



# Gobierno corporativo y desempeño en los mercados emergentes

Estudio empírico sobre la relación entre el desempeño y el gobierno corporativo de los clientes de los servicios de inversión de IFC

© International Finance Corporation 2018. Reservados todos los derechos.  
2121 Pennsylvania Avenue, N.W.  
Washington, DC 20433  
Internet: [www.ifc.org](http://www.ifc.org)

El material incluido en esta obra está protegido por los derechos de autor. Su reproducción o transmisión total o parcial sin autorización puede constituir una violación de la ley aplicable. La Corporación Financiera Internacional (IFC) no garantiza la exactitud, confiabilidad ni integridad del contenido de esta obra, ni respalda las conclusiones o juicios expresados en ella. Tampoco asume responsabilidad ni obligación alguna por ninguna omisión o error (incluidos, sin que la mención sea taxativa, errores tipográficos y técnicos) en el contenido, ni por su uso.

# Gobierno corporativo y desempeño en los mercados emergentes

Estudio empírico sobre la relación entre el desempeño y el gobierno corporativo de los clientes de los servicios de inversión de IFC



# Índice

<b>Agradecimientos</b>	<b>ix</b>
<b>Prólogo</b>	<b>xi</b>
<b>Siglas y términos clave</b>	<b>xiii</b>
<b>Resumen</b>	<b>xiv</b>
<b>1. Introducción</b>	<b>1</b>
<b>2. Metodología</b>	<b>3</b>
<b>2.1. Objetivos</b>	<b>3</b>
<b>2.2. Variables de desempeño en las empresas</b>	<b>3</b>
<b>2.3. Puntaje del gobierno corporativo</b>	<b>5</b>
<b>2.4. Muestra de empresas y recopilación de datos sobre gobierno corporativo</b>	<b>6</b>
<b>2.5. Las limitaciones del estudio y el problema de la causalidad</b>	<b>8</b>
<b>3. Hallazgos</b>	<b>11</b>
<b>3.1. Análisis del puntaje de gobierno corporativo</b>	<b>11</b>
<b>3.2. Comparaciones entre subgrupos</b>	<b>12</b>
3.2.1. Primer objetivo: Efecto de las prácticas de gobierno corporativo vigentes al momento del desembolso en el desempeño de la empresa	13
3.2.2. Segundo objetivo: Mejora de las prácticas de GC y desempeño	13
3.2.3. Tercer objetivo: Nivel promedio de las prácticas de GC y desempeño	15
3.2.4. Índice principal del GC y desempeño	16
3.2.5. Gobierno corporativo y calificación del riesgo ambiental y social	17
3.2.6. División de la muestra según las características clave del proyecto	20
<b>3.3. Priorización de los indicadores específicos del gobierno corporativo</b>	<b>23</b>
<b>4. Conclusiones y aspectos que se pueden mejorar</b>	<b>25</b>
<b>Bibliografía</b>	<b>27</b>

## Apéndices

Apéndice A. Análisis descriptivo de los datos sobre gobierno corporativo	30
Apéndice B. Regresiones múltiples	41
Apéndice C. Índice completo de gobierno corporativo	50
Apéndice D. Glosario	56
Apéndice E. Definición operativa de todas las variables	62

## Lista de recuadros

Recuadro 1.1. Debate sobre el impacto real de las prácticas de gobierno corporativo en el desempeño	1
Recuadro 2.1. Las ventajas de un índice de gobierno corporativo amplio	8
Recuadro 2.2. Sesgo muestral	10

## Lista de gráficos

Gráfico 2.1. Resultado indicativo del índice de GC	7
Gráfico 3.1. Calificaciones del riesgo crediticio y prácticas de GC al momento del desembolso	15
Gráfico 3.2. Mejora financiera y económica de las prácticas de GC	16
Gráfico 3.3. ROE/ROIC y EROE/EROIC y el índice principal de GC	19
Gráfico 3.4. CRAS y puntajes promedio del GC	20
Gráfico A.1. Nivel general de adhesión a las prácticas recomendadas de GC al momento del desembolso	30
Gráfico A.2. Prácticas de GC: FIG y no FIG al momento del desembolso	31
Gráfico A.3. Prácticas de GC, por producto de inversión al momento del desembolso	31
Gráfico A.4. Prácticas de GC: Empresas que cotizan en bolsa y empresas que no al momento del desembolso	32
Gráfico A.5. Prácticas de GC, por nivel de inversión al momento del desembolso	32
Gráfico A.6. Nivel general de las prácticas de GC (junio de 2016)	33
Gráfico A.7. Prácticas de GC, por sector (junio de 2016)	33
Gráfico A.8. Prácticas de GC: FIG y no FIG (finales del ejercicio de 2016)	34
Gráfico A.9: Prácticas de GC, por región (finales del ejercicio de 2016)	34
Gráfico A.10. Las 10 prácticas de GC, más comunes (junio de 2016)	35
Gráfico A.11. Las 10 prácticas de GC menos aplicadas (junio de 2016)	36
Gráfico A.12. Variación en los puntajes de GC (2011-16)	37
Gráfico A.13. Variación de los puntajes de GC, por sector (2011-16)	37
Gráfico A.14. Variación de los puntajes de GC, FIG y no FIG (2011-16)	38

Gráfico A.15. Variación de las prácticas de GC, por región (2011-16)	38
Gráfico A.16. Prácticas de GC, por producto de inversión (2011-16)	39
Gráfico A.17. Variación de las prácticas de GC: Empresas que cotizan en bolsa y empresas que no cotizan en bolsa (2011-16)	39
Gráfico A.18: Variación de las prácticas de GC, por nivel de inversión (2011-16)	40
Gráfico B.1: Efecto hipotético del tamaño de la empresa como variable moderadora	42
Gráfico B.2: Modelo conceptual	43

## Lista de cuadros

Cuadro 2.1. Resultado indicativo del índice de GC	7
Cuadro 2.2. Desglose de la muestra por sector	9
Cuadro 2.3. Desglose regional de la muestra	9
Cuadro 3.1. Correlaciones entre las variables seleccionadas	13
Cuadro 3.2. Prácticas de GC a la fecha del desembolso	14
Cuadro 3.3. Comparación de las medias de la mejora del GC desde 2011 hasta 2016	17
Cuadro 3.4. Comparación de las medias del nivel de prácticas de GC promedio	18
Cuadro 3.5. Puntaje promedio del índice principal de GC y desempeño	19
Cuadro 3.6. Muestra fragmentada según características clave del proyecto: Operaciones de capital	21
Cuadro 3.7. Muestra fragmentada según características clave del proyecto: Operaciones de deuda	22
Cuadro 3.8. Las 20 principales prácticas de GC que permiten predecir con mayor solidez las variables de desempeño	24
Cuadro B.1. Índice completo de GC y variables de desempeño	45
Cuadro B.2. Índice principal de GC y variables de desempeño	46
Cuadro B.3. Índice de GC y variables de desempeño: participaciones en el capital	48

El equipo de evaluación creó todos los cuadros y los gráficos.



# Agradecimientos

Este informe se redactó bajo la supervisión de un equipo de la Corporación Financiera Internacional (IFC) dirigido por Davit Karapetyan, líder regional de Gobierno Corporativo, América Latina y el Caribe, y contó con el apoyo de Nazeem Wasti y Alexey Volynets, Grupo de Gobierno Corporativo. El autor principal del informe fue Alexandre Di Miceli da Silveira, fundador de Direzione Management Consulting, profesor de Gobierno Corporativo en la Escuela de Comercio Álvares Penteado, São Paulo, Brasil, y consultor de IFC.

Agradecemos a Raphael Bruce por su asistencia en las actividades de investigación sobre las pruebas econométricas; a Kalyani Santoshkumar, Anatoliy Yefymenko, Yovel David Crispin Davila, Sheela Rahman, Jacqueline A. Williams, Tsion A. Beyene, Florence Hope-Wudu y Omosalewa T. Fajobi por la recopilación de datos sobre gobierno corporativo a través de encuestas y la ayuda con las entrevistas a representantes de las empresas que participaron en el estudio; a Katherine Downs, Carlos Mayorga, Haruko Koide, John Mantzavinatos, Stephen Chow y a los colegas en el Grupo de Instituciones Financieras (FIG), Manufacturas, Agroindustria y Servicios (MAS), Infraestructura y Recursos Naturales (INR) y Telecomunicaciones, Medios, Tecnología e Inversiones en Capital de Riesgo (CTT) en las regiones, que presentaron el tema del gobierno corporativo a los clientes y ayudaron a examinar las respuestas del cuestionario sobre este tema, y a Saurabh Garg, Anna Ostrovskaya, Carlos Mayorga, Lei Liu y Joseph Matthews por proporcionar datos financieros y otros datos a nivel empresarial extraídos de los sistemas de información para la administración de IFC, y a Shannon Roe por la edición.

Durante la preparación de este documento, pedimos a muchos profesionales, con experiencia y formaciones diversas, que examinaran la metodología de investigación, así como la interpretación y la presentación de los resultados. Sus reflexiones fueron muy valiosas para mejorar el contenido y la composición general del

informe. Agradecemos profundamente a esos expertos y evaluadores, que pertenecen a tres amplias esferas de labor (en orden alfabético dentro de cada grupo). Del sector académico, que incluye destacados investigadores del gobierno corporativo: Guillermo Boitano, María Andrea Trujillo Dávila, Patricia Gabaldon, Christopher Jones, Aurelio Gurrea Martínez, Rosendo Ramírez, Francisco Reyes, Eduardo Schiehl, Marc VanEssen, Alexander Guzmán Vásquez y Alessandro Zattoni. Expertos del sector privado, en el que se incluyen institutos de directores, fondos de inversión, bolsas de valores, empresas consultoras y miembros del Grupo Asesor del Sector Privado de IFC: Adriane Almeida, Paulina Beato, Heloisa Bedicks, Bistra Boeva, Valeria Café, Tobias Coutinho, Richard Frederick, Ola Peter Krohn Gjessing, Mike Lubrano, Luiz Fernando da Costa Dalla Martha, Andrés Oneto, Miguel Puga, Francis Stenning, John D. Sullivan y Marco Antonio Zaldívar. Del Banco Mundial y de IFC, con conocimientos especializados en economía, gobierno corporativo, operaciones de inversión, gestión de la cartera, formulación de estrategias, gestión de riesgos ambientales y sociales y medición de los resultados: Henning Amelung, Deniz Baharoglu, Peter Cashion, Stephen Chow, Katherine Downs, Flavio B. Guimaraes, Natalia Lavrova, Chaoying Liu, John Mantzavinatos, Edmond Mjekiqi, Temel Oktem, Oliver Orton, Nilesh Shrivastava, Elizabeth M. White y L. Colin Xu. También agradecemos especialmente a Alexander S. Berg, Neil Gregory, Merima Zupcevic, Roman Zyla, Khawar Ansari, Charles Canfield, James Christopher Razook, Vladislava Ryabota, Ghita Alderman y Darrin Hartzler.

El Grupo de Gobierno Corporativo agradece a los distintos colegas del área de inversiones y de gestión de cartera que colaboraron en el diseño, la recopilación de datos y la validación para este estudio. También agradecemos a Shannon Roe por la edición y a Cristina Iglesias Espinosa, que colaboró con la producción del informe.



# Prólogo

Un volumen cada vez mayor de publicaciones académicas procura probar la relación entre el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo de una empresa y su desempeño financiero. Si bien muchos de estos estudios muestran una correlación positiva, la mayoría se sustenta en datos de acciones que cotizan en bolsa en los países desarrollados y pocos consideran esta relación en el contexto de los mercados emergentes.

La Corporación Financiera Internacional (IFC), institución del Grupo Banco Mundial dedicada al sector privado, procura mostrar y promover la función que cumple el sector privado de respaldar el desarrollo económico en los países emergentes. Opera como inversionista de triple rentabilidad e invierte principalmente en deuda y capital privados con el objetivo de generar rendimientos financieros, resultados en términos de desarrollo y un sólido desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo.

Con respecto a esto último, desde hace más de una década IFC incorpora sistemáticamente en sus evaluaciones de diligencia debida el análisis de las prácticas de gobierno corporativo de los destinatarios de sus inversiones, y proporciona asesoramiento sobre las buenas prácticas en esta área a los clientes que lo necesitan. Por lo tanto, el desempeño de la cartera de IFC proporciona un conjunto de datos único que puede facilitar la comprensión de la relación entre gobierno corporativo, desempeño financiero, resultados en términos de desarrollo y desempeño ambiental y social de las empresas de los mercados emergentes.

En este importante estudio empírico se crea un novedoso índice del desempeño en materia de gobierno corporativo que permite mostrar una clara correlación entre la calidad del gobierno corporativo en las empresas de la cartera de IFC y el desempeño financiero, económico, ambiental y social de las inversiones de IFC. Un índice de gobierno corporativo más específico basado en los indicadores que el Equipo de Gobierno Corporativo de IFC considera más importantes muestra que la relevancia de los problemas de gobierno corporativo considerados sirve para fortalecer esta correlación. Estos resultados ofrecen a IFC material para reflexionar sobre cómo incorporar con mayor eficacia el gobierno corporativo en la diligencia debida de nuestras inversiones y cómo proporcionar asesoramiento sobre gobierno corporativo a los destinatarios de nuestras inversiones para mejorar su rentabilidad (y la nuestra).

Los resultados de este estudio trascienden los intereses de IFC como proveedor de financiamiento para el desarrollo. Muestran la importancia del gobierno corporativo para el desempeño financiero de las inversiones en los mercados emergentes y alientan a los inversionistas o instituciones de préstamo prudentes a adoptar enfoques que les permitan evaluar los factores de riesgo vinculados con el gobierno corporativo, además de los de riesgo crediticio y financiero tradicionales. Invitamos a los profesionales de las inversiones, propietarios de empresas y ejecutivos a examinar este estudio para reconocer y fortalecer la propuesta favorable para todos de las buenas prácticas en materia de gobierno corporativo.



**Ethiopis Tafara**  
Vicepresidente y consejero jurídico general  
Asuntos Jurídicos, Riesgos de  
Incumplimiento y Sostenibilidad



**Khawaja Aftab Ahmed**  
Director  
Inversiones y Riesgo Crediticio



## Siglas y términos clave

ASG	ambiental, social y de gobierno corporativo
CRAS	calificación del riesgo ambiental y social
CRC	calificación del riesgo crediticio
DOTS	Sistema de Seguimiento de los Resultados en Términos de Desarrollo
EROE	rendimiento económico del capital
EROIC	rendimiento económico del capital invertido
GC	gobierno corporativo
Índice completo de GC	Índice basado en 84 preguntas sobre gobierno corporativo
Índice principal de GC	Índice basado en los 26 indicadores clave del total de 84 preguntas sobre gobierno corporativo
NOPLAT	utilidades netas operativas después de impuestos
ODO	calificación de los resultados generales en términos de desarrollo
ROE	rendimiento del capital
ROIC	rendimiento del capital invertido

# Resumen

**En 2016, el Grupo de Gobierno Corporativo de IFC realizó un estudio empírico para explorar la relación entre la calidad del gobierno corporativo (GC) de los clientes de la cartera de IFC y su desempeño financiero y económico en un período de cuatro a cinco años. A través de encuestas a clientes y datos sobre resultados financieros, económicos y de desarrollo, IFC puso a prueba la hipótesis de que un mejor GC se relaciona con un mejor desempeño en un período determinado.**

El análisis de los datos recopilados demostró que la inversión en empresas que tienen un mejor GC al momento del desembolso de IFC se relaciona con una mejor calificación del riesgo crediticio (CRC) promedio, de casi 1,50 puntos durante todo el período de inversión de IFC. Específicamente, en un índice elaborado sobre el desempeño del GC, el cuartil superior de las empresas de la cartera de IFC tuvo una CRC promedio de 4,62 en una escala de 11 puntos, en comparación con una CRC promedio de 6,08 para aquellas que se encontraban en el 25 % inferior. Esto sugiere que la selección de empresas con mejores prácticas y políticas de GC en el momento de la inversión se correlaciona con un menor riesgo crediticio para IFC.

El estudio también mostró que las empresas que mejoraban el GC durante el período de inversión alcanzaban un desempeño un 20 % más alto aproximadamente en el indicador financiero de IFC del Sistema de Seguimiento de los Resultados en Términos de Desarrollo (DOTS), que comprende el rendimiento del capital y el rendimiento del capital invertido (ROE/ROIC), y el indicador económico del DOTS (DOTS Econ), que incluye el rendimiento económico del capital y el rendimiento económico del capital invertido (EROE/EROIC). En la escala del DOTS del 1 al 4, las empresas que mejoraron sus prácticas de GC en más del 25 % alcanzaron 3,72 puntos en el indicador financiero y 3,94 puntos en el indicador económico, en comparación con los 3,09 puntos en el indicador financiero y 3,30 puntos en el indicador económico del grupo que no realizó mejoras a su GC. Estos resultados demuestran que la inversión de tiempo y recursos para mejorar el GC de una empresa se relaciona de forma positiva con retornos financieros y económicos más altos para IFC y sus clientes.

