

GOBIERNO CORPORATIVO: UNA APROXIMACIÓN AL ESTADO DEL DEBATE

Juan Omar Agüero

Universidad Nacional de Misiones

Facultad de Ciencias Económicas

Campus Universitario - Ruta 12 Km 7 ½ - C.P. 3304

Miguel Lanús – Misiones - Argentina

E-mail: juanaguero@arnet.com.ar

RESUMEN

El propósito de este trabajo es presentar una aproximación al estado del debate acerca de lo que, en la literatura y en la práctica empresarial, se denomina gobierno corporativo. Se abordan cuatro cuestiones: a) ¿cuáles son los antecedentes del gobierno corporativo como fenómeno?, b) ¿cuáles son los modelos de gobierno corporativo aplicados en diversos países?, c) ¿cuáles son los mecanismos internos y externos mediante los cuales se dirigen y controlan las corporaciones? y d) ¿cuáles son los ejes principales del debate actual sobre gobierno corporativo? En relación con estas cuestiones, en primer lugar se hace una revisión de los antecedentes del problema de la separación entre la propiedad y la administración, desde Adam Smith hasta la formulación de lo que hoy se denomina gobierno corporativo. En segundo lugar, se analizan los modelos de gobierno corporativo aplicados por Estados Unidos, Gran Bretaña, Alemania y Japón. En tercer lugar, se examinan los mecanismos corporativos, de mercado y regulatorios, utilizados para la dirección y el control de las corporaciones y, finalmente, se examinan algunas cuestiones importantes que integran el debate actual acerca del gobierno corporativo.

PALABRAS CLAVES: Gobierno Corporativo, Gobernanza, Control Corporativo

INTRODUCCIÓN

Con la denominación gobierno corporativo se debate, desde hace dos décadas, un problema que no es nuevo en la economía empresarial y que ya había sido advertido por Adam Smith hace más de dos siglos. Se trata del conflicto de intereses originado en la separación entre la propiedad y la administración. Este conflicto se profundiza a partir de mediados de la década de 1940, con el aceleramiento del proceso de globalización, motorizado por el crecimiento económico mundial, el desarrollo tecnológico, la mundialización de la banca, la expansión de las grandes corporaciones transnacionales y el desarrollo de los mercados financieros internacionales. En la década de 1970, desde una visión contractual de la firma, se plantea el problema como asimetría de información entre los mercados y las empresas, es decir, entre los bancos, inversores y tenedores de bonos y acciones, por un lado y los administradores, por el otro. Esta asimetría puede darse antes del contrato como después del mismo. En el primer caso, se originan problemas de selección adversa, cuya resolución se propone desde los modelos de señalización de deudas y acciones y de monitoreo o detección. En el segundo caso, problemas de agencia, cuya resolución se propone desde los modelos de costos de agencia, stakeholders y estrategia corporativa. En la segunda mitad de la década de 1980, con la expresión gobierno corporativo se inicia el estudio del problema de manera más global, incluyendo a toda la firma y no sólo a las finanzas. Se analizan los mecanismos internos y externos mediante los cuales se dirigen y controlan las corporaciones. Muchos países sancionan códigos para el buen gobierno o las buenas prácticas corporativas.

El propósito de este trabajo es presentar una aproximación al estado del debate acerca de lo que, en la literatura y en la práctica empresarial, se denomina gobierno corporativo. Se abordan cuatro cuestiones: a) ¿cuáles son los antecedentes del gobierno corporativo como fenómeno?, b) ¿cuáles son los modelos de gobierno corporativo aplicados en diversos países?, c) ¿cuáles son los mecanismos internos y externos mediante los cuales se dirigen y controlan las corporaciones? y d) ¿cuáles son los ejes principales del debate actual sobre gobierno

corporativo? En relación con estas cuestiones, en primer lugar se hace una revisión de los antecedentes del problema de la separación entre la propiedad y la administración, desde Adam Smith hasta la formulación de lo que hoy se denomina gobierno corporativo. En segundo lugar, se analizan los modelos de gobierno corporativo aplicados por Estados Unidos, Gran Bretaña, Alemania y Japón. En tercer lugar, se examinan los mecanismos corporativos, de mercado y regulatorios, utilizados para la dirección y el control de las corporaciones y, finalmente, se examinan algunas cuestiones importantes que integran el debate actual acerca del gobierno corporativo.

1. Antecedentes

¿Cuáles son los antecedentes del gobierno corporativo como fenómeno? En este apartado abordamos esta cuestión. Las empresas se desarrollan con el capitalismo. Con la división del trabajo y la delegación de poder para tomar decisiones, hacia administradores distintos a los propietarios, se origina el problema de separación entre la propiedad y la administración, que tempranamente es advertido por Adam Smith cuando, refiriéndose a las empresas por acciones, sostiene que “De los directores de tales compañías, sin embargo, siendo los administradores del dinero de otros y no del suyo propio, no puede esperarse que ellos lo vigilen con la misma ansiosa diligencia con la cual los socios en una sociedad privada frecuentemente vigilan el suyo propio” (Smith, 1999, libro 5, cap.1). En forma más general, se trata de un problema de representación y de uso de poder, que también se da entre el Estado y sus organismos y la sociedad civil, como expresión del conjunto de ciudadanos de un país. Éstos entregan poder a sus representantes (administradores) para que gobiernen a favor de aquellos (propietarios), pero esto no siempre ocurre. El vocablo francés *gouvernance* aparecido en el siglo XV y su equivalente anglosajón *governance* de fines del siglo XVII, circulan habitualmente como referencia a este ejercicio de poder y a las actividades de gobierno.

