiones de la razón **Precio/Valor libros** sobre la variable Gobierno Corporativo se encontró una relación positiva y significativa en las dos variantes de la muestra. Un cambio de Nivel 1 a Novo Mercado produce un aumento de 3 puntos en promedio del ratio P/Valor libros. Este resultado es consistente con los trabajos de Campos y otros (2002), Da silveira y Barros (2007), CEF en Argentina (2003) y Garay y otros (2006). Y, centrando la atención en las variables de control, se encontró un efecto positivo en el grado de endeudamiento y negativo en el tamaño de la empresa. Los efectos en ambas variables, pueden interpretarse con similar razonamiento que el utilizado para el Rendimiento del precio y el PER.

Los resultados obtenidos permiten concluir que, para el mercado de valores de San Pablo y para la muestra de empresas seleccionadas, un cambio de Nivel 1 a Novo Mercado produce un efecto positivo en el PER y en el Ratio Precio/Valor libros.

La validez de los efectos significativos del Gobierno Corporativo en el valor de la empresa, debe interpretarse con precaución, ya que puede existir un efecto de endogeneidad de los mecanismos de gobierno corporativo. Este dilema se presenta cuando hay características no consideradas en el estudio (como por ejemplo capacidad gerencial de la empresa o desempeño de la misma en años anteriores), entonces la correlación entre el coeficiente de Gobierno Corporativo y la medida de creación de valor puede ser espuria (es decir que no representa una relación causal), ya que ambos realmente dependen de esas otras características.

Bibliografía

- Aprada, R. (2001) "Corporate Governance in Argentina: The Outcome of Economic Freedom (1991 – 2000)". *Revista Corporate Governance: An International Review*. Volume 9, N4. pp 298 - 310.
- Astorga Arancibia, C.; Beas Ravera, P.; Carmona Iriarte, J.; Hoffa Ugarte, A. (2003) "Gobierno Corporativo como instrumento de creación de valor" Universidad de Chile.
- Bauer, R., Günster, N. y Otten, R. (2003): "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe" *Journal on Asset Management*
- Benach de Rovira, J. y. Tapia Granados, J. A. (1996): "Mitos o realidades: a propósito de la publicación de trabajos científicos" *Revista ACIMED* 4(1):41-46.
- Briozzo, A., Jones, L., Pesce, G., Reimer, G. (2008): "Gobierno Corporativo en la Argentina" XXVIII Jornadas de Administración Financiera organizadas por SADAF. Córdoba. Argentina.
- Campos, C., Newell, R. y Wilson, G. (2002): "Corporate governance develops in emerging markets: Shareholders in emerging markets show they're willing to pay a premium for good governance standards." *McKinsey on Finance (Winter)* pp. 15-18.
- Carvalho da Silva, A. y Leal, R. (2004): "Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil" *Revista Brasileira de Finanças* 2005 Vol. 3, No. 1, pp. 1–18. Disponible en <http://virtualbib.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1143/306>.
- Carvalho da Silva, A. y Leal, R. (2005): "Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)" Research Network Working Paper R-514. Disponible en <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubR-514.pdf>.
- Carvalho, A. (2003): "Effects of migration to special corporate levels of Bovespa". Disponible en www.bovespa.com.br/pdf/usp_ingles.pdf
- CEF Centro para la Estabilidad Financiera (2005): "El Gobierno corporativo en la Argentina" Nota de política N°5.
- Claessens, S. (2003): "Corporate Governance and Development" Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=642721>
- Comité de Mejores prácticas corporativas de México (2006). "Código de mejores prácticas corporativas".
- Da Silveira, A. y Barros, L. (2007): "Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil". Disponible en <http://ssrn.com/abstract=923310>
- Drobetz W., Shillhofer, A., Zimmermann H. (2003) "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany" *ECGI - Finance Working Paper No. 11/2003*
- Fernandez, Pablo (2000): "Creación de valor para el accionista: Conceptos básicos". Ediciones Gestión 2000. Barcelona. Disponible en http://socrates.ieem.edu.uy/articulos/archivos/465_creacion_de_valor_para_los_accionistas.pdf
- Fornero, R. (2002): "Análisis financiero con información contable: Manual de Estudio Programado" Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Cuyo. Disponible en <http://www.elprisma.com/apuntes/economia/rendimientofinanciero/>
- Fornero, R. (2007): "El valor de parecer bueno" XXVII Jornadas Nacionales de Administración Financiera. SADAF.
- Garay, U., Gonzalez, G., Gonzalez, M. y Hernandez, Y. (2006): "Índice de buen Gobierno Corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas". *Estudio IESA N°2*. Disponible en <http://servicios.iesa.edu.ve/Portal/EstudiosIESA/Indicelogobiernocorporativo.pdf>