Un análisis más profundo, en el que se utilizó el puntaje promedio de GC durante todo el período de inversión, muestra que las empresas que se encuentran en el cuartil superior presentan un ROE promedio aproximadamente un 20 % más alto que aquellas que se ubican en el cuartil inferior en el tema de GC (13,05 % frente a 10,96 %).

Para este estudio, antes de llevar a cabo el análisis empírico, IFC creó el *índice principal de GC*, que está compuesto por los indicadores de GC más importantes seleccionados sobre la base del consenso de los especialistas en gobierno corporativo de IFC. Al utilizar este índice (en lugar del índice completo de más de 80 indicadores) se obtuvo un resultado aún más sólido: las empresas en el cuartil superior en el tema de GC muestran un ROE promedio aproximadamente tres veces más alto que las ubicadas dentro del cuartil inferior (18,56 % frente a 6,91 %). Estos resultados indican que los indicadores más significativos del desempeño del GC guardan una correlación más sólida con el desempeño financiero.

Al analizar los subgrupos de empresas de sectores financieros y no financieros, las empresas en las que IFC invierte a través de deuda frente a aquellas en las que adquiere participaciones de capital, y el tamaño de la inversión (según lo representado por el nivel al que corresponde la transacción), se obtuvieron resultados similares a los descritos anteriormente, lo que demuestra que el GC es un factor igualmente importante en todos los sectores, independientemente del tipo de relación de inversión.

Finalmente, en el estudio se analizó la relación entre el GC y la calificación del riesgo ambiental y social (CRAS). Específicamente, las empresas del cuartil superior en

el tema de GC presentaron una CRAS de 2,01 en una escala de 1 a 4 puntos, mientras que las situadas en el cuartil inferior tuvieron una CRAS de 2,19. Esto indica que las empresas que aplican mejores prácticas de GC también tienen mejores prácticas ambientales y sociales.

Por otra parte, en el estudio se identificaron las prácticas de GC específicas que muestran las correlaciones más altas con el desempeño financiero:

- Contar con una función de auditoría interna exclusiva con sus propios estatutos o términos de referencia.
- Aplicar las normas internacionalmente reconocidas sobre controles internos.
- Hacer auditar los estados financieros por una empresa independiente reconocida.
- Tener un código de ética/conducta escrito.
- Tener un directorio que incluya un comité de auditoría.
- Contar con una política escrita para la aprobación de las transacciones con partes relacionadas.

Estos indicadores muestran que la gran variedad de medidas de las que dispone una empresa para mejorar el GC puede reducirse a un conjunto clave de acciones que tienen como prioridad la creación de valor en beneficio de los inversionistas.

Estos hallazgos prácticos respaldan la premisa de que el GC se relaciona con mejores resultados y es un factor importante en el éxito de las carteras y las inversiones de IFC. Al mismo tiempo, esto también sugiere que los equipos de inversiones y carteras de IFC y nuestros clientes pueden claramente beneficiarse realizando esfuerzos básicos dirigidos a mejorar las políticas y prácticas de GC de una empresa.

El estudio abarcó 61 empresas de distintas regiones (45 países) y sectores (el 49 % pertenecía al sector financiero y el resto, a sectores no financieros). Si bien la muestra era relativamente pequeña para este tipo de investigación empírica, representó más del 20 % de las inversiones nuevas de IFC durante el período de estudio (ejercicios de 2011 y 2012) y un desembolso total de aproximadamente USD 1500 millones de fondos de IFC.

En conclusión, es importante destacar que el estudio respalda las siguientes afirmaciones:

- El GC tiene una correlación estadísticamente significativa con el desempeño de la empresa, especialmente en lo que respecta a la CRC y al ROE/ EROE.
- Es probable que IFC se beneficie al seleccionar empresas con un mejor GC en el momento del desembolso, así como al ayudar a las empresas a mejorar sus prácticas de GC durante el período de tenencia de la inversión.
- Algunas medidas prácticas pueden aportar un valor significativo a IFC y a sus clientes, por ejemplo: 1) definir los principales indicadores de desempeño en materia de GC en los que debe enfocarse la atención al inicio de las operaciones; 2) solicitar a los especialistas en GC que aporten información para las calificaciones crediticias/de capital; 3) realizar un mejor monitoreo de la aplicación de las estipulaciones relativas al GC y apoyar al cliente para que mejore el GC (por ejemplo, a través de servicios de asesoría), y 4) priorizar la participación de los especialistas en GC en los proyectos con CRC y CRAS altas.
- La amplia cartera en mercados emergentes de IFC demuestra la función más amplia que desempeña el GC en el éxito comercial y de las inversiones en esos mercados. Este estudio proporciona a otros inversionistas una base empírica para intensificar el análisis del desempeño del GC.

# Introducción

Los inversionistas, incluidas IFC y otras instituciones financieras de desarrollo, consideran, cada vez con mayor frecuencia, que el GC es un indicador de la calidad de una empresa y un factor que influye en la selección de las inversiones. Existe una justificación económica sólida para relacionar las prácticas de GC adecuadas con un mejor desempeño empresarial. Esta afirmación se basa en la opinión de que las empresas que adoptan las mejores prácticas de GC toman mejores decisiones de negocios a lo largo del tiempo, gestionan mejor sus riesgos, cuentan con una mejor reputación en el mercado y tienen más acceso a capital. Desde una perspectiva general, el GC también puede contribuir al desarrollo social y económico de los países.

“Un gobierno corporativo sólido ayuda a las empresas a atraer inversiones en condiciones más favorables. Los clientes son más responsables ante los inversionistas y están más atentos a las inquietudes de las partes interesadas. También operan con mayor eficacia y pueden gestionar mejor los riesgos”.

—Sitio web de IFC<sup>1</sup>

A lo largo de las últimas dos décadas, en numerosos estudios académicos de todo el mundo se ha investigado si la relación entre la calidad del GC y el desempeño de las empresas se sustenta con datos empíricos<sup>2</sup>. En la mayoría de las investigaciones se encuentra una relación positiva entre la aplicación de las prácticas de GC recomendadas y los indicadores de desempeño financieros, especialmente cuando se utilizan coeficientes de valor de mercado, como la Q de Tobin, la relación precio-valor contable y la relación precio-beneficio (véase el recuadro 1.1).

Debido a que la mayoría de las investigaciones se basan en información pública, están adaptadas al GC y al análisis de desempeño de las empresas más grandes y de aquellas que cotizan en bolsa. Como resultado, es posible que exista una brecha en los hallazgos de los estudios sobre GC, ya que tal vez no resulten pertinentes para las empresas

que no cotizan en bolsa, con frecuencia de propiedad familiar, en las que IFC generalmente invierte. Por lo tanto, en este estudio se analiza la relación empírica entre el GC y el desempeño, con datos extraídos de la cartera de inversiones de IFC, a través de una metodología de investigación en línea con la de otros estudios de este campo, pero adaptada al entorno de las inversiones de IFC. Específicamente, se investiga en qué medida el hecho de tener buenas políticas y prácticas de GC —según se define en el índice de GC específicamente desarrollado para este estudio sobre la base de la metodología de GC de IFC— se relaciona con un mejor desempeño financiero y no financiero de los clientes de la cartera de IFC durante el período de la inversión<sup>3</sup>. Refleja la naturaleza de IFC como institución de desarrollo, en la que el éxito de la empresa destinataria de la inversión no se define solo en términos financieros, sino también en función de sus contribuciones a un conjunto más amplio

<sup>1</sup> [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/ifc+cg/investment+services](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/investment+services).

<sup>2</sup> Uno de los enfoques más frecuentes en la investigación sobre GC asigna un “puntaje” a cada empresa en función de su adhesión a determinadas prácticas. Generalmente, este puntaje se basa en dimensiones del GC tales como directorio, derechos de los accionistas, transparencia, entre otras. Los investigadores evalúan después si el puntaje del GC se correlaciona con las mediciones del desempeño.

<sup>3</sup> Es lo que se conoce como “problema de la investigación”. El término “problema” no significa que algo esté mal; simplemente quiere decir que hay una brecha entre la situación real (las inversiones de IFC en iniciativas de GC) y el estado ideal deseado (evaluar si los esfuerzos de IFC por promover un mejor GC entre los clientes en los que invierte dan buenos resultados). El “método científico” para resolver problemas es un procedimiento paso por paso, lógico, organizado y riguroso dirigido a identificar el problema, recopilar datos, analizarlos y establecer conclusiones a partir de estos.

## Recuadro 1.1. Debate sobre el impacto real de las prácticas de gobierno corporativo en el desempeño

En varios estudios se llegó a la conclusión de que las empresas con prácticas de GC superiores suelen tener mejor rentabilidad operativa y cotizan a precios más elevados en comparación con sus pares. Sin embargo, cabe consignar una importante salvedad con respecto a estas conclusiones: una relación positiva entre las prácticas de GC y un mejor desempeño no necesariamente significa que ese desempeño superior sea consecuencia de la calidad más alta del GC. Hay diferencia entre correlación y causalidad. Las mejores prácticas de GC, por ejemplo, pueden tener una correlación positiva con un mejor desempeño debido a otros factores (como el tamaño de la empresa, la influencia en el mercado, entre otros) o porque es consecuencia y no causa del mejor desempeño.

Este problema de la causalidad es muy difícil de resolver desde el punto de vista econométrico debido a tres cuestiones conocidas como problemas de endogeneidad: variables omitidas, simultaneidad o causalidad inversa y error de medición de los regresores (especialmente la validez del constructo de las mediciones del GC). Los investigadores todavía están tratando de superar estos problemas recurriendo a procedimientos econométricos cada vez más complejos, como procedimientos con efectos fijos y aleatorios, variables instrumentales sobre la base de los cambios en las reglamentaciones, el método generalizado de los momentos dinámico y sistémico, entre otros. Por lo tanto, el debate sobre el impacto real de las prácticas de GC en el desempeño todavía no está resuelto en el mundo académico.

Curiosamente, los resultados más sólidos se han obtenido a partir de datos de los mercados emergentes. De tal manera, es probable que contar con prácticas de GC sólidas sea un factor más importante para el desempeño de las empresas que se encuentran en países con la peor protección para los inversionistas.

Algunos ejemplos de los estudios mencionados anteriormente son los de Klapper y Love (2002); Gompers y otros (2003); Durnev y Kim (2005); Black, Jang y Kim (2006); Brown y Caylor (2006); Silveira y Barros (2007); Leal y Carvalho-da-Silva (2007); Chen, Chen y Wei (2009); Renders, Gaeremynck y Sercu (2010); Ammann, Oesch y Schimid (2011); CLSA Group (2012); Black y otros (2013), y Hitz y Lehmann (2013). Además, Claessens y Yurtoglu (2013) ofrecen una revisión reciente de las investigaciones sobre GC con especial énfasis en los mercados emergentes.

de partes interesadas y la economía en general, incluidos los aspectos ambientales y sociales. La metodología del estudio se ha sometido a la revisión de expertos internos y externos, así como de profesionales de las inversiones, y sus opiniones se tuvieron en cuenta.

La muestra del estudio incluyó empresas en las que IFC invirtió durante los ejercicios de 2011 y 2012 (desde el 1 de julio de 2010 hasta el 30 de junio de 2012). El período de estudio se seleccionó para garantizar que ningún acontecimiento mundial externo y extraordinario influyera en el GC ni en los indicadores de desempeño a nivel de las empresas (por ejemplo, en un momento en que las consecuencias de la crisis financiera de 2007 probablemente hayan disminuido) y para permitir un

período prolongado de cinco a seis años de permanencia de las empresas en la cartera de IFC con la finalidad de que puedan concretarse los resultados de la relación de inversión entre IFC y los clientes.

Los datos sobre GC se recopilaron directamente de las empresas que integran la cartera de IFC, sobre la base del cuestionario del índice de GC, que incluyó información a partir de la fecha de la inversión original y hasta la fecha de finalización del estudio (30 de junio de 2016). Por otro lado, los datos sobre desempeño ya estaban disponibles en las bases de datos internas de IFC y abarcaban los indicadores de desempeño financiero, económico, crediticio, ambiental y social y de desarrollo del sector privado.

<sup>4</sup> Es posible que un documento reciente de Desai y otros (2017) sea el único trabajo académico en esta línea de investigación realizado con datos de las operaciones de IFC. Los autores investigan la relación entre las calificaciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) y el desempeño financiero de unos 1000 proyectos de IFC entre 2005 y 2014 en alrededor de 100 países de ingreso bajo y mediano. A través de un enfoque de variables instrumentales que, según su opinión, resuelve los problemas de endogeneidad, determinan que la relación entre las cuestiones ASG y el desempeño financiero no es estadísticamente significativa. También encuentran pruebas de que tanto las cuestiones ASG como el desempeño financiero pueden en conjunto afectar el desarrollo del sector privado. Es importante destacar que, si bien los autores utilizan el término ASG para describir su principal variable de interés, solo usan los indicadores ambientales y sociales del DOTS de IFC y no incluyen los indicadores de GC en su examen. Esto diferencia considerablemente el enfoque de su estudio del presente trabajo, tal como reconocen los autores en la nota al pie 8 (página 9) de su documento.

El estudio no buscó demostrar la causalidad entre el GC y el desempeño. En lugar de eso, evaluó el grado de relación mutua entre los dos elementos y los aprendizajes que los equipos de inversión de IFC podrían obtener a medida que estructuraran y gestionaran la participación de IFC en estas empresas destinatarias de la inversión. Las mejoras futuras en la estandarización de la recopilación de datos sobre GC y desempeño pueden permitir hacer un número significativamente mayor de observaciones, lo que a su vez puede permitir realizar un análisis más profundo, y esto incluye tratar de identificar la causalidad del GC sobre el desempeño. Si bien los resultados del estudio muestran una correlación estadísticamente significativa entre el GC y el desempeño, el tamaño relativamente pequeño de la muestra limitó la posibilidad de realizar análisis econométricos más profundos, como regresiones múltiples<sup>4</sup>. Asimismo, cabe mencionar otras limitaciones del estudio, frecuentes en trabajos de investigación similares realizados fuera de IFC, a saber: 1) dependencia respecto de las empresas como fuente de información sobre GC (aunque los funcionarios de la cartera pertinente examinaron y verificaron la información según su leal saber y entender); 2) sesgo de memoria al recordar las políticas y prácticas de GC que se remontan a 2011; 3) limitada heterogeneidad de la muestra de datos de los clientes de IFC que se han evaluado previamente y que suelen ser líderes del mercado, y 4) ausencia en la muestra del estudio de empresas con un desempeño sumamente ineficiente (a causa de dificultades financieras graves o la falta de una relación sólida con IFC).

A pesar de estas limitaciones, inherentes a la mayoría de los estudios empíricos de todo el mundo, las conclusiones clave del estudio pueden orientar las operaciones de inversión de IFC y su enfoque sobre el desarrollo del sector privado. En primer lugar, los resultados del estudio basados en datos precisos consolidan la justificación económica para mejorar las prácticas de GC de los destinatarios de inversiones de IFC. La integración de la evaluación de los riesgos de GC en el inicio de las transacciones, la estructuración y la supervisión de la cartera puede facilitar la obtención de valor financiero y no financiero a lo largo del ciclo de un proyecto y, lo que es aún más importante, permitir corregir un desempeño de GC deficiente antes de que se manifieste en el incumplimiento del pago de la deuda o la erosión del capital. En segundo lugar, al identificar los distintos factores de GC que se correlacionan fuertemente con un mejor desempeño, el estudio ayuda a establecer un marco práctico para priorizar las mejoras en esta área por parte de las empresas. En tercer lugar, los resultados respaldan la estrategia 3.0 de IFC de desarrollar mercados

sostenibles y brindar apoyo, incluso en forma de servicios de asesoría, para aumentar aún más el valor añadido para sus clientes y la cartera de inversiones.

La publicación y divulgación de los hallazgos de este estudio pueden tener un efecto que podría trascender las operaciones de inversión propias de IFC y las empresas destinatarias de sus inversiones: pueden también tener un impacto más amplio en el desarrollo al articular mejor la relación entre GC y desempeño, tanto en lo que respecta a los riesgos como al valor agregado.

Además de estos objetivos internos, este estudio contribuye de manera significativa a la divulgación del tema del GC y el desempeño en los mercados emergentes. En primer lugar, complementa un conjunto de investigaciones académicas al incluir a las empresas que no cotizan en bolsa de los mercados emergentes. En segundo lugar, IFC puede potenciar aún más sus sólidas relaciones con otras instituciones financieras de desarrollo al impulsarlas a realizar estudios similares. Como alternativa, los estudios similares futuros pueden incluir empresas de otras instituciones y realizar esfuerzos a nivel de los mercados para divulgar los hallazgos de este estudio en sus regiones y países prioritarios, lo que multiplicará el efecto de este informe.