El problema de *governance* resurge con fuerza en la década de 1970, en un contexto de crisis e incertidumbre a escala mundial, generadas -entre otros hechos- por el proceso de globalización, la declinación del *welfare state* y su reemplazo por el neoliberalismo, las crisis del petróleo, el cambio del modo de producción, la desregulación económica mundial, la

formación de los mercados financieros globales, la libre circulación de los capitales financieros internacionales, el endeudamiento de los países no desarrollados, la debilidad de las democracias en estos países, el avance de los movimientos sociales de protesta y de reivindicación de derechos civiles, políticos y sociales, y la agudización del problema de la pobreza en el mundo, tras un largo período de crecimiento económico mundial, que aumenta la brecha entre países pobres y ricos Agüero (2008). Los estudios de gobernabilidad democrática se inician con el Informe de la Comisión Trilateral de 1975. En el campo de los negocios privados, el problema de la separación entre propiedad y administración, tempranamente planteado por Smith en 1776, es retomado en 1932 por Berle y Means (1932), tras la crisis de 1929 del Mercado de Valores de New York. En este contexto, estos autores comparten la posición de Smith y consideran inviables las compañías donde se da aquella separación. Más tarde, Coase (1937) se refiere a este problema definiendo a la firma como un conjunto de contratos. Esta teoría contractual de la firma es el marco del debate que se instala en la década de 1970 en torno al problema de la información y el control de las firmas, en un contexto de crisis e incertidumbre.

En un trabajo pionero, Fama (1970) demuestra cómo el precio de los activos en los mercados financieros reflejan toda la información disponible y esto constituye una medida de la eficiencia de los mercados. ¿Todos los que operan en los mercados tienen la misma información? Akerlof (1970) estudia la posición asimétrica respecto a la información disponible que se da en un mercado de automóviles usados, donde vehículos de buena y mala calidad se venden al mismo precio, debido a que los compradores no disponen de la información como para analizar la calidad de los vehículos que compran. De esta manera, se produce una situación de selección adversa, porque los productos que se compran o contratan son los de menor calidad, debido al problema de información asimétrica. Los administradores de las firmas cuentan con mejor información que los accionistas, acreedores, inversores, clientes y proveedores y, por lo tanto, éstos tienen también antes del contrato un problema de selección inversa. ¿Cómo se soluciona? Se han propuesto dos soluciones. Spence (1973) propone la señalización como mecanismo para contratar a los mejores trabajadores. Ross (1977)

desarrolló un modelo de señalización emitiendo deudas, mientras que Myers y Maluf (1984) lo hicieron emitiendo acciones. Por su parte, Stiglitz y Weiss (1981) proponen la detección como mecanismo en un estudio del mercado bancario.

La asimetría de información puede surgir después del contrato. En este caso existe un problema de agencia: Una parte actúa como principal, mientras que otra lo hace como agente. Es la relación que se da, por ejemplo, entre propietarios y administradores, productores y distribuidores, empresas y empleados, bancos y prestamistas. Puede darse aquí problemas de acciones ocultas, también conocido como riesgo moral, o de información oculta. Jensen y Meckling (1976) estudian este problema en las corporaciones norteamericanas y elaboran un modelo de costos de agencia según el cual el principal debe asumir determinados costos para poder ser beneficiado con las decisiones de los agentes. Estos costos se refieren a los gastos de monitoreo que realiza el principal, a los incentivos pagados a los agentes, a la pérdida residual causada por éstos en virtud de decisiones y acciones divergentes con los intereses del principal y a los gastos relacionados con la quiebra o reorganización de la firma. Estudios posteriores demuestran que el interés de los propietarios depende también de otros intereses relacionados con los empleados de la firma, los clientes, proveedores, inversores, acreedores, asociaciones, cámaras, gobiernos locales y organizaciones de la sociedad civil. Esto amplía la mirada del problema, que había quedado reducida sólo a la relación principal-agente. Freeman (1984) utiliza por primera vez el término stakeholders para referirse a quienes pueden afectar o ser afectados por las actividades de una empresa. Éstos constituyen grupos de interés o grupos interesados en las actividades de una empresa. Por tanto, son parte interesada y pueden influir en las decisiones de la empresa o ser afectados por ellas. Titman (1984) aplica la teoría de los costos de agencia a la relación entre la empresa y sus clientes y la empresa y sus trabajadores, demostrando cómo el aumento de deuda aumenta el riesgo de quiebra y por lo tanto puede afectar la demanda de productos que requieren servicios técnicos futuros disponibles, mientras que los trabajadores pueden exigir salarios más altos ante el riesgo de quiebra de la empresa. La teoría de la coinversión de los stakeholders sostiene que algunas empresas prefieren endeudarse menos que otras, para disminuir este riesgo y atraer en cambio

la valiosa participación de los stakeholders en las inversiones. Esta posición no es compartida por Jensen (1986), quien extiende los costos de agencia a los flujos libres de caja, recomendando el endeudamiento para disminuir dichos costos. Este efecto endeudamiento hace que los administradores y propietarios se inclinen por estrategias de producción e inversión más agresivas. Brander y Lewis (1986) y otros autores estudian este uso del endeudamiento con fines estratégicos, fundamentando lo que se conoce como teoría de la estrategia corporativa. Esta teoría explica el papel de las estrategias corporativas en relación a los mercados de bienes y factores de producción y a las decisiones de financiamiento y producción. La posición competitiva de una empresa en el mercado explica el tipo de estrategia que adopta la misma y, a su vez, explica también el tipo de financiamiento y de estructura de producción de la empresa.