- Gompers, P., Ishii, J. y Metrick, A. (2003): "Corporate Governance and equity prices" *Quarterly Journal of Economics*, Vol.18 n 1 pp. 107-155. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=278920>.
- Gonzalez Gonzalez, P. (2002). "El gobierno corporativo en Brasil y el papel social de las empresas". Estudios Gerenciales, Revista Facultad de Ciencias administrativas y económicas, N° 83. Universidad ICESI, Cali, Colombia.
- Gordon, M. J. (1959): "Dividends, Earnings and Stocks Prices". *The review of economics and statistic*, Vol 41, pp 99-105.
- Heugens, P. y Otten, J. (2005) "Beyond the Dichotomous Worlds Hypothesis: towards a plurality of corporate governance logics" Revista [Corporate Governance: An International Review](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1072215), Vol. 15, No. 6, pp. 1288-1300. Disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1072215.
- Klapper, F. y Love, I. (2002): "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets" *World Bank Policy Research Working Paper 2818*. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=303979> o DOI: 10.2139/ssrn.303979.
- La Porta, R.; Lopez de Silanes, F; Schleifer, A.; Vishny, R. (2002) "Investor Protection and Corporate Valuation". *The Journal of finance*. Vol. LVII, N° 3
- Lefort, F. (2003). "Gobierno Corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo andamos por casa?", Cuadernos de Economía, Año 40, N° 120, pp. 207-237.
- Menendez Plans, C. y Guerrero Boned, S. (1994): "La controversia sobre la política de dividendos: revisión y síntesis" *Revista española de financiación y contabilidad*. Vol XXIV, n 80, pp 193-816. Disponible en <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=44138>
- Miller, M. H. y Modigliani, F. (1958): ""The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* Vol XLVIII. Disponible en <http://www.jstor.org/pss/1809766>
- Miller, M. H. y Modigliani, F. (1961): "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *The Journal of business*, 33, pp. 411-433.
- OECD (2004): "The OECD Principles of Corporate Governance" *E-Journal Universidad Nacional Autónoma de México*. No 216, pp 169-171. Disponible en <http://chloe.dgsca.unam.mx/rca/216/RCA21608.pdf>
- OECD (2004): "White Paper" sobre Gobierno Corporativo en América Latina.
- Olivieri, C. (2005): "Cuánto vale una empresa" Editorial La Ley.
- Pérez-Carballo Veiga, J. F. (1998): "*Compitiendo por crear valor*" pp 14. Ed. Escuela Superior de Gestión comercial y marketing.
- Ribeiro Gomes, E. (2008): "Novo mercado y Bovespa Mais: casos de éxito en Brasil" *Revista Región* 9 de Diciembre de 2008. Disponible en <http://www.capitales.com/rss/noticia.php?id=30954>
- Rotstein, F. (2007) "Decisiones y Estrategias financieras"
- Tirole, J. (2001): "Corporate Governance" *Econometrica*, Vol. 69, No. 1, pp. 1-35 Disponible en <http://www.jstor.org/stable/2692184>
- UNCTAD United Nations Conference of Trade and Development (2003): "Case study on corporate governance disclosure in Brazil"
- Vallejos Castillo, K. (2008): "El efecto tamaño en la Bolsa de Valores de Madrid" Documento de trabajo 0803 Universidad Complutense de Madrid. Disponible en <http://www.ucm.es/info/jmas/finemp/dt/0803.pdf>
- Weston y Copeland "Finanzas de la administración"
- Wooldridge J. (2001) "Introducción a la econometría: un enfoque moderno" International Thompson Editores. Ed 2001.

Páginas web consultadas

Bolsa de Valores de San Pablo www.bovespa.com.br
Bolsa de Valores Argentina www.bolsar.com
Bolsa de Valores de Lima www.bvl.com.pe
CEF, Centro para la Estabilidad Financiera www.cefargentina.org
CNV, Comisión Nacional de Valores Argentina www.cnv.gov.ar
Comunicación de Responsabilidad Empresaria www.comunicarse.com.ar
Gruppe Deutsche Börse www.deutsche-boerse.com
IAGO, Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones www.iago.org.ar
Infoinvest www.infoinvest.com.br
Invertia Online www.invertia.com New York Stock Exchange www.nyse.com
JSTOR www.jstor.org
OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico www.oecd.org
Shanghai Stock Exchange www.sse.com.cn
Social Science Research Network www.ssrn.com
Tokyo Stock Exchange www.tse.org.jp

Anexo I: Estimaciones completas del análisis de regresión²⁷.

Variable dependiente: Rendimiento de la acción

Tabla 1: Efecto de cada variable sobre el Rendimiento de la acción. Muestra completa 60 empresas. (Estimaciones completas).

	M1	M2	M3	M4	M5
Constante	0,388	0,154	0,006	1,012	1,127
P-value	0,001	0,373	0,972	0,067	0,050
GC	-0,057	-0,038	-0,021	-0,085	-0,076
P-value	0,714	0,803	0,883	0,566	0,606
Endeudamiento		0,680	0,526	0,554	0,503
P-value		0,039	0,074	0,062	0,082
ROE			1,344	1,283	1,354
P-value			0,002	0,003	0,002
Tamaño				-0,152	-0,172
P-value				0,062	0,043
Payout					0,001
P-value					0,268

²⁷ Los valores en “negrita” indican significatividad estadística.