# Metodología

**El propósito general del estudio fue determinar si la práctica de un mejor GC por parte de los clientes de IFC se relaciona con un mejor desempeño durante el período de inversión. Para lograr esto, el equipo a cargo del estudio diseñó una metodología de investigación en consonancia con las aplicadas en otros estudios sobre la materia, pero adaptada a la cartera de IFC.**

## 2.1. OBJETIVOS

En primer lugar, el estudio tuvo por objeto determinar si *las mejores prácticas de GC de los clientes de IFC a la fecha del desembolso se relacionan con un mejor desempeño durante el período de inversión*. En segundo lugar, se analizaron los datos para verificar si *las empresas con una mayor mejora en sus prácticas de GC desde la fecha del desembolso de IFC hasta el final del período de estudio mostraron mejor desempeño durante todo este período*. Y, finalmente, en el estudio se evaluó si *el nivel promedio de GC en los clientes de IFC estaba relacionado con un mejor desempeño empresarial*.

Este último objetivo se incluyó en el estudio sobre la base de la consideración de que las prácticas de GC suelen ser relativamente estables en el tiempo (como se refleja en el hecho de que aproximadamente una cuarta parte de la muestra no registró ninguna variación en sus prácticas de GC durante los cinco años analizados) y permite aumentar la cantidad de observaciones empresa-año de la muestra. Esta técnica metodológica tiene amplia aceptación en el ámbito académico para estudios empíricos similares.

Estos objetivos se relacionan con perspectivas que están adquiriendo aceptación general entre los profesionales dedicados al GC y a las cuestiones ASG. En caso de que los datos empíricos respalden el primer objetivo, los resultados reforzarán la necesidad de que IFC y otros inversionistas similares evalúen y seleccionen empresas con prácticas de GC de alta calidad a la fecha del desembolso. En caso de que el análisis respalde el segundo objetivo, los resultados reforzarán las razones para que IFC y las empresas clientes se enfoquen en mejorar sus prácticas de GC a fin de maximizar la creación de valor. En caso de que el tercer objetivo se respalde empíricamente, se demostrará que se debe prestar atención al GC de manera continua y no una única vez.

## 2.2. VARIABLES DE DESEMPEÑO EN LAS EMPRESAS

Es importante reconocer que no todos los aspectos del desempeño están interrelacionados; existen muchas formas de evaluar el desempeño de una empresa. La mayoría de las investigaciones externas sobre GC evalúa los indicadores financieros desde la perspectiva de los accionistas a través de mediciones como el ROE o de coeficientes de valor de mercado, como la Q de Tobin, la relación precio-valor contable o la relación precio-beneficio, entre otros. El desempeño empresarial también se puede entender desde una perspectiva más amplia que incluye los resultados respecto de otras partes interesadas pertinentes, como los empleados, los clientes, las comunidades y la sociedad.

Un desafío en este estudio radicó en incluir parámetros de medición relevantes, a los que IFC hizo seguimiento de forma activa y confiable durante el período de estudio, desde el 1 de julio de 2010 hasta el 30 de junio de 2016. En consecuencia, en el estudio se consideran cuatro indicadores bien establecidos a los que IFC hizo seguimiento en toda su cartera:

- **Rendimiento del capital/rendimiento del capital invertido:** El ROE y el ROIC son mediciones del desempeño financiero que reflejan los retornos para las entidades de financiamiento. El ROE anual se calcula como el ingreso neto del ejercicio más reciente, dividido por el capital promedio (promedio entre el ejercicio más reciente y el anterior). El ROIC se computa como la relación de las utilidades netas operativas después de impuestos (NOPLAT) con el capital total invertido (las NOPLAT solo reflejan las utilidades de las operaciones principales, menos los impuestos sobre ingresos relacionados).

- **Rendimiento económico del capital/rendimiento económico del capital invertido:** El EROE y el EROIC son mediciones del desempeño económico que tienen en cuenta los retornos no solo para las entidades de financiamiento sino también para la sociedad en conjunto. El EROE anual se calcula como el ingreso neto del ejercicio más reciente, ajustado en función de los costos y beneficios para la sociedad (como impuestos pagados, subsidios, límites de intereses y servicios de asesoría gratuitos o que no deben pagarse por completo), dividido por el capital promedio (promedio entre el ejercicio más reciente y el ejercicio anterior). El EROIC anual se computa como utilidades netas operativas, menos NOPLAT, ajustadas en función de los costos y beneficios para la sociedad, divididas por el capital invertido.
- **Calificaciones del riesgo crediticio:** Las CRC internas de IFC que se utilizan en este estudio van de 1 a 7: 1 indica el nivel de riesgo más bajo y 7, el más alto (proporcional al incumplimiento). Los modificadores adicionales (A y B) aportan una mayor granularidad en la CRC para las categorías 2 a 5, donde A define una calidad crediticia más alta que B dentro de la categoría. Las categorías de la CRC son: muy buena (1), buena (2), promedio (3), a observar (4), inferior al estándar (5), dudosa (6) y pérdida (7). A los efectos de este estudio, el equipo computó las CRC convertidas en dos escalas diferentes: del 1 al 7 (simplemente eliminando las letras A o B del riesgo crediticio asignado) o del 1 al 11 (convirtiendo las letras A y B en números). El estudio se basó en las CRC formuladas conforme a la metodología de 2011 y 2012, aunque desde entonces esto se reemplazó por la metodología de la plataforma de riesgos de inversión, que adopta una escala diferente<sup>5</sup>.
- **Calificaciones del Sistema de Seguimiento de los Resultados en Términos de Desarrollo (DOTS) y calificaciones de los resultados generales en términos de desarrollo (ODO):** El DOTS, creado por IFC, mide y

controla los impactos en el desarrollo de los proyectos mediante la asignación de calificaciones a cuatro esferas de desempeño, que se describen a continuación, en una escala del 1 al 4 (excelente, satisfactoria, parcialmente satisfactoria e insatisfactoria). Las calificaciones se basan en una evaluación de los valores de referencia y los resultados esperados y obtenidos, y definen puntos de referencia cualitativos y cuantitativos para evaluar los proyectos y así complementar el análisis de los datos crudos sobre el desempeño financiero o no financiero (que también se analiza por separado en este estudio). El DOTS también proporciona una calificación de síntesis total, la calificación de los ODO, en una escala del 1 al 6 (muy ineficaz, ineficaz, mayormente ineficaz, mayormente eficaz, eficaz y muy eficaz). En el DOTS se consideran las siguientes cuatro dimensiones de un proyecto, con unidades de medición específicas para los mercados financieros y para los sectores no financieros —empresas de manufacturas, agroindustria y servicios (MAS), y de infraestructura y recursos naturales (INR)—, según corresponda:

- En el **desempeño financiero (DOTS Fin)** se realiza un seguimiento de las rentabilidades de los proyectos para determinar si son suficientes para compensar a las entidades de financiamiento por los riesgos asumidos. Utiliza el ROE para los mercados financieros y el ROIC o la tasa de rentabilidad financiera para los proyectos del sector no financiero<sup>6</sup>.
- En el **desempeño económico (DOTS Econ)** se realiza un seguimiento de los beneficios obtenidos no solo por las entidades de financiamiento, sino también por las partes interesadas afectadas de forma más directa por los proyectos: clientes, empleados, proveedores, contribuyentes y Gobierno. El ROE y el EROE se comparan con el costo del capital en el caso de las empresas de mercados financieros, mientras que en las no financieras, se examina la tasa de rentabilidad económica o el EROIC<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Para las operaciones de capital, el equipo computó la calificación del riesgo accionario en lugar de la calificación del riesgo crediticio, y utilizó las CRC para el análisis cuando el cliente tenía asignadas calificaciones tanto crediticias como de capital. Las CRC se basan en factores de riesgo general y específico (préstamo o capital), que se califican y se suman para proporcionar un puntaje numérico. Algunos de los factores de riesgo se basan en datos cuantitativos; otros, en datos cualitativos y, por lo tanto, requieren la opinión del equipo de inversión de IFC. En el caso de las instituciones financieras, los factores de riesgo general incluyen la situación del país, el entorno normativo, la estructura del sector, la organización interna, la calidad de gestión, el GC y las utilidades. Los factores relativos a los préstamos incluyen el capital, los activos correspondientes a préstamos, la inversión en valores, la liquidez y la exposición abierta a las divisas extranjeras. Los factores relativos al capital incluyen el valor patrimonial y la liquidez. En el caso de las instituciones no financieras, las CRC evalúan los riesgos de forma diferente: los factores de riesgo general considerados incluyen la situación del país, la situación del mercado, la calidad de gestión y el margen de utilidad. Los factores relativos a los préstamos son el servicio de la deuda y el registro de atrasos, la solidez del servicio de la deuda, los mecanismos de garantía y las tendencias de las utilidades. Los factores relativos al capital incluyen el valor frente al costo original, el registro de dividendos, el crecimiento futuro de las ganancias y el mecanismo de salida. Si bien el GC fue uno de los factores cualitativos que se utilizaron en la definición de la CRC, el puntaje del índice de GC utilizado en este estudio es considerablemente más amplio y, por lo tanto, no crea la circularidad de que el GC sea tanto un elemento de la CRC como un indicador en comparación con la CRC.

<sup>6</sup> DOTS Fin tiene dos indicadores del rendimiento financiero obligatorios: el ROE para los proyectos de los mercados financieros y el ROIC anual para los de los sectores MAS e INR. Las calificaciones se asignan sobre la base de la comparación de la tasa de rentabilidad financiera con el costo del capital: la tasa de rentabilidad financiera/el ROIC comparados con el costo de capital promedio ponderado y el ROE con el costo del capital. Además, las calificaciones de DOTS Fin se complementan con una evaluación de los principales factores que impulsan el rendimiento financiero, como ingresos netos, ventas, márgenes, uso de la capacidad, costo del proyecto, entre otros factores.

- En el *desempeño ambiental y social (DOTS E&S)* se evalúan los beneficios para el entorno en el que se lleva a cabo el proyecto. Con el DOTS E&S también se evalúa la medida en que los clientes de IFC cumplen con las normas ambientales, sociales, de salud y seguridad establecidas en la Política de Sostenibilidad y las Normas de Desempeño de IFC<sup>8</sup>.
- En el *impacto en el desarrollo del sector privado (DOTS PSD)* se reflejan los beneficios que obtienen otros actores que no son los clientes de IFC y que se ven influidos por el proyecto de la empresa, como su cadena de suministro, el sector o la ubicación en el país<sup>9</sup>.
- La *calificación del riesgo ambiental y social (CRAS)* indica la capacidad en materia ambiental y social o la gestión de las cuestiones ambientales y sociales de una empresa de conformidad con el Marco de Sostenibilidad de IFC: excelente (1), satisfactoria (2), parcialmente insatisfactoria (3), insatisfactoria (4). Se tienen en cuenta los riesgos específicos del sector y del proyecto identificados por IFC en el momento de la inversión y la puesta en marcha de los planes de acción ambientales y sociales acordados con la empresa.

Estos indicadores se obtuvieron de los sistemas internos de IFC o directamente de los estados financieros y los informes anuales de los clientes.

### 2.3. PUNTAJE DEL GOBIERNO CORPORATIVO

La evaluación del GC es intrínsecamente un proceso subjetivo y complejo. En la mayoría de las investigaciones se evalúa a través de índices que se enfocan en la medida en que una empresa aplica las mejores prácticas recomendadas<sup>10</sup>.

Es importante destacar que los índices varían considerablemente de un estudio a otro y que no existe un instrumento universalmente aceptado ni en las publicaciones ni entre los profesionales. Algunos sostienen que medir la calidad del GC a través de índices y puntajes puede resultar engañoso.

Se plantea el problema de la validez del constructo y de establecer si mediante los índices de GC se puede en realidad distinguir a las empresas genuinamente bien gestionadas de aquellas que tienen un gobierno deficiente. Por ejemplo, para complacer a sus partes interesadas externas, algunas empresas podrían crear la percepción de que adoptan buenas prácticas mientras que sus prácticas diarias no reflejan verdaderamente las normas presentadas. Además, no existe un modelo de GC ideal que puedan implementar todas las empresas. Debido a que las compañías varían con respecto a tamaño, sector, etapa de desarrollo, estructura de propiedad, estrategia, país de origen, etc., no sería práctico aplicar el mismo instrumento de GC a todas<sup>11</sup>. Los índices a menudo no pueden captar el factor relativo al país, porque las empresas difieren no solo en sus propias prácticas sino también en los requisitos que deben cumplir según los marcos jurídicos y normativos de las jurisdicciones en las que están establecidas.

En gran parte de las publicaciones académicas, si bien se reconocen estas limitaciones, se considera que los índices de GC son al menos valores indicativos de la calidad del GC de la empresa. Generalmente, en estos trabajos se elaboran índices compuestos por preguntas que son binarias (sí o no) y objetivas (basadas en criterios claros) y que están basadas en información de acceso público. Este parámetro reduce la subjetividad del instrumento y facilita la posibilidad de repetición por parte de terceros.

Para esta investigación, el equipo responsable del estudio elaboró el índice de GC y lo adaptó a fin de utilizarlo como el instrumento principal para evaluar el GC frente a los indicadores de desempeño. El índice se elaboró

<sup>7</sup> Debido a que no todos los beneficios y costos económicos se pueden cuantificar, en la calificación del desempeño económico también se consideran los aspectos cualitativos, lo que incluye en qué medida un proyecto ha contribuido a la misión de IFC de ayudar a reducir la pobreza y mejorar la vida de las personas.

<sup>8</sup> Las calificaciones del DOTS E&S ofrecen una evaluación de los beneficios ambientales y sociales que se obtienen a partir de las operaciones del proyecto. Si bien las calificaciones de DOTS E&S incorporan las calificaciones CRAS, las dos pueden diferir sobre la base de factores distintos del cumplimiento del Plan de Acción Ambiental y Social y las Normas de Desempeño.

<sup>9</sup> Debido a su vínculo indirecto con el proyecto, el impacto en el desarrollo del sector privado es más difícil de evaluar, ya que no resulta sencillo obtener los datos cuantitativos. Por este motivo, en las calificaciones del DOTS PSD se examina el objetivo original del proyecto y se cuantifican o explican los beneficios que obtiene el sector privado, por ejemplo, un entorno más propicio, la contribución a la eficiencia del mercado, etc.

<sup>10</sup> Algunos ejemplos de trabajos académicos que utilizan los índices de GC son los de Klapper y Love (2002); Gompers y otros (2003); Durnev y Kim (2005); Black y otros (2006); Brown y Caylor (2006); Silveira y Barros (2007); Leal y Carvalhal-da-Silva (2007); Chen, Chen y Wei (2009); Renders y otros (2010); Ammann y otros (2011); CLSA Group (2012); Black y otros (2014), y Hitz y Lehmann (2013). Un enfoque alternativo para medir el verdadero valor del GC se basa en estudios de sucesos, en los que se observan las reacciones de los precios de las acciones a las noticias relacionadas con el GC. Los de Nguyen y Nielsen (2010) y Silveira y Dias Junior (2010) son ejemplos de estudios que utilizan este enfoque.

<sup>11</sup> Bhagat y otros (2008) y Bozec y Bozec (2012) realizan críticas sobre el uso de los índices de GC.

a partir de la experiencia de estudios de investigación anteriores y de los Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y del G-20; así también, se basó en gran medida en la propia metodología de GC de IFC y en sus cinco dimensiones: 1) *compromiso de las empresas con el GC*, 2) *estructura y funcionamiento del directorio*, 3) *procesos y entorno de control*, 4) *transparencia y divulgación de información* y 5) *derechos de los accionistas*. Al incorporar estas cinco dimensiones se alinea el índice de GC con el enfoque existente de IFC para el análisis del GC en el proceso de inversión<sup>12</sup>. Debido a que la cantidad de preguntas para cada dimensión y categoría de GC difiere, los puntajes obtenidos se estandarizaron como porcentaje para garantizar que todas las dimensiones tengan la misma ponderación en el puntaje total del GC<sup>13</sup>. El cuadro 2.1 y el gráfico 2.1 muestran el resultado del índice de GC dividido en sus cinco dimensiones. En el recuadro 2.1 se describen las ventajas de este enfoque.

En el análisis de correlación también se utilizó una versión reducida del índice, denominado *índice principal de GC* y compuesto por 26 preguntas básicas (seleccionadas del total de 84 preguntas del índice completo). Los especialistas en GC de IFC seleccionaron los indicadores más importantes del índice completo a fin de concentrar el enfoque del GC en los indicadores clave antes de realizar el análisis empírico para garantizar que los resultados no estuvieran sesgados<sup>14</sup>. La construcción del índice principal de GC es importante, porque puede ser más fácil replicarlo en estudios posteriores con una muestra más grande de empresas y que forme parte de una evaluación rutinaria del GC para todos los clientes nuevos de IFC.

## 2.4. MUESTRA DE EMPRESAS Y RECOPIACIÓN DE DATOS SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO

Para el estudio se identificó una muestra inicial de aproximadamente 330 empresas en cartera con inversiones desembolsadas entre el 1 de julio de 2010 y el 30 de junio de 2012, y cuyos compromisos en relación con el GC pudieran ser examinados y supervisados por IFC<sup>15</sup>. El período de estudio se seleccionó para garantizar que ningún acontecimiento mundial externo y extraordinario influyera en el GC ni en los indicadores de desempeño a nivel de las empresas (por ejemplo, en un momento en que las consecuencias de la crisis financiera de 2007 probablemente hayan disminuido) y para permitir un período prolongado de cinco a seis años de permanencia de las empresas en la cartera de IFC con la finalidad de que puedan concretarse los resultados de la relación de inversión entre IFC y los clientes.