Los problemas vinculados a la información y al control de las corporaciones se agudizan en la década de 1980, por la expansión e integración de los mercados financieros internacionales, la consolidación del proceso de globalización y la constitución del nuevo orden mundial. A finales de la década de 1980 y principios de la década de 1990, el problema de información y control de las corporaciones comienza a ser abordado como un problema de gobierno corporativo. El tema atrae la atención de los hombres de negocios, de los investigadores y se difunde con un interés creciente en la prensa popular y especializada. Los mercados y las corporaciones constituían el eje del nuevo orden económico y político instalado en el mundo. Esto implica la profundización de los problemas de asimetría de información, selección adversa, información oculta, riesgo moral, costos de agencia, stakeholders y estrategia corporativa. El eje de la discusión se centra en la identificación de lo que deberían considerarse buenas prácticas corporativas. El Informe Cadbury, publicado en Gran Bretaña en 1992, es el primer antecedente en este sentido. En otros países se producen informes similares: En Canadá el Informe Dey (1993), en Francia el Informe Viénot (1995), en Holanda el Informe Peters (1997), en España el Informe Olivencia (1998) y en Bélgica el Informe Cardon (1998). En 1999, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico aprueba los Principios, destinados a "asistir a los gobiernos de países miembros y no miembros en sus

esfuerzos por evaluar y mejorar los marcos legal, institucional y normativo sobre el gobierno corporativo en sus países, así como proporcionar directivas y sugerencias para las bolsas de valores, los inversionistas, las sociedades y otras partes implicadas en el proceso de desarrollo de buenas prácticas de gobierno corporativo” OCDE (1999).

2. Modelos de gobierno corporativo

¿Cuáles son los modelos de gobierno corporativo aplicados en diversos países? En líneas generales, hay dos grandes enfoques: uno orientado al mercado y a obtener valor para los accionistas o shareholders y otro orientado a las relaciones y a obtener valor para un grupo más amplio de interesados o stakeholders. Se trata, en síntesis, de dos enfoques básicos de gobierno corporativo: el modelo de mercado y el modelo de relaciones. El primero se aplica en Estados Unidos, Gran Bretaña, Canadá, Australia, Nueva Zelanda y en algunos países en desarrollo que lo han adoptado. El segundo en países como Alemania y Japón. Ambos modelos se basan en diferentes supuestos teóricos e ideológicos. El modelo de mercado pone su acento en los mercados de capitales y en la creación de riqueza para los tenedores de acciones. Se basa fundamentalmente en la teoría de la agencia y en los mecanismos de señalización y de detección o monitoreo por el mercado. Esto supone un tipo de gobierno corporativo basado en mecanismos de mercado y de control de las corporaciones, orientado a proteger principalmente el derecho, la propiedad y el interés de los accionistas. Por su parte, el modelo de relaciones pone su acento en las relaciones entre los diferentes grupos de interesados en las corporaciones y entre éstas y los gobiernos locales, los mercados y la sociedad civil. Se basa principalmente en la teoría de stakeholders y supone un tipo de gobierno corporativo basado en mecanismos de control interno y de regulación de las corporaciones, orientado a proteger no sólo el derecho y el interés de los accionistas, sino también de los consumidores, empleados, proveedores, gobiernos locales y sociedad civil. Sin embargo, hay algunas diferencias hacia el interior de cada uno de estos modelos, que se basan en la dinámica interna e idiosincrasia de cada país. Un breve desarrollo de la experiencia inglesa, norteamericana, alemana y japonesa, nos permitirá observar estas diferencias.

2.1. El modelo inglés

En Inglaterra se desarrolla la forma corporativa de empresas. Se denomina corporación a las sociedades anónimas inglesas de los siglos XVII y XVIII. Un ejemplo es The East India Company, reconocida legalmente en 1600. Tenía una corte de propietarios y una corte de directores, lo que equivale actualmente a la asamblea de accionistas y el directorio. En 1760 se crea la Bolsa de Londres y en 1844 se establece que todo negocio con más de 25 participantes debía organizarse como corporación. En 1855 se autorizan las sociedades con responsabilidad limitada, cuyo número aumenta de 65.000 a 1.100.000 entre 1914 y 2002 Cadbury (2002). Una característica de este país es el desarrollo de un mercado de control corporativo basado en transacciones bursátiles y tomas de control o takeovers, Mayer (2000). Las tomas de control pueden ser hostiles, cuando son resistidas por los ejecutivos o el personal. Por ejemplo, en 1985 y 1986, de 325 tomas de control, 80 fueron hostiles, Franks y Mayer (1996). Para Jensen (1993), esto se debe a la falla de los mecanismos de control interno, que son ineficientes para evitar los excesos de los administradores. Otra característica es la alta dispersión de la propiedad de las empresas británicas. El bloque mayoritario de accionistas no supera el 10%, mientras que en los países europeos continentales está entre 40% y 50%, Mayer (2000). Los accionistas mayoritarios son fondos de pensiones y compañías de seguros. Los bancos no controlan a las corporaciones, pero en las emisiones de bonos y acciones los bancos de inversión exigen cambios en las prácticas de los administradores.

2.2. El modelo norteamericano

En 1792 se crea la Bolsa de Nueva York, que luego se transforma en el mercado de valores más importante del mundo. Sin embargo, recién después de la guerra de secesión (1861-1865) se inicia un período de fuerte expansión económica. La feroz competencia alimenta la formación de carteles, trusts y holdings. Los carteles son prohibidos en 1890 y más tarde los trusts, en cambio los holdings generan la primera ola de fusiones entre 1895 y 1905, que involucra al 35% de empresas industriales. Esto genera monopolios de hecho. Empresas como Standard Oil, DuPont y American Tobacco, son obligadas luego a dividirse. La integración vertical genera la segunda ola de fusiones en la década de 1920. Tras la crisis de

1929, se crea la Securities and Exchange Commission en 1934, con funciones de regulación y disciplinamiento; se separan los bancos comerciales de los bancos de inversión y se prohíbe a los bancos la tenencia de acciones de empresas. En 1950 se prohíbe la integración vertical y horizontal de empresas y esto genera la tercera ola de fusiones, en búsqueda de diversificación y de formación de conglomerados. La cuarta ola de fusiones se produce en la década de 1980, mediante takeovers hostiles acompañadas de leverage. Esto produce un aumento de productividad del 3.3% anual promedio y genera un reacomodamiento de las industrias, Jensen (1993). Hacia fines de la década de 1980, el exceso de pagos con opciones sobre acciones a gerentes y directores, el aumento de quiebras, la desaparición del mercado de bonos basura y la restricción legal de los takeovers, provocan el cierre del mercado de control corporativo. En la década de 1990 desaparecen los takeovers y se pone el acento en los sistemas de compensación y medición del desempeño.