Tabla 2: Efecto de cada variable sobre el Rendimiento de la acción .Muestra Sub 1(sin valores *outliers*). (Estimaciones completas).

	M1	M2	M3	M4	M5
Constante	0,254	0,264	0,2703	0,4918	0,5645
P-value	0,000	0,001	0,002	0,066	0,083
GC	-0,040	-0,041	-0,042	-0,050	-0,014
P-value	0,56	0,562	0,554	0,493	0,853
Endeudamiento		-0,032	-0,014	-0,033	-0,097
P-value		0,861	0,941	0,865	0,618
ROE			-0,089	-0,086	-0,012
P-value			0,685	0,697	0,957
Tamaño				-0,033	-0,048
P-value				0,475	0,297
Payout					0,0004
P-value					0,068

Tabla 3: Efecto de cada variable sobre el Rendimiento de la acción. Muestra Sub2 (sin empresas listadas en el año 2006). (Estimaciones completas).

	M1	M2	M3	M4	M5
Constante	0,384	0,090	-0,120	2,017	2,215
P-value	0,004	0,687	0,587	0,016	0,011
GC	0,082	0,092	-0,014	-0,116	-0,131
P-value	0,708	0,665	0,944	0,551	0,498
Endeudamiento		0,844	0,712	0,851	0,776
P-value		0,051	0,069	0,032	0,046
ROE			1,605	1,490	1,588
P-value			0,005	0,006	0,004
Tamaño				-0,329	-0,361
P-value				0,011	0,007
Payout					0,001
P-value					0,265

Variable dependiente: PER

Tabla N°4: Efecto de cada variable sobre el PER. Muestra Sub 3 (sin empresas con PER negativos). (Estimaciones Completas)

	M1	M2	M3	M4	M5
Constante	19,800	13,499	31,524	79,609	83,235
P-value	0,023	0,343	0,012	0,080	0,074
GC	27,133	27,640	27,976	24,671	25,363
P-value	0,017	0,016	0,008	0,022	0,020
Endeudamiento		18,617	35,354	37,566	34,640
P-value		0,540	0,101	0,089	0,223
ROE			-135,455	-143,468	-138,153
P-value			0,000	0,000	0,001
Tamaño				-7,053	-7,814
P-value				0,379	0,338
Payout					0,036
P-value					0,510

Tabla N°5 : Efecto de cada variable sobre el PER. Muestra Sub 4 (sin empresas con PER negativos y sin valores outliers). (Estimaciones completas)

	M1	M2	M3	M4	M5
Constante	15,593	7,281	10,659	29,167	25,673
P-value	0,000	0,048	0,012	0,069	0,207
GC	3,819	3,964	4,814	3,730	4,206
P-value	0,371	0,319	0,219	0,357	0,310
Endeudamiento		25,145	27,952	28,810	29,384
P-value		0,006	0,002	0,002	0,002
ROE			-23,512	-27,082	-28,634
P-value			0,040	0,027	0,023
Tamaño				-2,702	-2,132
P-value				0,329	0,461
Payout					-0,025
P-value					0,480

Variable dependiente P/Valor libros

**Tabla N°6: Efecto de cada variable sobre el Precio/Valor Libros. Muestra Sub 5.
(Estimaciones Completas).**

	M1	M2	M3	M4	M5
Constante	1,997	-0,149	-0,233	12,203	11,988
P-value	0,010	0,906	0,858	0,008	0,011
GC	2,648	2,792	2,802	1,918	1,915
P-value	0,011	0,006	0,007	0,043	0,045
Endeudamiento		6,180	6,311	6,675	6,726
P-value		0,014	0,014	0,008	0,008
ROE			0,031	0,066	0,065
P-value			0,771	0,520	0,531
Tamaño				-1,891	-1,856
P-value				0,006	0,008
Payout					-0,001
P-value					0,837

**Tabla N°7: Efecto de cada variable sobre el Precio/Valor libros. Muestra Sub 6
(excluye empresas listadas en el año 2006). (Estimaciones completas).**

	M1	M2	M3	M4	M5
Constante	2,132	-0,508	-0,553	20,106	19,702
P-value	0,021	0,754	0,745	0,003	0,005
GC	3,813	3,906	3,898	2,782	2,802
P-value	0,011	0,008	0,009	0,032	0,033
Endeudamiento		7,564	7,643	9,331	9,433
P-value		0,023	0,026	0,005	0,006
ROE			0,013	0,083	0,081
P-value			0,916	0,474	0,491
Tamaño				-3,240	-3,178
P-value				0,002	0,003
Payout					-0,002
P-value					0,801