Todas las empresas de la muestra recibieron invitaciones para completar el cuestionario sobre GC, y 61 de ellas entregaron sus cuestionarios completos con datos sobre sus prácticas de GC en el primer año del desembolso (2011 o 2012) y al finalizar el período de estudio (30 de junio de 2016). Los cuadros 2.2 y 2.3 muestran la distribución por sector y por región.

Las empresas encuestadas representan todas las regiones y los sectores, pero hay una concentración en el sector de las instituciones financieras (49 % de la muestra)<sup>16</sup>.

<sup>12</sup> Algunas empresas pueden encuadrar en más de una categoría. Por ejemplo, las instituciones financieras también pueden clasificarse como empresas que cotizan en bolsa o empresas familiares. En ese caso, en el estudio se aplican todas las preguntas de todas las categorías en las que se encuadra la empresa.

<sup>13</sup> La mayoría de los índices de GC elaborados en las publicaciones utiliza preguntas con la misma ponderación (cada una suma un punto al puntaje total), porque es más fácil reproducirlos. Sin embargo, este estudio está diseñado para también poder asignar ponderaciones mayores a algunas prácticas de GC consideradas más relevantes.

<sup>14</sup> Las preguntas sobre GC que forman parte del índice principal de GC son las siguientes: 2, 4, 6, 10, 14, 15, 16, 19, 21, 24, 30, 31, 33, 38, 39, 42, 45, 48, 54, 56, 59, 62, 69, 72, 75 y 81. En el apéndice C se proporciona una descripción completa de cada pregunta.

<sup>15</sup> De 440 proyectos de inversión en capital y deuda desembolsados entre el 1 de julio de 2010 y el 30 de junio de 2012, se excluyó a los clientes para los que el GC no es un factor clave y sobre los que IFC ejercía una supervisión muy limitada o con los que mantenía una interacción muy limitada en esta área. Entre estos figuraron proyectos con las siguientes características: 1) inversiones en fondos, porque las estructuras de gobierno y los procesos de los fondos son significativamente diferentes de aquellos de las corporaciones; 2) cuestiones relativas a los derechos, porque estas son transacciones que se repiten en las que IFC simplemente ejerce el derecho de la cláusula antidilución sin tomar medidas sobre el GC; 3) cuando el único producto de inversión es la gestión de riesgos, la cobertura o los mecanismos de *swaps* de monedas; 4) proyectos en empresas relacionadas realizados en el mismo país en el mismo momento, o vehículos de propósito especial; 5) proyectos que forman parte del Programa para la Recuperación de Activos en Dificultades, porque son inversiones en empresas que gestionan activos en dificultades de las instituciones financieras sobre una base contractual; 6) inversiones en empresas estatales y municipales; 7) clientes inactivos, pagos anticipados recientes o salidas de la participación de capital que se encuentran en proceso y con las que IFC no tenía una relación activa; 8) clientes excluidos a pedido del oficial de inversiones de IFC debido a una mala relación o una situación de dificultad financiera grave, quiebra o liquidación, y 9) operaciones repetidas con una empresa, porque para este estudio se seleccionó un proyecto por empresa/socio.

<sup>16</sup> Si bien se reconoce que las normas y prácticas de GC con frecuencia son diferentes en los sectores financieros y no financieros, en las empresas que cotizan en bolsa y las que no, y que la capacidad de IFC de influir en el GC y en el desempeño de las empresas clientes varía según la naturaleza de la relación de inversión (deuda o capital), el tamaño pequeño de la muestra de este estudio no permitió realizar un análisis por separado de cada uno de estos subgrupos. Sin embargo, los resultados del estudio dentro de cada subgrupo fueron similares a los de la muestra total, como se detalla en la sección 3.2.6.

**Cuadro 2.1.** Resultado indicativo del índice de GC

Tema	Dimensión	Cant. de preguntas	Puntaje del cliente	% de adhesión por dimensión	Ponderación de la dimensión	Contribución de cada dimensión al puntaje final
1	Compromiso con el GC	7	5	71 %	20 %	14 %
2	Estructura y funcionamiento del directorio	38	29	76 %	20 %	15 %
3	Procesos y entorno de control	25	13	52 %	20 %	10 %
4	Transparencia y divulgación de información	18	15	83 %	20 %	17 %
5	Derechos de los accionistas	12	4	33 %	20 %	7 %
SUMA		84	66			
% total de adhesión al GC 0 %-100 %						63 %

**Gráfico 2.1.** Resultado indicativo del índice de GC**Cumplimiento de las prácticas de GC recomendadas (%)**

% total de cumplimiento = 59,0 %



También se observa una concentración regional en las empresas de América Latina y el Caribe (36 % de la muestra) debido a la alta tasa de respuesta. El total de 61 encuestados representa un desembolso total de alrededor de USD 1500 millones en inversión de IFC en deuda y capital. De los 61 encuestados, 18 son entidades que cotizan en bolsa, de las cuales 13 corresponden al

sector no financiero y 5 son instituciones financieras. Con respecto a la clasificación, 5 encuestados pertenecen al nivel I, 42 al nivel II y 8 al nivel III<sup>17</sup>. En relación con el tipo de financiamiento, 25 operaciones son transacciones solo de capital, 33 son operaciones de solo deuda y 3 son clientes tanto de deuda como de capital.

<sup>17</sup> El nivel de las transacciones de inversión de IFC se define como la combinación de la CRC y el volumen de la inversión; las transacciones de nivel III, en promedio, son las más riesgosas y las de mayor volumen.

## Recuadro 2.1. Las ventajas de un índice de gobierno corporativo amplio

Una de las ventajas de elaborar el índice de GC con docenas de preguntas (a partir de las cuales se genera un puntaje del 0 % al 100 %) es que aumenta la variación entre las empresas de la muestra y las probabilidades de encontrar correlaciones estadísticamente significativas. Esto es importante para este estudio, en vista de que su muestra es relativamente pequeña y el período que abarca, breve.

Además, al agrupar las preguntas en cinco dimensiones diferentes en el índice de GC se puede realizar un análisis más detallado del impacto de la dimensión general en el desempeño empresarial, así como de las prácticas específicas dentro de cada dimensión (como la existencia de un comité de auditoría dentro de los procesos y el entorno de control).

Como contraejemplo hipotético, es probable que un indicador de GC conciso compuesto por solo cuatro niveles (en el que la mayoría de las empresas probablemente se ubicaría en el mismo grupo) no proporcione la variabilidad del indicador de la calidad del GC que permite obtener resultados estadísticamente significativos.

## 2.5. LAS LIMITACIONES DEL ESTUDIO Y EL PROBLEMA DE LA CAUSALIDAD

Este estudio procura investigar el *nexo* entre el GC y el desempeño de los clientes de IFC; no tiene la finalidad de demostrar una relación *causal* entre las prácticas de GC y el desempeño. Dado que la cantidad de empresas que integran la muestra del estudio es pequeña y que los datos corresponden a un plazo relativamente breve de cuatro a cinco años, la investigación proporcionó una cantidad reducida de observaciones empresa-año. Esto, a su vez, limitó la posibilidad de utilizar regresiones múltiples basadas en procedimientos econométricos sofisticados, como las técnicas del método generalizado de los momentos, que se supone que, al menos, mitigan los problemas de endogeneidad. Por lo tanto, en el estudio no se puede afirmar ninguna causalidad entre el GC y el desempeño de las empresas. En consecuencia, desde una perspectiva metodológica debe considerarse un estudio *correlacional* y no causal<sup>18</sup>.

Esta salvedad deriva de la característica observable de los datos<sup>19</sup>, así como de las importantes limitaciones relacionadas con la muestra y los métodos estadísticos utilizados en esta investigación.

En primer lugar, el estudio analiza una muestra pequeña de 61 empresas que respondieron al cuestionario sobre

GC y puede, potencialmente, estar sesgado hacia las mejores empresas (por ejemplo, se excluyó a las compañías con dificultades financieras graves, y era más probable que participaran las empresas que tienen mejor relación con IFC). En el recuadro 2.2 se brinda un análisis más detallado del sesgo muestral.

En segundo lugar, en vista de que en el pasado no se recopilaban datos sobre GC, la evaluación de las prácticas de GC que aplicaban los clientes de IFC en el momento del desembolso en 2011 o 2012 se realizó tras consultar a los propios clientes al respecto a finales del ejercicio de 2016. La exactitud de los datos posiblemente esté comprometida debido al sesgo de memoria y a la posibilidad de que los clientes hayan dado la misma respuesta para ambos períodos. Sin embargo, los datos recopilados fueron evaluados por los funcionarios de la cartera que conocían las empresas para verificar, según su leal saber y entender, la precisión de la información proporcionada. No obstante, cabe la posibilidad de que algunas conclusiones se hayan visto afectadas.

La tercera limitación radica en que la muestra está compuesta por empresas de diferentes sectores y regiones de todo el mundo. Esto implica grandes variaciones en las etapas de madurez de las reglamentaciones, las prácticas financieras, el clima para la inversión, el riesgo político, etc. La influencia de los factores relativos al sector y al país en el GC puede ser multifacética y no considerarse adecuadamente en el estudio.

<sup>18</sup> Un estudio correlacional se realiza en el entorno natural de la organización, sin interferencias o con una interferencia mínima del investigador en el flujo normal de las operaciones. En un estudio causal, en cambio, el investigador trata de manipular ciertas variables para estudiar los efectos de dicha manipulación en las variables dependientes.

<sup>19</sup> Los datos en este estudio son observacionales en el sentido de que los investigadores no pueden manipular su variable de interés (la adhesión a las prácticas de GC) para analizar su efecto en la variable dependiente (el desempeño empresarial).

**Cuadro 2.2.** Desglose de la muestra por sector

Sector	Cantidad de empresas	% de la muestra
Telecomunicaciones, medios, tecnología e inversiones en capital de riesgo (TMT)	3	5 %
Grupo de instituciones financieras (FIG)	30	49 %
Infraestructura y recursos naturales (INR)	11	18 %
Manufacturas, agroindustria y servicios (MAS)	17	28 %
Total	61	100 %

**Cuadro 2.3.** Desglose regional de la muestra

Región	Cantidad de empresas	% de la muestra
América Latina y el Caribe	22	36 %
Europa y Asia central	10	16 %
Asia oriental y el Pacífico	7	11 %
África al sur del Sahara	9	15 %
Asia meridional	8	13 %
Oriente Medio y Norte de África	5	8 %
Total	61	100 %

Sin embargo, este último punto reviste menor importancia para los indicadores financieros, que (a través de la CRC y la metodología de calificación del DOTS) incorporan la evaluación crediticia del país en la calificación asignada por IFC. Por ejemplo, la calificación crediticia del país es un factor en la CRC de IFC que se asigna anualmente. Pero es probable que los datos disponibles para crear las variables no estén elaborados de manera uniforme

para todas las empresas. Por ejemplo, el DOTS aplica diferentes indicadores de desempeño a las empresas que pertenecen a distintos sectores. Mientras que las instituciones financieras se evalúan a través de indicadores como préstamos nuevos a pequeñas y medianas empresas, las compañías manufactureras se evalúan a través de indicadores como el valor bruto añadido.

## Recuadro 2.2. Sesgo muestral

El sesgo muestral se produce cuando una muestra se arma de tal manera que algunos miembros de la población que se desea analizar tienen menos probabilidades de ser incluidos que otros. Es lo que sucede con este estudio. Por ejemplo, se excluyó a las empresas con dificultades financieras graves, y la exclusión de empresas con un desempeño extremadamente deficiente da como resultado una muestra sesgada.

Es posible que en el estudio también se haya incurrido en un sesgo de selección, que se produce cuando se eligen para el análisis personas, grupos o datos de manera tal que se impide una aleatorización adecuada, por lo que la muestra obtenida no es representativa de la población que se pretende analizar.

Como consecuencia, nuestros resultados no pueden generalizarse a todo el conjunto de operaciones de IFC. Además, hay dos problemas específicos relacionados con el sesgo de selección que tienden a afectar la capacidad para generalizar los resultados del estudio y aplicarlos a todo el mercado. El primero deriva del hecho de que IFC no selecciona a sus empresas clientes al azar (puede, por ejemplo, elegir compañías que son más rentables y de riesgo bajo). El segundo es que IFC exige que las empresas adopten ciertas prácticas de gobierno corporativo para considerarlas admisibles para recibir su inversión. Como resultado, la muestra probablemente sea más homogénea en las prácticas de GC que las empresas del mercado que no forman parte de la cartera de IFC.

# Hallazgos

La base de datos de GC y los indicadores del desempeño elaborados para el estudio facilitaron dos vías de investigación principales:

- **Comparaciones entre subgrupos:** para evaluar si existe una diferencia significativa entre las medias de al menos dos subgrupos (por ejemplo, las empresas que forman parte del 25 % superior en la mejora de las prácticas de GC en comparación con las del 25 % inferior) en una variable de desempeño, como el ROE, a través de pruebas de hipótesis para la diferencia de medias de dos muestras.
- **Análisis de reducción de datos:** para identificar las preguntas sobre GC más pertinentes y para identificar las que predicen con mayor solidez los indicadores del desempeño.

## 3.1. ANÁLISIS DEL PUNTAJE DE GOBIERNO CORPORATIVO

El análisis de los puntajes de GC de las empresas incluidas en la muestra del estudio en el momento del desembolso original de IFC revela algunos resultados interesantes<sup>20</sup>.

En promedio, las empresas de la muestra aplicaban el 60 % de las prácticas de GC recomendadas en el momento del desembolso original de IFC. Esto muestra que, en general, adoptan más de la mitad de las prácticas de GC evaluadas por el instrumento al inicio de su relación con IFC.

En el análisis de cada dimensión del GC, la esfera de transparencia y divulgación de información presenta el puntaje más alto (73,4 %), seguida de cerca por la de entorno de control (71,1 %), mientras que la esfera de derechos de los accionistas tiene el puntaje más bajo (58,9 %), seguida por la de compromiso con el GC (62,6 %).

- Si se examinan desde la perspectiva de los sectores, se observa que los puntajes de GC de las instituciones financieras en general son un 14 % mejores que aquellos de las empresas del sector real (67 % frente a 53 %). Las diferencias más grandes se encuentran en las esferas de entorno de control (26 %) y

compromiso con el GC (25 %), mientras que en la esfera de derechos de los accionistas, las empresas del sector real mostraron mejores prácticas de GC que las instituciones financieras, en un 4 %. El desempeño superior de las instituciones financieras en dos dimensiones podría deberse a que los requisitos normativos del sector financiero son más estrictos y a que tales empresas generalmente se encuentran en una etapa de desarrollo más madura.

- Curiosamente, los puntajes de GC de las empresas en las que IFC invirtió en instrumentos de deuda o en capital accionario son prácticamente los mismos. Además, mientras que las prácticas del directorio generalmente son mejores en los clientes que recibieron participaciones de capital, los clientes de deuda tienen un mejor desempeño en la esfera de derechos de los accionistas.
- Las empresas de la muestra que cotizan en bolsa tienen, en promedio, puntajes de GC un 6 % más altos que aquellas que no cotizan en bolsas de valores; las áreas de transparencia y divulgación de información y entorno de control presentan la diferencia más grande entre los dos grupos. Sin embargo, las empresas que no cotizan en bolsa presentaron, en promedio, mejores prácticas en un 16 % en la esfera de derechos de los accionistas. Posiblemente esto se explique por la simplicidad de las protecciones de los accionistas

<sup>20</sup> Para obtener más detalles sobre los puntajes de GC en el momento del desembolso y al final del estudio, y sobre la variación de los puntajes de los diferentes subgrupos, véase el apéndice A.

en las compañías que no cotizan en bolsa, en las que los accionistas existentes se amparan en acuerdos privados para proteger sus intereses.

- Finalmente, el volumen de las inversiones de IFC (nivel III frente a los niveles II y I) no pareció relacionarse con los puntajes de GC de las empresas.

En el estudio se analizó luego el desempeño del GC de las empresas destinatarias de las inversiones durante el período de tenencia de la cartera. El análisis permitió extraer las siguientes observaciones:

- En promedio, las empresas incluidas en la muestra mejoraron su puntaje de GC en más de un 7 % desde el momento del desembolso de IFC hasta el final del período de estudio (junio de 2016). Las mejoras más importantes se observaron en las dimensiones de compromiso con el GC (11,3 %) y prácticas del directorio (8 %), mientras que la de derechos de los accionistas presentó las mejoras más bajas (1 %).
- Si bien las empresas del sector real en general tuvieron puntajes de GC más bajos en el momento del desembolso en comparación con las instituciones financieras, las mejoras en estos dos grupos, en general, fueron prácticamente las mismas. Las instituciones financieras parecieron centrarse más en las mejoras en el compromiso con el GC, al perfeccionar sus políticas de GC y priorizar las mejoras en su entorno de control. Las empresas del sector real también mejoraron sus políticas formales de GC y realizaron avances relevantes en transparencia y divulgación de información.
- Tanto las empresas con inversiones en deuda como las que recibieron participaciones en capital también mejoraron sus puntajes de GC en promedio en igual medida, un 8 %. La diferencia entre la variación de los puntajes de GC de las empresas que cotizan en bolsa y las que no (6 % frente a 7 %) es insignificante.
- Resulta interesante el hecho de que, si bien las empresas con inversiones de IFC grandes o pequeñas tenían puntajes de GC similares en el momento del desembolso, las que recibieron inversiones más pequeñas mejoraron más (8 % frente al 2 % de las inversiones más grandes).