2.3. El modelo alemán

La creación del Deutsche Bank en 1870 sienta las bases del acelerado crecimiento industrial alemán y del sistema de banco principal. Los empresarios entregan a los bancos el control total o parcial de las empresas, a cambio de financiamiento. La propiedad accionaria es cruzada y los directorios están interconectados. Sin embargo, hacia 1920 las empresas se liberan del control de los bancos, Hellwig (2000), pero éstos siguen ejerciendo influencia. A comienzos de la década de 1990, los bancos eran propietarios de casi el 10% de las acciones de empresas que cotizan en bolsa, mientras que las compañías de seguro tenían cerca del 11%, Kester (1997). Las empresas que cotizan en bolsa están gobernadas por una junta de administración, integrada exclusivamente por empleados, y una junta de supervisión, integrada 50% por representantes de los trabajadores y 50% por outsiders, representantes de accionistas, ejecutivos de otras corporaciones o de instituciones financieras que tengan un interés en la empresa.

2.4. El modelo japonés

Hacia finales del siglo XIX, Japón se había convertido en una potencia económica y militar. Los zaibatsu eran grandes corporaciones monopólicas que controlaban la distribución

de sus productos y mantenían fuertes lazos con los bancos. Contaban con subsidios del Estado y exenciones impositivas. El poder lo concentraban grupos familiares. Utilizaban directorios interconectados: una misma persona podía ser miembro de varios directorios. El empleo era de por vida y generaba fuerte lealtad en los trabajadores. Se ha descrito este sistema como feudal, Kester (1997). Tras la finalización de la segunda guerra mundial, los zaibatsu son reemplazados por los keiretsu, que funcionan alrededor de un banco principal, con propiedad accionaria cruzada y directorios interconectados. Las relaciones muy cercanas entre los grandes bancos y empresas, el uso eficiente del ahorro proveniente de los excedentes económicos, la alta calidad de los clientes y el bajo riesgo de crédito, constituyen la base del acelerado crecimiento económico japonés. El banco principal es el mayor prestamista de las empresas y es propietario a su vez de casi el 10% de las acciones. Tiene acceso a la información, monitoreo y control de las empresas y éstas poseen entre sí la propiedad cruzada o recíproca de las acciones. En la década de 1990 se reduce el rol de los bancos y aumenta la participación de los mercados de bonos y acciones.

3. Mecanismos de gobierno corporativo

¿Cuáles son los mecanismos internos y externos mediante los cuales se dirigen y controlan las corporaciones? Los estudios realizados sobre gobierno corporativo permiten identificar varios de estos mecanismos. Jensen (1993) los clasifica en cuatro tipos: a) los mercados de control corporativo, b) el sistema legal, político y regulatorio, c) los mercados de factores y productos y d) los sistemas de control interno. Sin embargo, este autor descalifica al sistema legal, político y regulatorio, sosteniendo que no puede controlar la ineficiencia de los gerentes. Subestima también a los sistemas de control interno y se inclina por los mecanismos de control de los mercados. No obstante, La Porta y otros (1997) demuestran cómo distintos sistemas legales, políticos y regulatorios, producen distintos tipos de gobierno corporativo. Otros autores, Denis (2001); Allen y Gale (2001) incorporan a los sistemas de control interno, los sistemas de compensación a los ejecutivos, la estructura de propiedad y los niveles de endeudamiento. A continuación se examinan los mecanismos de gobierno corporativo, agrupándolos en internos y externos.

3.1. Mecanismos internos

Entre los mecanismos internos de gobierno corporativo, las investigaciones realizadas focalizan su atención en las juntas directivas o directorios, los sistemas de compensación o remuneración de ejecutivos, la estructura de propiedad y el endeudamiento. Se exponen brevemente cada uno de estos mecanismos.

3.1.1. Las juntas directivas o directorios

Este mecanismo es el más extendido y conocido. Para Fama y Jensen (1983) es una solución eficaz al problema de agencia. Sin embargo, es un mecanismo subvalorado por la teoría de la agencia, que pone el acento en los ejecutivos o gerentes. Por delegación de los accionistas, las juntas o directorios monitorean y controlan el desempeño de los gerentes, aprueban y monitorean los planes de largo plazo y contratan, despiden y fijan la remuneración de los gerentes y del personal. Una parte o la totalidad de las juntas o directorios pueden ser independientes. Algunos directores pueden tener funciones ejecutivas. Las juntas o directorios de hecho pueden ser manipuladas por los gerentes, por falta de preparación de sus miembros, por falta de información, por falta de independencia o por alguna otra razón. Jensen (1993) prefiere outsiders o directores externos independientes. No obstante, estudios recientes sobre la relación entre la composición de las juntas o directorios y el desempeño de la firma muestran resultados contradictorios y no son concluyentes, Hermalin y Weisbach (2001); Bhagat, Sanjai y Black, (2002). En Estados Unidos las juntas son dominadas por los gerentes. En Japón teóricamente los accionistas tienen más poder que en Estados Unidos, pero en la práctica es alta la discrecionalidad de los gerentes. No obstante, la afiliación a un banco principal y la concentración de la propiedad favorecen un mejor control de los gerentes. En Alemania el sistema de doble junta, una de administración y otra de supervisión, preserva mejor el derecho de los accionistas. De todas maneras, los estudios realizados para relacionar el control de los gerentes con el desempeño de las firmas tampoco muestran resultados concluyentes, Kaplan, (1997).