La descripción anterior de los puntajes de GC en el momento del desembolso y las mejoras durante todo el período de estudio en los distintos subgrupos muestra que las diferencias más marcadas se encuentran entre las instituciones financieras y las empresas del sector real, especialmente en las esferas de compromiso con el GC y entorno de control. En otros aspectos, como

el tipo de producto de inversión, el volumen de la inversión y la cotización en bolsas de valores, no se observaron diferencias importantes, lo que hace que los resultados de la muestra total puedan aplicarse también a cada subgrupo.

## 3.2. COMPARACIONES ENTRE SUBGRUPOS

En el contexto de la información de referencia sobre el GC en las empresas de la muestra, el análisis de los subgrupos se realizó dividiendo a las empresas en cuatro cuartiles sobre la base de lo siguiente:

- El nivel de aplicación en las empresas de las prácticas de GC en 2011, para analizar el primer objetivo del estudio (determinar si las mejores prácticas de GC de los clientes de IFC a la fecha del desembolso se relacionan con un mejor desempeño durante el período de inversión).
- La mejora del GC a lo largo del tiempo, para analizar el segundo objetivo (determinar si las empresas que muestran una mejora mayor en sus prácticas de GC desde la fecha de desembolso de IFC hasta el final del período de estudio tienen un mejor desempeño durante todo este período).
- El nivel promedio de aplicación de las prácticas de GC recomendadas desde 2011 hasta 2016, para analizar el tercer objetivo (saber si el nivel promedio del GC en los clientes de IFC se relaciona con un mejor desempeño empresarial).

Después de dividir a las empresas en cuatro grupos, se comparó el desempeño del cuartil superior frente al del cuartil inferior a través de pruebas de hipótesis para la diferencia de medias. A continuación, se presentan los resultados de este procedimiento para cada hipótesis. Pero antes, obsérvese en el cuadro 3.1 los coeficientes de correlación entre las dos variables principales del GC (índice completo de GC e índice principal de GC) y las variables de desempeño.

El cuadro 3.1 presenta correlaciones estadísticamente significativas entre los dos indicadores de GC y las variables de desempeño. Las correlaciones son aún más sólidas para el índice principal de GC que para el índice completo de GC. Específicamente, el equipo a cargo del estudio observó que todas las correlaciones entre el índice principal de GC y todas las variables de desempeño son estadísticamente significativas en el nivel del 1 %.

**Cuadro 3.1.** Correlaciones entre las variables seleccionadas

	Índice completo de GC	Índice principal de GC
PUNTAJE ODO 1-6	0,2288***	0,3408***
DOTS FIN	0,1012*	0,2596***
DOTS ECON	0,1768***	0,2346***
ROE/ROIC	0,1067**	0,3105***
EROE/EROIC	0,0689	0,3106***
CRED_RISK_1-7	-0,3289***	-0,2775***
CRED_RISK_1-11	-0,3250***	-0,2863***

**Nota:** El cuadro muestra los coeficientes de correlación de Pearson entre las variables del GC en la primera hilera y las variables de desempeño en la primera columna. El índice completo de GC muestra el nivel de adhesión de las empresas de la muestra a las 84 preguntas del cuestionario sobre GC. El índice principal de GC mide el nivel promedio de adhesión de las empresas de la muestra a las 26 preguntas del cuestionario (el subconjunto de preguntas sobre GC que, según el departamento de IFC encargado de ASG, son las más pertinentes). El puntaje ODO 1-6 es la calificación de los resultados generales en términos de desarrollo del proyecto en una escala de puntos del 1 al 6 que va desde muy ineficaz hasta muy eficaz. DOTS FIN y DOTS ECON son las evaluaciones del desempeño financiero y económico promedio del proyecto en una escala del 1 al 4 que va desde insatisfactorio hasta excelente. ROE/ROIC es el rendimiento anual del capital o el rendimiento del capital invertido del proyecto. EROE/EROIC es el rendimiento económico anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto. CRED\_RISK\_1-7 y CRED\_RISK\_1-11 representan la calificación del riesgo crediticio del proyecto en dos escalas diferentes. En el apéndice E se detallan las definiciones operacionales de todas las variables. \*\*\*, \*\* y \* denotan significación en los niveles de 1 %, 5 %, y 10 %, respectivamente.

### 3.2.1. Primer objetivo: Efecto de las prácticas de gobierno corporativo vigentes al momento del desembolso en el desempeño de la empresa

Para el primer objetivo, en el estudio se buscó alguna relación entre las prácticas de GC de una empresa a la fecha del desembolso y su desempeño durante el período de inversión. En el cuadro 3.2 se comparan los indicadores de desempeño de dos grupos: el grupo superior en GC hace referencia al cuartil superior de las empresas que tienen los puntajes de GC más altos a la fecha del desembolso, y el grupo inferior en GC se refiere a las empresas que tienen los puntajes de GC más bajos en la misma fecha.

En promedio, las empresas del cuartil superior presentaron una adhesión del 82 % en el índice de GC a la fecha del desembolso, mientras que las del cuartil inferior mostraron un nivel de adhesión mucho más bajo, de solo el 37 %.

Como se expone en el cuadro 3.2, el resultado principal es que las empresas con el puntaje de GC más alto tienen una calificación del riesgo crediticio más baja. Por ejemplo, cuando la calificación del riesgo crediticio del proyecto se convierte a la escala del 1 al 11 (CRC 1 a 11), el cuartil de las empresas con las mejores prácticas de GC muestra un riesgo crediticio de 4,62,

valor significativamente más bajo (en el nivel del 1 %) que el puntaje de 6,08 del grupo que aplica prácticas de GC más deficientes. Por lo tanto, la inversión en empresas que tienen un mejor GC a la fecha del desembolso se relaciona con una CRC promedio 1,50 puntos más baja durante todo el período de inversión.

Otras variables de desempeño apuntan en la dirección esperada. Sin embargo, el equipo no observó valores estadísticamente significativos en la mayoría de estos resultados. Por lo tanto, los datos solo constituyeron un apoyo parcial del primer objetivo. Es probable que la ausencia de resultados estadísticamente significativos en este caso se deba a que la cantidad de observaciones es pequeña. En el gráfico 3.1 se comparan las calificaciones del riesgo crediticio de los dos cuartiles de acuerdo con las últimas dos hileras del cuadro 3.2.

### 3.2.2. Segundo objetivo: Mejora de las prácticas de gobierno corporativo y desempeño

En el cuadro 3.3 se utiliza el mismo análisis que en el cuadro anterior para verificar el segundo objetivo. Se comparan los indicadores del desempeño de los cuartiles superior e inferior y se observan específicamente las mejoras en las prácticas de GC de 2011 a 2016.

**Cuadro 3.2.** Prácticas de GC a la fecha del desembolso

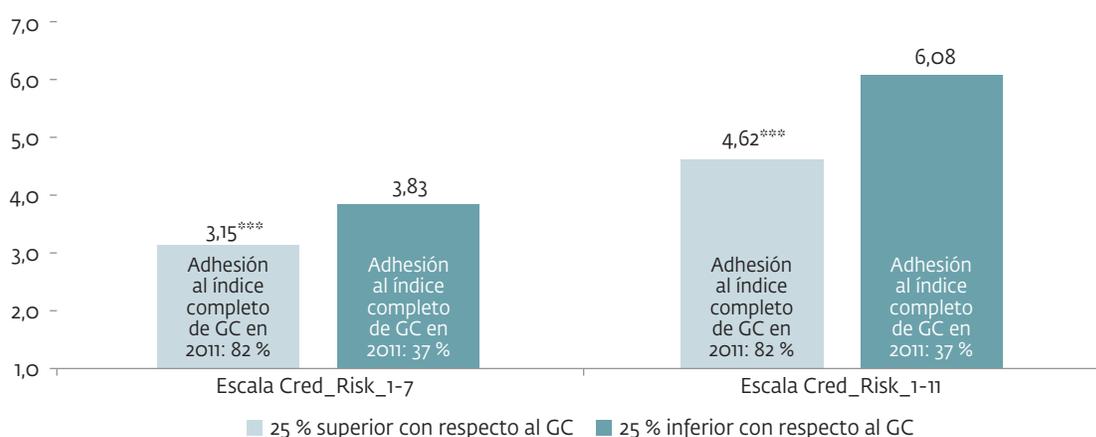
Variable de desempeño	Referencias	ÍNDICE COMPLETO DE GC		
		Cuartil inferior en GC P25 Cumplimiento promedio con el índice de GC en 2011 = 37 %	Cuartil superior en GC P75 Cumplimiento promedio con el índice de GC en 2011 = 82 %	Valor p de la diferencia de las medias (P75-P25) <sup>a</sup>
<b>PUNTAJE ODO 1-6</b>	Media	<b>4,03</b>	<b>4,37</b>	<b>0,098*</b>
	Desviación estándar	(0,60)	(0,77)	
	n	n = 16	n = 14	
<b>DOTS FIN</b>	Media	<b>3,36</b>	<b>3,34</b>	0,515
	Desviación estándar	(1,17)	(1,11)	
	n	n = 16	n = 14	
<b>DOTS ECON</b>	Media	<b>3,54</b>	<b>3,78</b>	0,279
	Desviación estándar	(0,97)	(1,18)	
	n	n = 16	n = 14	
<b>ROE/ROIC</b>	Media	<b>11,69 %</b>	<b>12,64 %</b>	0,384
	Desviación estándar	(8,78 %)	(8,38 %)	
	n	n = 15	n = 14	
<b>EROE/EROIC</b>	Media	<b>15,96 %</b>	<b>17,16 %</b>	0,380
	Desviación estándar	(11,20 %)	(9,74 %)	
	n	n = 15	n = 14	
<b>CRED_RISK_1-7</b>	Media	<b>3,83</b>	<b>3,15</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,39)	(0,37)	
	n	n = 12	n = 13	
<b>CRED_RISK_1-11</b>	Media	<b>6,08</b>	<b>4,62</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(1,08)	(0,77)	
	n	n = 12	n = 13	

**Nota:** El cuadro presenta pruebas de comparación de las medias entre las variables seleccionadas (pruebas t de dos muestras con variaciones desiguales) de dos grupos: CUARTIL SUPERIOR EN GC P75 hace referencia al 25 % superior de las empresas en lo que respecta al nivel de adhesión a las 84 preguntas del cuestionario sobre GC a la fecha del desembolso; CUARTIL INFERIOR EN GC P25 hace referencia al 25 % inferior en el nivel de adhesión al índice de GC en la misma fecha. El puntaje ODO 1-6 es la calificación de los resultados generales en términos de desarrollo del proyecto en una escala del 1 al 6 que va desde muy ineficaz hasta muy eficaz. DOTS FIN y DOTS ECON son las evaluaciones del desempeño financiero y económico promedio del proyecto en una escala del 1 al 4 que va desde insatisfactorio hasta excelente. ROE/ROIC es el rendimiento anual del capital o el rendimiento del capital invertido del proyecto. EROE/EROIC es el rendimiento económico anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto. CRED\_RISK\_1-7 y CRED\_RISK\_1-11 representan la calificación del riesgo crediticio del proyecto en dos escalas diferentes. En el apéndice E se detallan las definiciones operacionales de todas las variables. \*\*\*, \*\* y \* denotan significación en los niveles de 1 %, 5 %, y 10 %, respectivamente.

<sup>a</sup> El valor p, o valor de probabilidad, es el nivel de significación marginal dentro de una prueba de hipótesis que representa la probabilidad de que se produzca un determinado suceso. A los efectos de este estudio, un valor p bajo (típicamente  $\leq 0,05$ ) proporciona pruebas contundentes de que existe una diferencia significativa entre los indicadores de desempeño de las empresas del 75 % superior y las del 25 % inferior sobre la base de sus puntajes de GC. Por lo tanto, un valor p bajo nos permite rechazar la afirmación de que el desempeño de los dos grupos es igual. Por otro lado, un valor p alto ( $> 0,05$ ) indica pruebas insuficientes contra la hipótesis nula, en el sentido de que no nos permite rechazar la idea de que los indicadores de desempeño de los dos grupos son estadísticamente diferentes.

### Gráfico 3.1. Calificaciones del riesgo crediticio y prácticas de GC al momento del desembolso

Comparación entre subgrupos: el 25 % superior frente al 25 % inferior en términos de adhesión a las prácticas de GC a la fecha del desembolso, riesgo crediticio en escalas del 1 al 7 y del 1 al 11



En promedio, las empresas del cuartil superior mejoraron sus prácticas de GC en un 25 % de 2011 a 2016, mientras que las del cuartil inferior mostraron una variación nula en relación con el índice de GC en este período.

Desde el punto de vista estadístico, el resultado principal que se muestra en el cuadro 3.3 es que las empresas que registraron las mayores mejoras en sus prácticas de GC tuvieron un mejor desempeño en la evaluación financiera y económica general del proyecto (DOTS Fin y DOTS Econ). En el primer caso, las empresas del cuartil superior de mejora del GC obtuvieron un DOTS Fin de 3,72 en una escala del 1 al 4, mientras que las del cuartil inferior alcanzaron un puntaje de solo 3,09. En el segundo caso, las empresas del cuartil superior obtuvieron un DOTS Econ de 3,94, frente al 3,30 del grupo del cuartil inferior. En ambos casos, la diferencia de medias entre los dos grupos es estadísticamente significativa, en el nivel del 10 %. Por lo tanto, las empresas que mejoraron más su GC durante el período de inversión lograron un desempeño aproximadamente un 20 % más alto en el indicador DOTS Fin y el indicador DOTS Econ, en promedio.

Los resultados de otras variables de desempeño no fueron estadísticamente significativos. Nuevamente, debido a la escasa cantidad de empresas en la muestra no se ha encontrado una diferencia de medias estadísticamente significativa entre los dos grupos.

En el gráfico 3.2 se compara el desempeño promedio de DOTS Fin y DOTS Econ en los cuartiles superior e inferior según la segunda y tercera hileras del cuadro 3.3.

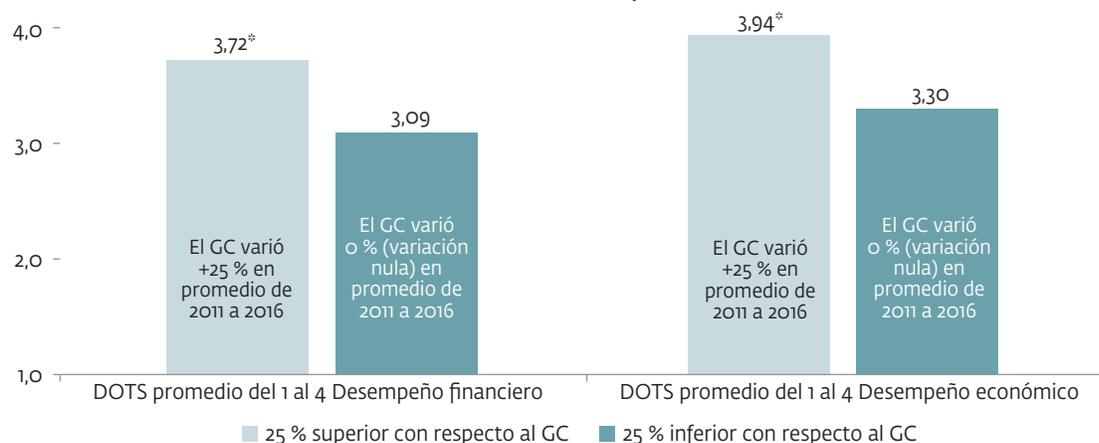
### 3.2.3. Tercer objetivo: Nivel promedio de las prácticas de gobierno corporativo y desempeño

Tal como se especificó en la sección 2.1, en este estudio también se buscó verificar si el nivel general de las prácticas de GC durante el período de inversión guarda una correlación positiva con los indicadores de desempeño. En vista de que las prácticas de GC suelen ser relativamente estables en el tiempo (como se refleja en el hecho de que aproximadamente una cuarta parte de la muestra no registró ninguna variación en dichas prácticas durante los cinco años analizados), se calcula un puntaje de GC promedio para cada empresa en los cinco años estudiados sobre la base de sus puntajes de GC a la fecha del desembolso y al final del período de estudio.

Si bien se admite que este procedimiento no es perfecto, ya que no proporciona el puntaje anual de GC exacto de cada empresa, nos permitió comprobar si las que tenían parámetros de GC más altos durante el período de análisis efectivamente lograban un mejor desempeño que las que mostraban valores menos satisfactorios. Una ventaja importante de este enfoque es que, al calcular el puntaje de GC promedio anual de cada empresa, se pudo correlacionar este indicador con las mediciones del desempeño que también se calculan de forma anual. Por consiguiente, se calculó el nivel medio de las prácticas recomendadas de GC de las empresas de la muestra de 2011 a 2016, como se expone en el cuadro 3.4.