3.1.2. Los sistemas de compensación o remuneración

La teoría de la agencia sostiene el modelo de principal-agente, según el cual la compensación a los gerentes es una función del desempeño y valor de la firma en el mercado. Recomienda asignar derechos de propiedad a los gerentes, mediante opciones sobre acciones y bonos sobre el precio de las acciones. Los estudios realizados muestran cómo los gerentes manipulan los resultados y el precio de las acciones, para obtener mayores compensaciones. Igualmente llevan a cabo proyectos riesgosos, con el fin de incrementar las ganancias de la firma o bien ocultan las pérdidas generadas por los mismos. Ejemplos de estas maniobras son los casos Worldcom y Enron en Estados Unidos. Murphy (1999) muestra las elevadas compensaciones de los ejecutivos norteamericanos en relación a las empresas japonesas y europeas, sin que necesariamente las empresas norteamericanas muestren un desempeño superior. Jensen, el principal impulsor del pago de incentivos a los ejecutivos norteamericanos, responde a las críticas sugiriendo que no se efectivicen los pagos de incentivos hasta tanto no se pruebe el valor real de los beneficios, Jensen (2001).

3.1.3. La estructura de propiedad

Si los propietarios administran no hay costos de agencia y si la propiedad está concentrada, aumenta el control y se reducen los problemas de agencia. El desarrollo y complejidad de las organizaciones demuestra que esto no siempre es posible. Los beneficios de la especialización son innegables cuando las organizaciones aumenten su tamaño y, por otra parte, no siempre los requerimientos adicionales de capital pueden ser asumidos por los propietarios. Además, la concentración de la propiedad deja de lado los beneficios de la diversificación y distribución del riesgo. En Estados Unidos, los bloques mayoritarios de accionistas con poder de decisión representan sólo el 5% del total de las acciones en circulación, en Inglaterra el 10% y en Europa continental de 40% al 50%. En un estudio de las 20 corporaciones más grandes de 27 países desarrollados, La Porta y otros (1999) descubren que más del 60% de las empresas tiene la propiedad concentrada y que, en el 50% de los casos, son controladas por grupos familiares o por el Estado. En estas familias hay poca separación entre propiedad y administración.

3.1.4. El endeudamiento

Jensen formuló la tesis de que a mayor deuda, menor margen para utilizar el flujo de caja de la empresa en forma ineficiente, Jensen (1986). El mecanismo del endeudamiento se utilizó en Estados Unidos en la década de 1980, para las compras apalancadas y capitalizaciones de empresas. Como mecanismo de gobierno corporativo, el endeudamiento es eficaz en la medida que haya protección del derecho de los acreedores. Esto crea sin embargo un conflicto de agencia entre los accionistas y los acreedores, ya que las leyes comerciales privilegian el pago de intereses antes que el pago de dividendos. De todas maneras, el endeudamiento es un mecanismo transitorio de gobierno corporativo que se aplica en empresas que requieren un cambio drástico y rápido de sus prácticas ejecutivas.

3.2. Mecanismos externos

Entre los mecanismos externos de gobierno corporativo, las investigaciones realizadas centran la atención en los sistemas legales, políticos y de regulación, los mercados de control corporativo, y los mercados de factores y productos. Se exponen brevemente cada uno de estos mecanismos.

3.2.1. Los sistemas legales, políticos y de regulación

En el marco de la teoría contractual de la firma y de la problemática de la agencia, Meckling y Jensen (1976) sugieren ya a mediados de la década de 1970, la protección de los derechos de los inversores en bonos y acciones, mientras que Grossman y Hart (1986), a comienzos de la década de 1980, refuerzan esta idea al analizar los costos y beneficios de los derechos residuales de propiedad. La Porta y otros (1999), en un estudio realizado de 49 países con distintas tradiciones legales, muestran cómo los países protegen de manera diversa y en grados diferentes a los inversores. En general, en los países con sistemas legales de origen civil, la protección de los inversores es más débil, mientras que es más fuerte en países con sistemas legales de origen común. Entre los primeros, se encuentran los países europeos continentales; entre los segundos, los países anglosajones. La poca protección a los inversores se compensa con una mayor concentración de la propiedad de las empresas, mientras que los países con mayor protección a los inversores se caracterizan por una gran dispersión de la

propiedad. En los países con mayor protección a los inversores, los mercados de bonos y acciones tienen más empresas inscritas por habitante y realizan más emisiones primarias de títulos, en tanto que las empresas distribuyen más dividendos y la cotización de los papeles es más alta. Esto demuestra la importancia de los sistemas legales, políticos y de regulación en materia de gobierno corporativo.

3.2.2. Los mercados de control corporativo

Si los mecanismos internos de gobierno corporativo y las leyes y regulaciones externas fallan en orientar las decisiones y acciones de los administradores hacia el objetivo de crear valor, los operadores de mercado pueden tener oportunidades de ganancia con la situación. Esto puede derivar en reemplazos de gerentes y reorganizaciones de empresas. Los mercados pueden jugar de esta manera un papel importante en el disciplinamiento de los administradores y en la creación de valor para los accionistas. Los mecanismos pueden ser las alianzas y acuerdos entre accionistas, las fusiones y adquisiciones amistosas o bien los takeovers hostiles. Si bien los takeovers hostiles pueden tener efectos disuasivos para los administradores, también pueden provocar su atrincheramiento. Los administradores disponen de varias alternativas para resistir, por ejemplo, emitir acciones a menores precios, elegir escalonadamente a los miembros de las juntas directivas o directorios, o concentrar el control mediante capitalizaciones de acciones. Los takeovers hostiles son característicos sólo de Estados Unidos e Inglaterra. Sin embargo, hacia fines de la década de 1990, también se dan en Europa continental.

3.2.3. Los mercados de factores y productos

La competencia en los mercados de factores y productos obliga a los administradores a elevar los niveles de productividad y eficiencia de las corporaciones. Si no lo hacen, sostiene Jensen (1993), pueden afectar el valor de las acciones en el largo plazo. No obstante, varios estudios, Hart (1983); Scharfstein, (1988) y otros, demuestran que la competencia puede tener efectos negativos en los gerentes en términos de incentivos, debido a que obliga a la reducción de costos, incluyendo la propia retribución de los gerentes. De todas maneras, estos mismos

estudios demuestran también que sólo los gerentes eficaces tienen éxito, asegurando la supervivencia de la firma en el largo plazo.