### Gráfico 3.2. Mejora financiera y económica de las prácticas de GC

Comparación entre subgrupos: el 25 % superior frente al 25 % inferior en términos de mejora en el nivel de adhesión al índice completo de GC de 2011 a 2016



Esto, a su vez, aumenta la cantidad de observaciones empresa-año correspondiente a cada cuartil. Luego, se compararon los resultados de los puntajes de GC promedio de las empresas de los cuartiles superior e inferior.

Debido a la mayor cantidad de observaciones, se obtienen resultados estadísticamente significativos para todas las variables de desempeño en el cuadro 3.4, a excepción del EROE/EROIC. Específicamente, las empresas que tienen el mayor puntaje promedio del índice de GC tienen un mejor desempeño que el grupo de las que están rezagadas con respecto al GC en las esferas de ODO, DOTS Fin, DOTS Econ, ROE y riesgo crediticio.

Si se analiza el ODO específicamente, que es una medida del impacto general en el desarrollo, se puede observar que las empresas del cuartil superior obtienen, en promedio, un puntaje de 4,41 en comparación con el valor mucho más bajo de 3,98 del cuartil inferior. Este resultado es estadísticamente significativo en el nivel del 1 %. Otro ejemplo es el del ROE. Las empresas del cuartil superior con respecto al GC presentan un ROE promedio aproximadamente un 20 % más alto que el del cuartil inferior (13,05 % en comparación con 10,96 %).

Debido al aumento en la cantidad de observaciones, el equipo a cargo del estudio encuentra un apoyo mucho más sólido para la tercera hipótesis.

#### 3.2.4. Índice principal del gobierno corporativo y desempeño

En lugar de examinar las correlaciones entre el GC y el desempeño con el índice completo de GC, se repite aquí el análisis anterior utilizando el índice principal de GC, compuesto por las preguntas, como se muestra en el cuadro 3.5<sup>21</sup>.

Como se indica en el cuadro de correlaciones presentado anteriormente en esta sección, las correlaciones entre el GC y el desempeño son mucho más fuertes cuando se utiliza el índice principal de GC, compuesto por 26 preguntas. En este caso, se observan resultados estadísticamente significativos en el nivel del 1 % en todas las variables de desempeño, lo que indica que las empresas en las que el nivel de aplicación de las prácticas de GC recomendadas es mayor logran un mejor desempeño que las del grupo con el nivel más bajo de prácticas de GC recomendadas.

La diferencia entre los grupos en este caso es más marcada. Por ejemplo, las empresas del cuartil superior con respecto al GC presentan un ROE promedio del 18,56 %, es decir, alrededor del triple del 6,91 % correspondiente al cuartil inferior. La misma diferencia de magnitud se observa en el rendimiento económico del capital. Mientras que las empresas con el nivel más alto de GC presentan un EROE del 24,35 %, las rezagadas muestran un EROE de solo el 9,32 %. En el gráfico 3.3 se exponen estos resultados.

<sup>21</sup> El equipo también analizó los objetivos 1 y 2 usando el índice principal de GC en lugar de la versión completa. Los resultados fueron cualitativamente los mismos.

**Cuadro 3.3.** Comparación de las medias de la mejora del GC desde 2011 hasta 2016

Variable de desempeño	Referencias	ÍNDICE COMPLETO DE GC		
		Cuartil inferior en GC P25 Variación media de las prácticas de GC = 0 %	Cuartil superior en GC P75 Variación media de las prácticas de GC = +25 %	Valor p de la diferencia de las medias (P75-P25)
<b>PUNTAJE ODO 1-6</b>	Media	<b>4,24</b>	<b>4,36</b>	0,345
	Desviación estándar	(0,83)	(0,72)	
	n	n = 19	n = 10	
<b>DOTS FIN</b>	Media	<b>3,09</b>	<b>3,72</b>	<b>0,081*</b>
	Desviación estándar	(0,97)	(1,16)	
	n	n = 19	n = 10	
<b>DOTS ECON</b>	Media	<b>3,30</b>	<b>3,94</b>	<b>0,068*</b>
	Desviación estándar	(1,11)	(1,02)	
	n	n = 19	n = 10	
<b>ROE/ROIC</b>	Media	<b>10,05 %</b>	<b>8,58 %</b>	0,6119
	Desviación estándar	(7,33 %)	(15,84 %)	
	n	n = 18	n = 11	
<b>EROE/EROIC</b>	Media	<b>13,35 %</b>	<b>11,53 %</b>	0,6087
	Desviación estándar	(9,78 %)	(19,04 %)	
	n	n = 18	n = 10	
<b>CRED_RISK_1-7</b>	Media	<b>3,73</b>	<b>3,36</b>	0,1553
	Desviación estándar	(0,99)	(0,92)	
	n	n = 19	n = 11	
<b>CRED_RISK_1-11</b>	Media	<b>5,89</b>	<b>5,36</b>	0,1986
	Desviación estándar	(1,82)	(1,50)	
	n	n = 19	n = 11	

**Nota:** El cuadro presenta pruebas de comparación de las medias entre las variables seleccionadas (pruebas t de dos muestras con variaciones desiguales) de dos grupos: CUARTIL SUPERIOR EN GC P75 hace referencia al 25 % superior de las empresas en la mejora en la adhesión a las 84 preguntas del cuestionario sobre GC desde 2011 hasta 2016; CUARTIL INFERIOR EN GC P25 hace referencia al 25 % inferior en la adhesión al índice de GC en el mismo período. Debido a que 14 empresas de la muestra informaron una variación nula en su puntaje de GC desde 2011 hasta 2016, tenemos una mayor cantidad de compañías en el grupo del cuartil inferior en comparación con el cuartil superior. El puntaje ODO 1-6 es la calificación de los resultados generales en términos de desarrollo del proyecto en una escala del 1 al 6 que va desde muy ineficaz hasta muy eficaz. DOTS FIN y DOTS ECON son las evaluaciones del desempeño financiero y económico promedio del proyecto en una escala del 1 al 4 que va desde insatisfactorio hasta excelente. ROE/ROIC es el rendimiento anual del capital o el rendimiento del capital invertido del proyecto. EROE/EROIC es el rendimiento económico anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto. CRED\_RISK\_1-7 y CRED\_RISK\_1-11 representan la calificación del riesgo crediticio del proyecto en dos escalas diferentes. En el apéndice E se detallan las definiciones operacionales de todas las variables. \*\*\*, \*\* y \* denotan significación en los niveles de 1 %, 5 %, y 10 %, respectivamente

### 3.2.5. Gobierno corporativo y calificación del riesgo ambiental y social

El equipo también realizó un análisis adicional para examinar la relación entre la aplicación de las prácticas

de GC recomendadas en las empresas de la muestra y su calificación del riesgo ambiental y social. La CRAS es un índice creado por IFC para evaluar la capacidad de sus clientes en materia ambiental y social y su gestión de estas cuestiones de conformidad con el Marco de

**Cuadro 3.4.** Comparación de las medias del nivel de prácticas de GC promedio

Variable de desempeño	Referencias	ÍNDICE COMPLETO DE GC		
		Cuartil inferior en GC P25 Cumplimiento promedio con el índice de GC de 2011 a 2016 = 42 %	Cuartil superior en GC P75 Cumplimiento promedio con el índice de GC de 2011 a 2016 = 84 %	Valor p de la diferencia de las medias (P75-P25)
<b>PUNTAJE ODO 1-6</b>	Media	<b>3,98</b>	<b>4,41</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,64)	(0,77)	
	n	n = 96	n = 90	
<b>DOTS FIN</b>	Media	<b>3,02</b>	<b>3,47</b>	<b>0,004***</b>
	Desviación estándar	(1,15)	(1,11)	
	n	n = 96	n = 90	
<b>DOTS ECON</b>	Media	<b>3,25</b>	<b>3,82</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,94)	(1,15)	
	n	n = 96	n = 90	
<b>ROE/ROIC</b>	Media	<b>10,96 %</b>	<b>13,05 %</b>	<b>0,040**</b>
	Desviación estándar	(8,04 %)	(7,90 %)	
	n	n = 90	n = 90	
<b>EROE/EROIC</b>	Media	<b>15,70 %</b>	<b>16,72 %</b>	0,258
	Desviación estándar	(11,20 %)	(9,55 %)	
	n	n = 90	n = 84	
<b>CRED_RISK_1-7</b>	Media	<b>3,86</b>	<b>3,15</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,76)	(0,75)	
	n	n = 92	n = 89	
<b>CRED_RISK_1-11</b>	Media	<b>6,15</b>	<b>4,80</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(1,44)	(1,42)	
	n	n = 92	n = 89	

**Note:** El cuadro presenta pruebas de comparación de las medias entre las variables seleccionadas (pruebas t de dos muestras con variaciones desiguales) de dos grupos: CUARTIL SUPERIOR EN GC P75 hace referencia al 25 % superior de las empresas en el nivel promedio de adhesión a las 84 preguntas del cuestionario sobre GC desde 2011 hasta 2016; CUARTIL INFERIOR EN GC P25 hace referencia al 25 % inferior en el nivel de adhesión al índice de GC en el mismo período. El puntaje ODO 1-6 es la calificación de los resultados generales en términos de desarrollo del proyecto en una escala del 1 al 6 que va desde muy ineficaz hasta muy eficaz. DOTS FIN y DOTS ECON son las evaluaciones del desempeño financiero y económico promedio del proyecto en una escala del 1 al 4 que va desde insatisfactorio hasta excelente. ROE/ROIC es el rendimiento anual del capital o el rendimiento del capital invertido del proyecto. EROE/EROIC es el rendimiento económico anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto. CRED\_RISK\_1-7 y CRED\_RISK\_1-11 representan la calificación del riesgo crediticio del proyecto en dos escalas diferentes. En el apéndice E se detallan las definiciones operacionales de todas las variables. \*\*\*, \*\* y \* denotan significación en los niveles de 1 %, 5 %, y 10 %, respectivamente.

Sostenibilidad de IFC. Se calcula en una escala del 1 al 4: excelente, satisfactoria, parcialmente satisfactoria e insatisfactoria. Por lo tanto, un puntaje más bajo indica un riesgo ambiental y social más bajo relacionado con la empresa.

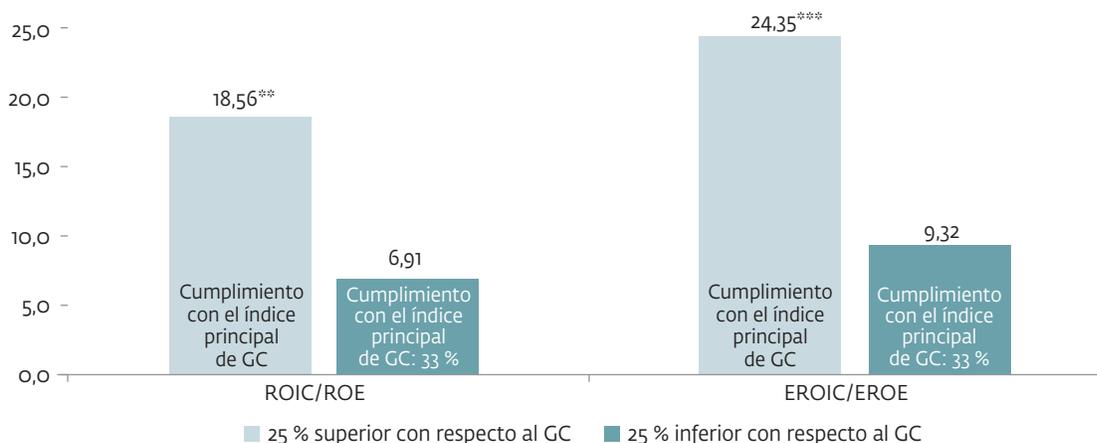
El análisis comenzó con la observación de que existe una correlación por pares de -0,2438 entre las dos variables. Si bien no es considerable en términos absolutos (las correlaciones varían de -1 a +1), esta correlación es significativa en el nivel del 1 %. El

siguiente paso fue un procedimiento análogo al del análisis del subgrupo anterior, en el que las empresas de la muestra se dividieron en cuatro cuartiles sobre la base de las prácticas de GC y luego se comparó la CRAS promedio de los dos cuartiles de los extremos. Los resultados se presentan en el gráfico 3.4.

Según el gráfico 3.4, las empresas del cuartil superior presentaron una CRAS promedio de 2,01, frente a una CRAS más alta, de 2,19, en las compañías del cuartil inferior (esta diferencia fue estadísticamente significativa en el nivel del 5 %). Para decirlo de manera sencilla, las empresas del cuartil superior de las prácticas de GC tuvieron en promedio una CRAS un 10 % más baja que las del cuartil inferior.

### Gráfico 3.3. ROE/ROIC y EROE/EROIC y el índice principal de GC

Comparación entre subgrupos: el 25 % superior frente al 25 % inferior en la adhesión a las prácticas de GC (índice principal, 26 preguntas seleccionadas): ROIC/ROE y EROIC/EROE



### Cuadro 3.5. Puntaje promedio del índice principal de GC y desempeño

Variable de desempeño	Referencias	ÍNDICE PRINCIPAL DE GC		Valor p de la diferencia de las medias (P75-P25)
		Cuartil inferior en GC P25 Índice principal de GC (26 preg.) 2011-16 = 33 %	Cuartil superior en GC P75 Índice principal de GC (26 preg.) 2011-16 = 82 %	
<b>PUNTAJE ODO 1-6</b>	Media	<b>3,95</b>	<b>4,88</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,70)	(0,67)	
	n	n = 90	n = 78	
<b>DOTS FIN</b>	Media	<b>3,12</b>	<b>4,03</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(1,09)	(0,82)	
	n	n = 90	n = 78	
<b>DOTS ECON</b>	Media	<b>3,28</b>	<b>4,10</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,98)	(0,85)	
	n	n = 90	n = 78	
<b>ROE/ROIC</b>	Media	<b>6,91 %</b>	<b>18,56 %</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(13,43 %)	(8,37 %)	
	n	n = 84	n = 78	

**Cuadro 3.5.** Puntaje promedio del índice principal de GC y desempeño (continuación)

Variable de desempeño	Referencias	ÍNDICE PRINCIPAL DE GC		Valor p de la diferencia de las medias (P75-P25)
		Cuartil inferior en GC P25 Índice principal de GC (26 preg.) 2011-16 = 33 %	Cuartil superior en GC P75 Índice principal de GC (26 preg.) 2011-16 = 82 %	
<b>EROE/EROIC</b>	Media	<b>9,32 %</b>	<b>24,35 %</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(15,84 %)	(11,29 %)	
	n	n = 84	n = 78	
<b>CRED_RISK_1-7</b>	Media	<b>3,84</b>	<b>3,52</b>	<b>0,006***</b>
	Desviación estándar	(0,84)	(0,82)	
	n	n = 93	n = 77	
<b>CRED_RISK_1-11</b>	Media	<b>6,17</b>	<b>5,45</b>	<b>0,001***</b>
	Desviación estándar	(1,57)	(1,49)	
	n	n = 93	n = 77	

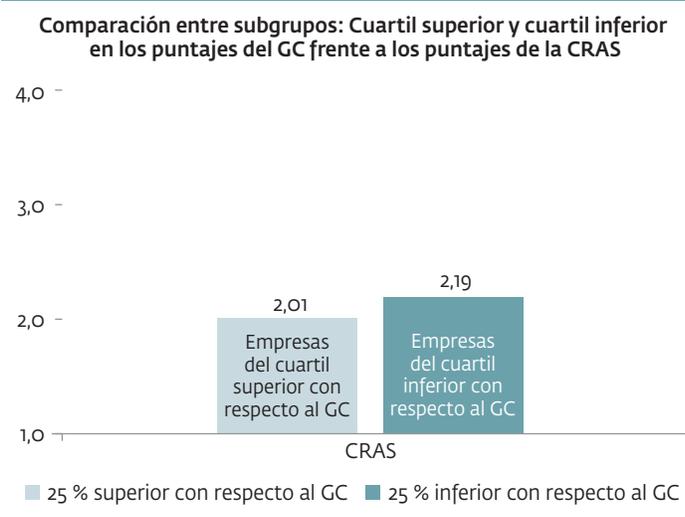
**Nota:** El cuadro presenta pruebas de comparación de las medias entre las variables seleccionadas (pruebas t de dos muestras con variaciones desiguales) de dos grupos: CUARTIL SUPERIOR EN GC P75 hace referencia al 25 % superior de las empresas en el nivel medio de los puntajes del índice principal de GC, correspondiente al cuestionario compuesto por 26 preguntas. CUARTIL INFERIOR EN GC P25 hace referencia al 25 % inferior del índice principal de GC. El puntaje ODO 1-6 es la calificación de los resultados generales en términos de desarrollo del proyecto en una escala del 1 al 6 que va desde muy ineficaz hasta muy eficaz. DOTS FIN y DOTS ECON son las evaluaciones del desempeño financiero y económico promedio del proyecto en una escala del 1 al 4 que va desde insatisfactorio hasta excelente. ROE/ROIC es el rendimiento anual del capital o el rendimiento del capital invertido del proyecto. EROE/EROIC es el rendimiento económico anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto. CRED\_RISK\_1-7 y CRED\_RISK\_1-11 representan la calificación del riesgo crediticio del proyecto en dos escalas diferentes. En el apéndice E se detallan las definiciones operacionales de todas las variables. \*\*\*, \*\* y \* denotan significación en los niveles del 1 %, 5 %, y 10 %, respectivamente.

### 3.2.6. División de la muestra según las características clave del proyecto

Para concluir la comparación entre subgrupos, se dividió la muestra en función de tres características clave del proyecto: 1) operaciones de capital frente a operaciones de deuda; 2) operaciones de nivel I o nivel II frente a operaciones de nivel III, y 3) clientes financieros frente a clientes no financieros. Esto permite investigar si existe una relación entre el GC y el desempeño en cada una de estas categorías de empresas.

Los cuadros 3.6 y 3.7 muestran un análisis del cuartil superior frente al cuartil inferior en el subconjunto de la muestra de operaciones de capital y en el de operaciones de deuda, usando el índice principal de GC<sup>22</sup>.

**Gráfico 3.4.** CRAS y puntajes promedio del GC



<sup>22</sup> En esta sección se presentan los resultados obtenidos utilizando la versión reducida del índice de GC. Los resultados con el índice completo fueron cualitativamente los mismos, aunque más deficientes desde el punto de vista de la significación estadística.

Dichos cuadros revelan que las empresas que pertenecen al cuartil superior con respecto al GC presentan indicadores del desempeño considerablemente mejores que aquellas del cuartil inferior tanto en las operaciones de deuda como en las de capital. Por lo tanto, se verifica la correlación estadísticamente positiva entre el GC y el desempeño en las inversiones de IFC en deuda y en capital cuando

se consideran como grupos independientes. En las operaciones de deuda (cuadro 3.7), todos los resultados fueron significativos en el nivel del 1 %. Sin embargo, en las de capital, el cuadro 3.6 muestra que el desempeño económico según el DOTS fue la única variable cuyos coeficientes no fueron estadísticamente significativos (aunque apuntan en la dirección esperada). Los cuadros

**Cuadro 3.6.** Muestra fragmentada según características clave del proyecto: Operaciones de capital

ÍNDICE PRINCIPAL DE GC: SOLO OPERACIONES DE CAPITAL				
Variable de desempeño	Referencias	Cuartil inferior en GC P25 Cumplimiento con el índice principal de GC (26 preg.) 2011-16 = 32 %	Cuartil superior en GC P75 Cumplimiento con el índice principal de GC (26 preg.) 2011-16 = 81 %	Valor p de la diferencia de las medias (P75-P25)
<b>PUNTAJE ODO 1-6</b>	Media	<b>3,58</b>	<b>4,80</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,28)	(0,68)	
	n	n = 24	n = 48	
<b>DOTS FIN</b>	Media	<b>2,92</b>	<b>4,03</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,81)	(0,85)	
	n	n = 24	n = 48	
<b>DOTS ECON</b>	Media	<b>3,08</b>	<b>3,78</b>	<b>0,117</b>
	Desviación estándar	(1,00)	(0,91)	
	n	n = 24	n = 48	
<b>ROE/ROIC</b>	Media	<b>-2,19 %</b>	<b>18,84 %</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(20,04 %)	(9,17 %)	
	n	n = 24	n = 48	
<b>EROE/EROIC</b>	Media	<b>-1,80 %</b>	<b>24,92 %</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(22,84 %)	(12,77 %)	
	n	n = 24	n = 48	
<b>CRED_RISK_1-7</b>	Media	<b>4,11</b>	<b>3,75</b>	<b>0,072*</b>
	Desviación estándar	(0,99)	(0,89)	
	n	n = 28	n = 48	
<b>CRED_RISK_1-11</b>	Media	<b>6,78</b>	<b>5,94</b>	<b>0,033**</b>
	Desviación estándar	(1,91)	(1,55)	
	n	n = 28	n = 48	

**Nota:** El cuadro presenta pruebas de comparación de las medias para las operaciones de *capital* entre las variables seleccionadas (pruebas t de dos muestras con variaciones desiguales) de dos grupos: CUARTIL SUPERIOR EN GC P75 hace referencia al 25 % superior de las empresas en el nivel medio de adhesión a la versión reducida (índice principal de GC) del cuestionario sobre GC, compuesto por 26 preguntas. CUARTIL INFERIOR EN GC P25 hace referencia al 25 % inferior en el nivel de adhesión al índice principal de GC. El puntaje ODO 1-6 es la calificación de los resultados generales en términos de desarrollo del proyecto en una escala del 1 al 6 que va desde muy ineficaz hasta muy eficaz. DOTS FIN y DOTS ECON son las evaluaciones del desempeño financiero y económico promedio del proyecto en una escala del 1 al 4 que va desde insatisfactorio hasta excelente. ROE/ROIC es el rendimiento anual del capital o el rendimiento del capital invertido del proyecto. EROE/EROIC es el rendimiento económico anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto. CRED\_RISK\_1-7 y CRED\_RISK\_1-11 representan la calificación del riesgo crediticio del proyecto en dos escalas diferentes. En el apéndice E se detallan las definiciones operacionales de todas las variables. \*\*\*, \*\* y \* denotan significación en los niveles de 1 %, 5 %, y 10 %, respectivamente.

también muestran que, para algunos indicadores del desempeño, como el ROE, la diferencia entre los dos cuartiles de los extremos con respecto al GC es mucho mayor en la submuestra de operaciones de capital que en la de deuda. Específicamente, mientras que la diferencia del ROE entre los cuartiles inferior y superior es de aproximadamente un 20 % en las operaciones de capital, la misma diferencia asciende solo al 8 % en las operaciones de deuda.

El equipo realizó los mismos análisis dividiendo la muestra en operaciones de nivel I o nivel II frente a las de nivel III, y en clientes financieros frente a clientes no financieros. Los resultados (disponibles a pedido) son cualitativamente los mismos que los que se obtuvieron en el análisis de deuda frente a capital. En todos los casos, en los tres subgrupos analizados se verifica que las empresas que pertenecen al cuartil superior de las prácticas de GC logran mejor desempeño.

**Cuadro 3.7.** Muestra fragmentada según características clave del proyecto: Operaciones de deuda

		ÍNDICE PRINCIPAL DE GC: SOLO OPERACIONES DE DEUDA		
Variable de desempeño	Referencias	Cuartil inferior en GC P25	Cuartil superior en GC P75	Valor p de la diferencia de las medias (P75-P25)
		Cumplimiento con el índice principal de GC (26 preg.) 2011-16 = 33 %	Cumplimiento con el índice principal de GC (26 preg.) 2011-16 = 85 %	
<b>PUNTAJE ODO 1-6</b>	Media	<b>4,09</b>	<b>5,00</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,76)	(0,64)	
	n	n = 66	n = 30	
<b>DOTS FIN</b>	Media	<b>3,19</b>	<b>4,05</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(1,17)	(0,78)	
	n	n = 66	n = 30	
<b>DOTS ECON</b>	Media	<b>3,35</b>	<b>4,62</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,97)	(0,34)	
	n	n = 66	n = 30	
<b>ROE/ROIC</b>	Media	<b>10,55 %</b>	<b>18,11 %</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(7,08 %)	(7,01 %)	
	n	n = 60	n = 30	
<b>EROE/EROIC</b>	Media	<b>13,77 %</b>	<b>23,44 %</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(8,92 %)	(8,54 %)	
	n	n = 60	n = 30	
<b>CRED_RISK_1-7</b>	Media	<b>3,72</b>	<b>3,14</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(0,74)	(0,52)	
	n	n = 65	n = 29	
<b>CRED_RISK_1-11</b>	Media	<b>5,91</b>	<b>4,65</b>	<b>0,000***</b>
	Desviación estándar	(1,33)	(0,97)	
	n	n = 65	n = 29	

**Nota:** El cuadro presenta pruebas de comparación de las medias para las operaciones de *deuda* entre las variables seleccionadas (pruebas t de dos muestras con variaciones desiguales) de dos grupos: CUARTIL SUPERIOR EN GC P75 hace referencia al 25 % superior de las empresas en el nivel medio de adhesión a la versión reducida (índice principal de GC) del cuestionario sobre GC, compuesto por 26 preguntas. CUARTIL INFERIOR EN GC P25 hace referencia al 25 % inferior en el nivel de adhesión al índice principal de GC. \*\*\*, \*\* y \* denotan significación en los niveles de 1 %, 5 %, y 10 %, respectivamente. En el apéndice E se detallan las definiciones operacionales de todas las variables.

### 3.3. PRIORIZACIÓN DE LOS INDICADORES ESPECÍFICOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO

El segundo método de investigación consiste en identificar qué prácticas específicas del índice de GC predicen con mayor solidez las variables de desempeño. Esto se lleva a cabo a través de un análisis de reducción de datos<sup>23</sup>.

El primer paso consistió en realizar regresiones separadas de los mínimos cuadrados ordinarios para cada pregunta sobre cada variable de desempeño, para luego registrar el valor absoluto de todas las estadísticas t: el valor absoluto (t). El tercer paso consistió en calificar el valor absoluto (t) de cada pregunta para cada indicador de desempeño (por lo tanto, para  $n$  variables de desempeño, la pregunta se califica  $n$  veces)<sup>24</sup>. El paso final implicó clasificar todas las preguntas sobre la base de la calificación de la estadística t media obtenida para todas las variables de desempeño<sup>25</sup>. En el cuadro 3.8 se enumeran las 20 prácticas del índice de GC con calificación más alta.

Tal como indica el cuadro 3.8, 12 de las 20 preguntas con calificación más alta pertenecen a la dimensión de procesos y entorno de control. Muchas de estas prácticas tienen por objeto proteger los activos de las empresas, lo que repercute directamente en su desempeño. Entre estas prácticas clave de GC figuran las de contar con una función de auditoría interna y una función de cumplimiento adecuadas e independientes, y establecer políticas de gestión de riesgos aprobadas por el directorio. Para implementar estas prácticas con éxito, es fundamental tener un directorio debidamente establecido y en funcionamiento que, con frecuencia a través de su comité de auditoría, supervise la administración y se asegure de contar con funciones adecuadas de cumplimiento, gestión de riesgos y auditoría interna. Asimismo, cuando se examina la lista de las prácticas de GC con calificación más alta y se la compara con la

calificación del riesgo crediticio (en lugar de con todas las mediciones del desempeño), surge un énfasis aún mayor en las prácticas de entorno de control adecuadas. El análisis de los 20 principales indicadores de GC realizado por separado para las instituciones financieras y las empresas del sector real muestra una superposición significativa entre ambas, lo que permite generalizar a toda la muestra del estudio la lista de los 20 aspectos principales mencionados.

El equipo también realizó un análisis alternativo (disponible a pedido) que se centró en las empresas con mejor desempeño financiero. Comenzó con la identificación de las 10 empresas cuyo rendimiento del capital promedio fue el más alto durante todo el período de inversión<sup>26</sup>. Se observó que estas empresas tuvieron un ROE promedio del 25,1 % durante este período, es decir, aproximadamente 2,5 veces el ROE promedio de toda la muestra, que se ubicó en el 10,8 %. El siguiente paso fue calcular el nivel promedio de adhesión de estas 10 empresas a cada pregunta del índice de GC y calificar todas las preguntas según el nivel promedio. Este procedimiento llevó a identificar las prácticas de GC habituales en todas las empresas de la muestra con mejor desempeño financiero.

Para concluir, cabe destacar una importante limitación de los análisis realizados en esta sección. Debido a que es probable que la muestra esté sesgada, como se señaló en el recuadro 2.2, los resultados no pueden generalizarse a todo el conjunto de inversiones de IFC. Esto significa que las 20 prácticas principales de GC identificadas en esta sección como las que mejor predicen el desempeño no serían necesariamente las mismas si se realizara este mismo ejercicio con una muestra de empresas diferente. Por lo tanto, para identificar las prácticas principales de GC a las que IFC debe dar prioridad durante su evaluación inicial de las inversiones, se necesitaría un estudio específico con una muestra más grande, seleccionada aleatoriamente. Como sugerencia, en este estudio futuro también se podrían identificar

<sup>23</sup> Las dos técnicas de reducción de datos más comunes son el análisis de componentes principales y el análisis factorial. El análisis de componentes principales es una combinación lineal de variables; el análisis factorial es un modelo de medición de una variable latente. El primer enfoque crea una o más variables del índice a partir de un conjunto más grande de indicadores y a través de una combinación lineal de un conjunto de variables. El segundo enfoque es un modelo de la medición de una variable latente. Esta variable latente no se puede medir directamente con una sola variable. En cambio, se evalúa a través de las relaciones que provoca en un conjunto de variables Y.

<sup>24</sup> Por ejemplo, si hay cinco variables de desempeño, cada pregunta se califica cinco veces. La calificación de una determinada variable de desempeño va de 1 —el valor absoluto (t) más bajo obtenido para esta variable— a la calificación más alta, que equivale a la cantidad de preguntas respondidas para esta variable de desempeño.

<sup>25</sup> Esta investigación comenzó con el análisis de componentes principales y factorial de Stata. Sin embargo, debido a la cantidad reducida de observaciones y al hecho de que solo 9 empresas respondieron las 84 preguntas, esta técnica no logró resultados significativos. El equipo luego realizó este procedimiento alternativo descrito para calificar todas las preguntas en función de su relevancia como factores predictivos del desempeño de la empresa.

<sup>26</sup> Las 10 principales empresas en lo que respecta al ROE promedio desde 2011 hasta 2016 son Nirdhan, BSP, AgBank, Banca Transilvania, Banco BHD, ACLEDA Bank, M&T Bank, Titan Danube, Bakhresa Rwanda y Banco General.

las prácticas principales de GC que deben priorizarse en las empresas o los proyectos con características diferentes, por ejemplo, empresas familiares frente a

empresas no familiares, empresas que cotizan en bolsa frente a empresas que no, y operaciones de capital frente a operaciones de deuda.

**Cuadro 3.8.** Las 20 principales prácticas de GC que permiten predecir con mayor solidez las variables de desempeño

Calificación	Pregunta	Descripción	Dimensión de GC
1	P 49	La unidad de auditoría interna tiene sus propios estatutos o términos de referencia específicos.	Entorno de control
2	P 40	La empresa aplica normas sobre controles internos internacionalmente reconocidas.	Entorno de control
3	P 50	Los estados financieros son auditados por una empresa de auditoría independiente y reconocida.	Entorno de control
4	P 2	La empresa tiene un código de conducta escrito.	Compromiso con el GC
5	P 39	Hay una persona formalmente responsable de las iniciativas de cumplimiento de la empresa (p. ej., encargado del cumplimiento).	Entorno de control
6	P 45	Hay una persona formalmente responsable de las iniciativas de gestión de riesgos de la empresa (p. ej., director de riesgos o gerente de riesgos).	Entorno de control
7	P 48	Existe una función de auditoría interna.	Entorno de control
8	P 26	El directorio realiza autoevaluaciones u otros exámenes de su eficacia de forma anual.	Directorio
9	P 25	El directorio cuenta con una política formal de remuneración para sus miembros, que tiene en cuenta su participación en los comités.	Directorio
10	P 24	La empresa tiene una política escrita que establece reglas para la aprobación de transacciones con partes relacionadas.	Directorio
11	P 44	El directorio supervisa la aplicación de las políticas de gestión de riesgos.	Entorno de control
12	P 3	Los miembros del directorio reciben capacitación periódica sobre temas relacionados con el GC, financiada por la empresa.	Compromiso con el GC
13	P 23	La empresa cuenta con un secretario corporativo.	Directorio
14	P 46	La unidad de auditoría interna tiene un plan de trabajo que el comité de auditoría o el directorio aprueban cada año.	Entorno de control
15	P 47	La unidad de auditoría interna depende directamente del comité de auditoría o del directorio.	Entorno de control
16	P 36	El comité de auditoría supervisa la aplicación de las recomendaciones de los auditores internos y externos.	Entorno de control
17	P 19	El directorio dispone de un comité de auditoría.	Directorio
18	P 21	El directorio realiza reuniones periódicas entre 6 y 8 veces por año (8 a 12 en el caso de las instituciones financieras).	Directorio
19	P 43	El directorio aprueba las políticas de gestión de riesgos de la empresa.	Entorno de control
20	P 42	La empresa tiene un canal de denuncias específico que garantiza el anonimato de los informantes y el debido tratamiento de las denuncias.	Entorno de control

# Conclusiones y aspectos que se pueden mejorar

**En este estudio empírico sobre el vínculo entre el GC y el desempeño de las empresas de la cartera de IFC en los mercados emergentes se muestra que el GC no solo es un elemento importante de riesgo, sino que también guarda una relación positiva con el desempeño del cliente, que se refleja en un riesgo de inversión más bajo y un mejor desempeño financiero. Específicamente, en cuanto a las nuevas operaciones de IFC, la conclusión que se desprende del estudio es que un análisis más adecuado de las prácticas de GC de los posibles clientes de IFC se correlaciona con un riesgo crediticio más bajo durante el período de inversión y, por lo tanto, con una menor probabilidad de incumplimiento de las obligaciones crediticias. El análisis *ex ante* del GC es fundamental para seleccionar a los clientes adecuados y podría estar mejor integrado con otros elementos del análisis de la inversión, incluido el crédito y la valoración. Cuando corresponda, también sería beneficioso definir criterios y análisis para incorporar los factores de riesgo del GC en la evaluación del riesgo crediticio.**

En cuanto a las operaciones de la cartera de IFC, en el estudio se demuestra que invertir tiempo y recursos en el monitoreo del desempeño de los clientes respecto del GC y ayudarlos a mejorar en esta área se asocia con un mejor desempeño económico y financiero. En estos casos, la presión o el apoyo de IFC a los clientes puede generar un resultado beneficioso para ambas partes. Por lo tanto, los servicios de asesoría de IFC sobre GC constituyen una herramienta importante para la creación de valor. Otra conclusión relevante es que, debido a la correlación positiva que existe entre el GC y las CRAS, y a las barreras internas de IFC para la repetición de inversiones en empresas con altos puntajes en las CRAS, las mejoras del GC pueden ser una herramienta para reducir el riesgo ambiental y social, y tener más clientes elegibles para realizar inversiones adicionales.