4. El debate actual sobre gobierno corporativo

Para desarrollar la última parte de este ensayo, centramos nuestra atención en algunos interrogantes claves: ¿cuáles son los ejes principales del debate actual sobre gobierno corporativo?, ¿por dónde pasa el debate?, ¿cuáles son los temas que interesan?, ¿a quiénes interesan estos temas? y ¿por qué interesan estos temas y no otros? Los autores que fuimos citando en este ensayo ponen el acento en varios temas que, indudablemente, tienen una gran importancia en el debate actual sobre gobierno corporativo. Otros autores de publicaciones más recientes, centran su interés en otros temas, que cobran vigencia a la luz de hechos que son de conocimiento público y que han tenido una fuerte repercusión en el mundo político y de negocios, además de amplia difusión por los medios de comunicación social. Podemos agrupar analíticamente estos temas en cinco grandes ejes: el conflicto de intereses, el problema de la información, el problema de la medición, el problema del control y la cuestión de los valores. Nos referimos brevemente a cada uno de ellos.

4.1. El conflicto de intereses

En una organización, y fuera de ella también, todos sus miembros persiguen intereses diversos que, en la mayoría de los casos, colisionan unos con otros. El conflicto es un elemento constitutivo de las organizaciones, como lo es también de toda formación social. Las corporaciones o empresas tienen esta misma impronta. Al ser un elemento constitutivo, el conflicto siempre está presente o latente en las corporaciones. En este ensayo, partimos de un conflicto inicial advertido por Smith en 1776 y fuimos avanzando por otros que se fueron acumulando, en un proceso de creciente grado de complejidad de las corporaciones. Podemos intentar expresar el estado actual de conflicto de intereses de las corporaciones, con una pregunta sencilla pero difícil de responder: ¿a quiénes benefician o perjudican las corporaciones con sus operaciones? La trayectoria del debate en este tema ha transitado al menos por cuatro formas de manifestación del conflicto de intereses: propiedad-administración, accionistas-stakeholders, dividendos-empleo y economía-sociedad.

La primera forma es la que vislumbró Smith y se refiere a la separación y conflicto de intereses entre quienes son propietarios y quienes sólo administran un negocio. Este conflicto subsiste en la actualidad, a pesar de los esfuerzos por resolverlo con la teoría de la agencia. Su máximo exponente, Michael Jensen, ha publicado sucesivos trabajos tratando de contestar a sus críticos o realizando nuevos aportes para explicar las contradicciones que fueron mostrando varios estudios empíricos. Brecht, M. y otros (2002) critican a la teoría de la agencia el supuesto poco realista de que las ganancias y los precios de las acciones no pueden manipularse. B. S. Frey, citado por Hilb (2007), cuestiona el hecho de que fue construida exclusivamente sobre la motivación extrínseca y que, además, sólo tiene en cuenta los intereses de los ejecutivos y accionistas, y no las necesidades de los empleados, los clientes o el medio. Aguilera y Jackson (2003), por su parte, sostienen que no tiene en cuenta las diferencias claves que existen entre países.

La segunda forma hace referencia a dos concepciones antagónicas respecto a quiénes deben beneficiar las corporaciones. La posición tradicional que predomina en los hombres de negocios y académicos es limitar este derecho a los accionistas. Otra posición que va ganando terreno cada vez más es la de ampliar este derecho a los stakeholders: los trabajadores, la comunidad, los consumidores, la gerencia, los accionistas y los acreedores. A favor de los accionistas se argumenta que a) los otros stakeholders pueden proteger mejor sus derechos mediante contratos y que b) los accionistas entregan sus activos a la empresa y están en desventaja respecto a los proveedores de insumos, trabajo, servicios, entre otros, que conservan el control de sus activos productivos y tienen más poder de negociación. Jensen (2001) sostiene que beneficiar a los accionistas implica aumentar el valor de la firma a largo plazo. En este sentido, critica el enfoque de stakeholders porque agudiza el problema de agencia, ya que los gerentes no saben cuándo beneficiar a uno o a otros o en qué medida, afectando la rendición de cuentas y aumentando la discrecionalidad de los gerentes. Una crítica similar hace Sternberg (1999), sosteniendo que las decisiones en el enfoque de stakeholders se basan en la posición estrictamente ética que asuman los gerentes. ¿Supone Sternberg que beneficiar exclusivamente a los accionistas no es en sí misma una posición

ética? Por otra parte, a favor de los stakeholders, sostiene Zingales (1997) que los accionistas delegan el control en las juntas o directorios para que velen por el valor de la firma y de los intereses de todos los stakeholders, no sólo de los accionistas.

La tercera forma hace referencia al pago de dividendos a los accionistas aun a costa de despidos o pérdidas de empleo del personal. Es decir, priorizar el interés de los accionistas o la estabilidad en el empleo del personal. Un estudio de Yoshimori (1995) pone de manifiesto la contraposición entre las firmas japonesas y europeas continentales, que priorizan el empleo, por un lado, y por el otro, las firmas norteamericanas e inglesas, que priorizan el pago de dividendos a los accionistas, aun a costa de despidos del personal. La cuarta forma tiene una gran actualidad y se refiere a la tensión básica entre proteger el interés exclusivamente económico de las corporaciones o proteger también los intereses de la sociedad. En este caso, como en el caso de la protección del empleo, se trata de formas particulares del conflicto general entre accionistas y stakeholders. El estudio de Yoshimori también indagó sobre este tema, arribando a conclusiones similares al caso anterior. Los gerentes de corporaciones japonesas, alemanas y francesas se inclinan por el modelo stakeholders, que incluye no sólo la protección del interés de los accionistas, sino también de los intereses de la sociedad, mientras que los gerentes de corporaciones norteamericanas e inglesas se inclinan por proteger el interés exclusivamente económico de los inversores. Este conflicto de intereses entre la economía y la sociedad es la base del debate por el cambio climático, la destrucción de la capa de ozono y la contaminación ambiental.

4.2. El problema de la información

Este tema es el que muestra la importancia del gobierno corporativo como consecuencia de los escándalos empresariales que tomaron estado público en Estados Unidos y que involucraron a firmas de primera línea como Enron, Worldcom, Global Crossing y Arthur Andersen. Taylor (2003) habla de crisis de confianza pública en la economía en general y en los ejecutivos de empresas en particular. Atribuye esta crisis a cuatro razones: a) el espejismo creado por la especulación financiera y los avances tecnológicos, b) los escándalos en los gobiernos corporativos de empresas norteamericanas, c) la creciente separación entre la

economía y la sociedad, y la orientación al rendimiento financiero especulativo de corto plazo y d) la falta de integridad y corrupción legitimada de los directores, ejecutivos y auditores de empresas. Después de los escándalos y como consecuencia de la pérdida de confianza pública en la información, el gobierno norteamericano terminó con la autorregulación de la profesión contable, reguló el funcionamiento de las firmas de auditoría, estableció procedimientos contables y de auditoría mucho más rigurosos y fijó responsabilidades penales específicas para los gerentes que manipulen o falseen la información financiera.

4.3. El problema de la medición

Otro problema crucial es cómo medir la eficacia y la eficiencia de los gobiernos corporativos. Para el enfoque orientado a los accionistas, el desempeño de un gobierno corporativo es eficaz y eficiente cuando crea valor de largo plazo para los accionistas. El mejor instrumento para medir este valor es el precio de mercado de las empresas. Sin embargo, los problemas de información y los escándalos por fraude y falsedad han afectado profundamente la credibilidad de este instrumento y el precio de las acciones ya no es confiable como medida de desempeño corporativo. Para el enfoque orientado a los stakeholders, el desempeño de un gobierno corporativo se mide cualitativamente y en base a varios indicadores. Esto torna engorrosa la medición y dificulta la comparación entre distintos períodos inscriptos en contextos específicos.

4.4. El problema del control

Si son difíciles de administrar los conflictos de intereses en las corporaciones y difíciles de resolver los problemas de información y de medición del desempeño, mucho más difíciles de resolver aun son los problemas de control. ¿Quién controla a quién? Cuando decimos quién la literatura señala tres posibilidades: la propia corporación, el mercado o las instituciones públicas. ¿Puede una corporación controlarse a sí misma? La respuesta de Jensen y otros autores con orientación a los accionistas sería un contundente no. La respuesta de autores con orientación a los stakeholders sería un contundente sí. Para cada una de estas posiciones hay argumentos y también críticas. Los escándalos que afectaron la confianza pública en Estados Unidos parecen inclinar la balanza a favor del modelo de stakeholders. ¿Cuál es papel de los

mercados y de las instituciones públicas? Aquí se separan aún más el modelo norteamericano e inglés y el modelo japonés y europeo continental, porque responden a distintas historias y tradiciones. Los mercados con alta dispersión de la propiedad tienen problemas para controlar a las corporaciones. Este es el caso de los países anglosajones y por eso un país que tiene la economía más desarrollada del mundo no puede evitar los escandalosos casos de fraude y falseamiento de información entregada a los mercados. Por eso también este mismo país apela al control institucional del Estado y al control que puede realizar la profesión contable. Obviamente, puede aplicarse una de las tres alternativas o combinarlas de varias maneras.

4.5. La cuestión de los valores

Tanto los problemas de asimetría de la información, selección adversa, costos de agencia y riesgo moral, como la pérdida de confianza pública, la corrupción legitimada, el espejismo especulativo de los mercados y la creciente brecha entre la economía y la sociedad, contribuyeron en conjunto a instalar en la agenda pública y en los ambientes políticos, de negocios y académicos, la cuestión de los valores en los gobiernos corporativos, especialmente vinculados a la ética empresarial, la responsabilidad social empresaria y la ciudadanía empresarial. Varios autores abordan esta cuestión, por ej. Murphy (1988); Miles (1993); Francés (2004), entre otros. Se trata de volver a reconciliar a las empresas con la sociedad, a la economía con la política y la filosofía, al mundo de los negocios con el mundo de vida.

CONCLUSIÓN

El gobierno corporativo es un campo de estudio de gran interés, importancia y actualidad. Sus efectos sobre la sociedad y la economía son evidentes. La protección de los inversores es tan importante como la protección de la sociedad y los ciudadanos. Desde la década de 1970, se han realizado importantes contribuciones en este tema. No obstante, el camino recién se inicia y con fuertes turbulencias que han impactado en el imaginario social. Los sistemas sociales se construyen sobre la base de la confianza mutua entre sus miembros. Requieren un

alto grado de transparencia y sinceridad. Es difícil construir sobre el engaño y la estafa. Tampoco se puede sostener un sistema sobre la base de incentivos monetarios como era el sueño de los teóricos de la agencia. Las crisis dejan grandes enseñanzas. Tras los escándalos que sacudieron a los países desarrollados, es difícil sostener que los mercados resuelven los problemas de gobierno de las corporaciones y es difícil igualmente sostener que las propias corporaciones son capaces de autorregularse. Se hace necesaria la acción controladora del Estado.

BIBLIOGRAFÍA

- AGÜERO, J. O. (2008) *Globalización, finanzas sociales y microfinanzas*. Buenos Aires. Editorial Dunken.
- AGUILERA, R. V. y JACKSON, G. “*The cross-national diversity of corporate governance: dimension and determinants*”, *Academy of Management Review*, v.28, N°3. 2003.
- AKERLOF, G. (1970) “*The market of lemons: quality uncertainty and the market mechanism*”, *Quarterly Journal of Economics*, N°84.
- ALLEN, F. y GALE, D. (2000) *Corporate governance and competition*. Cambridge University Press.
- ALLEN, F. y GALE, D. (2001) *Corporate governance*. The MIT Press.
- BERLE, A. y MEANS, G. (1932) *The modern corporation and private property*. reedición de Transaction Publishers, 1991.
- BHAGAT, S. y BLACK, B. (2002) “*The non-correlation between board independence and long-term firm performance*”, *Journal of Corporation Law*, v.27.
- BOLTON, P. y SCHARFSTEIN, D. “*A theory of predation based on agency problems in financial contracting*”, *American Economic Review*, N°80. 1990
- BRANDER, J. y LEWIS, T. “*Oligopoly and financial structure: the liability effect*”, *American Economic Review*. (1986)

BRANDER, J. y LEWIS, T. (1988) "*Bankruptcy costs and the theory of oligopoly*", Canadian Journal of Economics, N°2.

BRECHT, M. et al. (2002) "*Corporate governance and corporate control*", ECH Working Paper Series in Finance, 2.

CADBURY, A. (2002) *Corporate governance and chairmanship: a personal view*, Oxford University Press.

COASE, R. (1937) "*The nature of the firm*", *Económica*, v.4.

DENIS, D. K. "*Twenty-five years of corporate governance research...and counting*", Review of Financial Economics, v.10. 2001

FAMA, E. (1970) "*Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*", The Journal of Finance.

FAMA, E. y JENSEN, M. (1983) "*Separation of ownership and control*", Journal of Law and Economics, v.26.

FRANCÉS, P. (2004) *Ética de los negocios. Innovación y responsabilidad*, Desclée De Brouwer, Bilbao.

FRANKS, J. y MAYER, C. (1996) "*Hostile takeovers and the correction of managerial failure*", Journal of Financial Economics, v.40, N°1.

FREEMAN, R. E. (1984) *Strategic management. A stakeholder approach*, Boston.

GROSSMAN, S. y HART, O. (1986) "*The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration*", Journal of Political Economy, v.94.

GUILLÉN, M. (2006) *Ética en las organizaciones. Construyendo confianza*, Pearson, Madrid.

HART, O. (1983) "*The market mechanism as an incentive scheme*", Bell Journal of Economics, v.14.

HELLWIG, M. (2000) *On the economics and politics of corporate finance and corporate control*, Cambridge University Press.

HERMALIN, B. y WEISBACH, M. (2001) "*Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literatura*", Working Paper 8161, NBER.

HILB, M. (2007) *Gobierno corporativo*, Temas-Edicon, Buenos Aires.

- JENSEN, M. y MECKLING, W. "*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*", Journal of Financial Economics, volumen 3, N°4. 1976
- JENSEN, M. "*Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*", American Economic Review Papers and Proceedings, v.76, N°2. 1986
- JENSEN, M. (1993) "*Modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems*", Journal of Finance, v.48, N°3.
- JENSEN, M. (2001) "*Value maximization, stakeholders theory and the corporate objective function*", Working Papers N°01-09, Amos Tuck School of Business at Dartmouth College.
- KAPLAN, S. (1997) *Corporate governance and corporate performance: a comparison of Germany, Japan and the United States*, Oxford University Press.
- KESTER, C. (1997) *Governance, contracting and investment horizons: a look at Japan and Germany*, Oxford University Press.
- LA PORTA, R. et al. (1998) "*Law and finance*", Journal of Finance, v.52.
- LA PORTA, R. et al. (1999) "*Corporate ownership around the world*", Journal of Finance, v.54.
- LA PORTA, R. et al. (1999) "*The quality of government*", Journal of Law, Economics and Organizations, v.55.
- LA PORTA, R. et al. (1997) "*Legal determinants of external finance*", Journal of Political Economy, v.106.
- MAKSIMOVIC, V. (1988) "*Capital structure in repeated oligopolies*", Rand Journal of Economics, N°19.
- MAYER, C. (2000) "*Corporate governance in United Kingdom*", Hume Papers on Public Policy, v.8.
- MILES, G. (1993) "*In search of ethical profits: insights from strategic management*", Journal of Business Ethics, v.12, N°3.
- MURPHY, K. (1999) *Executive compensation*, Ashenfelter, Orley y David Card, North Holland.
- MURPHY, P. E. (1988) "*Implementing business ethics*", Journal of business ethics, v.7.
- MYERS, S. y MAJLUF, N. (1984) "*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*", Journal of Financial Economics, N°13.

- ROSS, S. (1977) "*The determination of financial structure: the incentive signaling approach*", Bell Journal of Economics, N°8.
- ROTEMBERG, J. y SCHARFSTEIN, D. "*Shareholder. Value maximization and product market competition*", Review of Financial Studies, N°3. 1990
- SASIA, P. (2004) *La empresa a contracorriente. Cuestiones de ética empresarial*, Mensajero, Bilbao.
- SCHARFSTEIN, D. (1988) "*Product market competition and managerial slack*", Rand Journal of Economics, v.19.
- SCHMIDT, K. "*Managerial incentives and product market competition*", Review of Economic Studies, v.64. 1997
- SHOWALTER, D. "*Oligopoly and financial structure: comment*", American Economic Review, N° 85. 1995
- SMITH, A. (1999) *La riqueza de las naciones*, Fondo Cultura Económica, Buenos Aires.
- SPENCE, M. (1973) "*Job market signaling*", Quarterly Journal of Economics, N°87.
- STERNBERG, E. (1999) *The stakeholders concept: a mistaken doctrine*, Foundation for Business Responsibilities.
- STIGLITZ, J. y WEISS, A. (1981) "*Credit rationing in markets with imperfect information*", American Economic Review, volumen 71, N°3.
- TAYLOR, B. (2003) "*Corporate governance: the crisis, investor losses and the decline in public trust*", 6th internacional conference on corporate gobernante and board leadership, Henley.
- TITMAN, S. (1984) "*The effect of capital structure on a firm's liquidation decisions*", Journal of Financial Economics.
- WHESTSTONE, J. T. (2001) "*How virtud fits within business ethics*", Journal of Business Ethics, v.33.
- YOSHIMORI, M. (1995) "*Whose company is it? The concept of corporation in Japan and the West*", Long Range Planning, v.28.
- ZINGALES, L. (1997) "*Corporate governance*", Working Paper 6309, NBER.