Los resultados del estudio también indican que la correlación positiva entre el GC y el desempeño se verifica en todos los tipos de clientes de la cartera, independientemente del tamaño de la inversión, el tipo de producto de inversión, la cotización en bolsa de la empresa, el sector al que pertenece y otros parámetros. Esto demuestra que un nivel mínimo de evaluación del riesgo del GC y el monitoreo continuo de este es, probablemente, un factor importante para las operaciones de IFC. Además, los clientes (quizás específicamente en las operaciones de capital) que entienden el GC,

reconocen su valor y están comprometidos con el tema pueden beneficiarse considerablemente de las mejoras en esta área, lo que incluye confiar en la experiencia y los conocimientos especializados a nivel mundial de IFC en servicios de asesoría sobre GC.

Otra conclusión clave que se puede extraer de este estudio es que, a pesar de que el concepto de GC es amplio, es posible conferirle un enfoque práctico y con prioridades. El GC abarca una variedad de elementos, entre los que figuran: 1) la organización y el funcionamiento del directorio; 2) las operaciones diarias de gestión, para garantizar que se salvaguarden los activos de la empresa a través de sistemas sólidos de control interno, gestión de riesgos, cumplimiento y auditoría interna; 3) la divulgación correcta, pertinente y oportuna de la información financiera y no financiera, y 4) los mecanismos para proteger los derechos de todos los accionistas. Sin embargo, no hay un único modelo que se adapte a todas las empresas. La heterogeneidad del GC se debe reflejar adecuadamente en el análisis de riesgos. Y es desde esta perspectiva de riesgo que es posible y recomendable centrar la atención en determinados indicadores centrales de GC que tienen más posibilidades de influir en el desempeño, y dar prioridad a estos. Dichos indicadores clave de GC, posiblemente en forma de principales indicadores de desempeño, se deben analizar y monitorear en todas las operaciones de IFC.

El estudio muestra que el GC no solo puede ser un instrumento importante para gestionar los riesgos y añadir valor para los inversores, sino que también las propias empresas pueden ver una justificación comercial articulada con mayor claridad en favor del buen gobierno corporativo. Cada vez más inversores, en capital accionario y préstamos, incorporan elementos referidos a un mejor GC en sus propuestas de inversión y procesos de diligencia debida. Con igual importancia, los propietarios de empresas, directorios y directivos de alto rango deben reconocer y aprovechar las mejoras en GC que los ayudarían a tomar decisiones de negocios más acertadas y a mejorar su desempeño (financiero y no financiero) para beneficio de los accionistas, las partes interesadas y la economía en general.

Este estudio no debe considerarse único ni definitivo. Puede hacerse mucho más, quizás con énfasis en la relación de causalidad y la cuantificación del precio de un buen GC. Podría resultar beneficiosa la introducción de ciertas mejoras en la diligencia debida interna y en la supervisión de la cartera de IFC, así como en los sistemas internos que recopilan y analizan los datos pertinentes. Específicamente, IFC podría procurar hacer lo siguiente:

- estandarizar la evaluación de riesgos vinculados con el GC al momento de iniciar la transacción (por ejemplo, utilizar indicadores clave de desempeño en materia de GC);
- mejorar los sistemas internos para recopilar datos de alta calidad y retroalimentación de los clientes;
- definir mejores indicadores de desempeño específicos de GC y adaptarlos a los distintos sectores o tipos de entidades;
- mejorar la narrativa de la justificación económica del buen GC, tanto de manera interna como para los clientes;
- explorar formas de estructurar los productos financieros mediante la integración de los aspectos del GC.

Por último, los resultados y los hallazgos de este estudio guardan relación con las investigaciones académicas externas sobre el tema e indican que el GC tiende a ser particularmente relevante para los mercados emergentes y las sociedades anónimas cerradas que no cotizan en bolsa. De esta manera, el estudio contribuye al conjunto de investigaciones sobre este tema.

# Bibliografía

Ammann, M., D. Oesch y M. Schmid (2011), “Corporate governance and firm value: International evidence”, *Journal of Empirical Finance*, 18: pp. 35-55.

Bebchuk, L., A. Cohen y C. Wang (2013), “Learning and the disappearing association between governance and returns”, *Journal of Financial Economics*, 108 (2): pp. 323-48.

Bhagat, S. y B. Bolton (2008), “Corporate governance and firm performance”, *Journal of Financial Economics*, 14 (3): pp. 257-73.

Bhagat, S., B. Bolton y R. Romano (2008), “The promise and peril of corporate governance indices”, *Columbia Law Review*, 108 (8): pp. 1803-82.

Black, B., A. G. De Carvalho, V. Khanna, W. Kim y B. Yurtoglu (2014), “Methods for multicountry studies of corporate governance: Evidence from the BRIKT countries”, *Journal of Econometrics*, 183 (2): pp. 230-40.

Black, B., H. Jang y W. Kim (2006) “Does corporate governance predict firms’ market values? Evidence from Korea”, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22 (2): pp. 366-413.

Borsch-Supan, A. y J. Koke (2002), “An applied econometrician’s view of empirical corporate governance studies”, *German Economic Review*, 3 (3): pp. 295-326.

Bozec, R. y Bozec (2012), “The use of governance indexes in the governance-performance relationship literature: International evidence”, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29: pp. 79-98.

Brown, L. y M. Caylor (2006), “Corporate governance and firm performance”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 25 (4): pp. 409-34.

Chen, K., Z. Chen y J. Wei (2009), “Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital”, *Journal of Corporate Finance*, 15: pp. 273-89.

Claessens, S. y B. B. Yurtoglu (2013), “Corporate governance in emerging markets: A survey”, *Emerging Markets Review*, 15: pp. 1-33.

CLSA Group (2010), *Corporate Governance Watch 2010*, disponible en <https://www.clsa.com/pdf.cfm?link=/assets/files/reports/CLSA-CG-Watch-2010.pdf>.

Desai, R. M., H. Kharas y M. Amin (2017), “Combining good business and good development”, *Brookings Global Working Paper Series*, disponible en <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/05/combining-good-business-development.pdf>.

Diavatopoulos, D. y A. Fodor (2016), “Does corporate governance matter for equity returns?” *Journal of Accounting and Finance*, 16 (5): pp. 39.

Durnev, A. y H. Kim (2005), “To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation”, *Journal of Finance*, 60 (3): pp. 1461-93.

Gompers, P. A., J. L. Ishii y A. Metrick (2003), “Corporate governance and equity prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1): pp. 107-55.

Hitz, J. y N. Lehmann (2013), “The usefulness of corporate governance ratings—Insights from European settings”, documento de trabajo disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/Data\\_Integrity\\_Notice.cfm?abid=2042019](https://papers.ssrn.com/sol3/Data_Integrity_Notice.cfm?abid=2042019).

Klapper, L. e I. Love (2002), “Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets”, documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas de desarrollo del Banco Mundial n.º 2818 (abril).

Leal, R. P. C. y A. Carvalhal Da Silva (2007), “Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)”, documento de trabajo del Centro de Investigaciones del Banco Interamericano de Desarrollo R-514, en Alberto Chong y Florencio López-de-Silanes, *Investor Protection and Corporate Governance—Firm Level Evidence Across Latin America*, Palo Alto, California, Stanford University Press, pp. 213-87, disponible en [http://www.iadb.org/res/pub\\_desc.cfm?pub\\_id=R-514](http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514).

Nguyen, B. D. y K. M. Nielsen (2010), “The value of independent directors: Evidence from sudden deaths”, *Journal of Financial Economics*, 98 (3): pp. 550-67.

Sekaran, U. y R. Bougie (2010), *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*, quinta edición, Hoboken, New Jersey, Wiley (488 p., ISBN 978-0470744796).

Silveira, A. M. y L. A. Barros (2007), “Corporate governance quality and firm value in Brazil”, documento de trabajo disponible en SSRN <http://ssrn.com/abstract=923310>.

Silveira, A. M. y A. Dias (2010), “What is the impact of bad governance practices in a concentrated ownership environment?”, *International Journal of Disclosure and Governance*, 7 (1): pp. 70-91.

Renders, A., A. Gaeremynck y P. Sercu (2010), “Corporate-governance ratings and company performance: A cross-European study”, *Corporate Governance: An International Review*, 18 (2): pp. 87-106.

Wintoki, M., J. Linck y J. Netter (2012), “Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance”, *Journal of Financial Economics*, 105 (3): pp. 581-606.



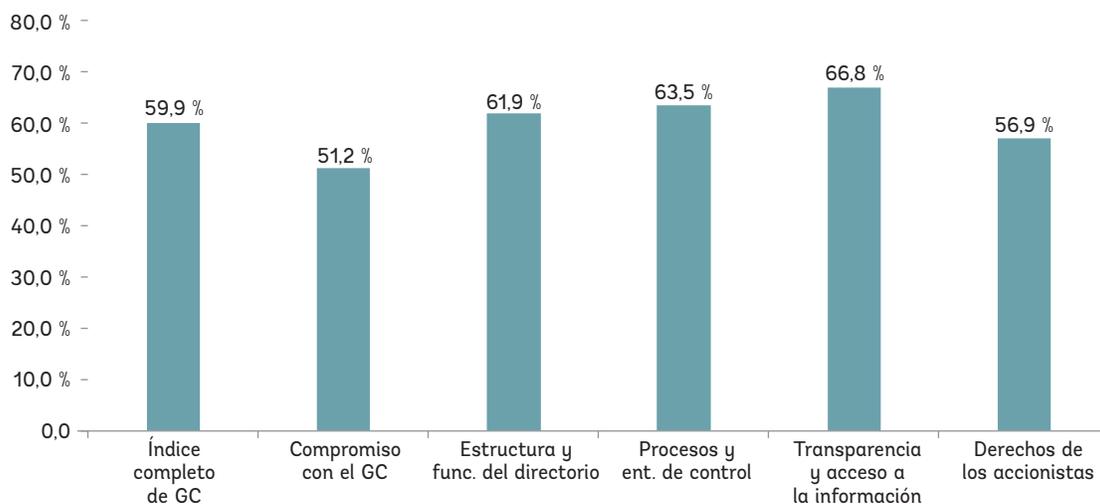
# APÉNDICE A

## Análisis descriptivo de los datos sobre gobierno corporativo

El presente apéndice contiene un análisis descriptivo de los datos sobre GC basados en un cuestionario y recopilados para este estudio. Este ejercicio permitió comparar el nivel de adhesión de las empresas de la muestra a las prácticas de GC según el sector, la región, la dimensión de GC, etc. Se ha establecido esta comparación a la fecha de desembolso y a fines de 2016. Además, se examina la evolución de los cambios en el GC durante el período de estudio.

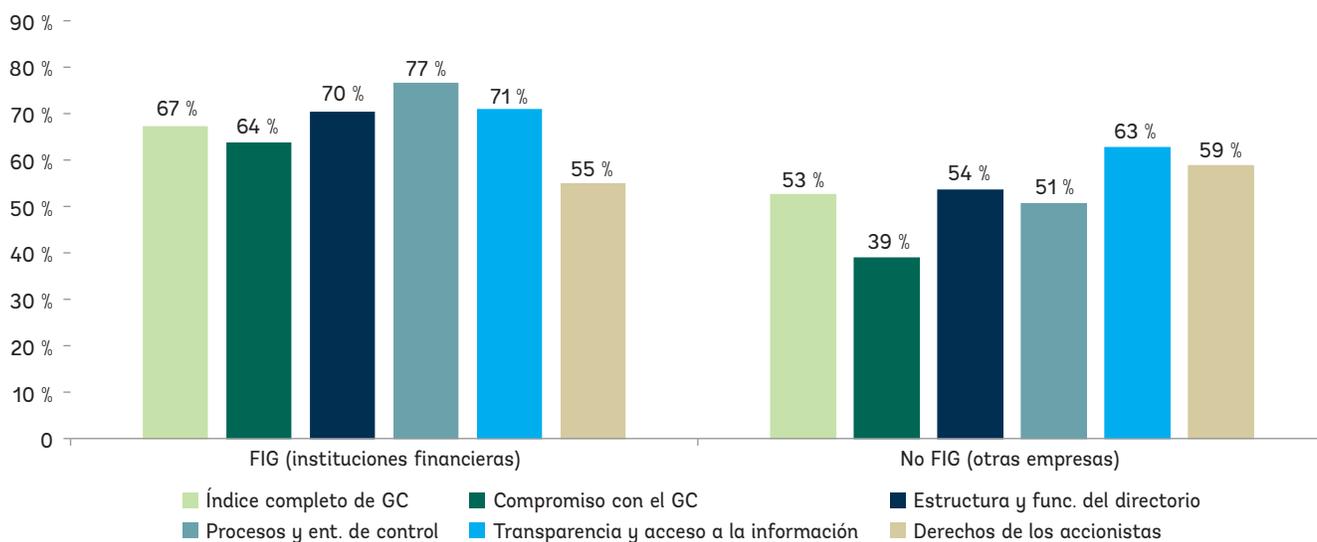
En los gráficos A.1 a A.8 se muestran los puntajes de GC de distintos subgrupos de empresas de la muestra y en los dos momentos mencionados.

**Gráfico A.1.** Nivel general de adhesión a las prácticas recomendadas de GC al momento del desembolso



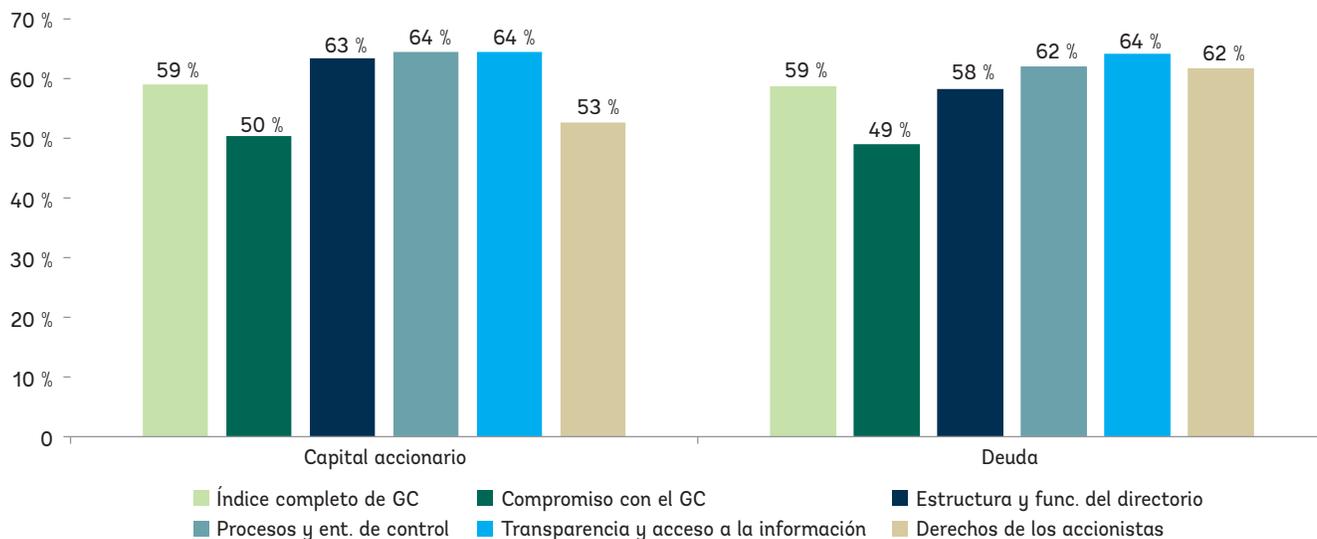
## Gráfico A.2. Prácticas de GC: FIG y no FIG al momento del desembolso

Puntajes de GC por sector: FIG y no FIG

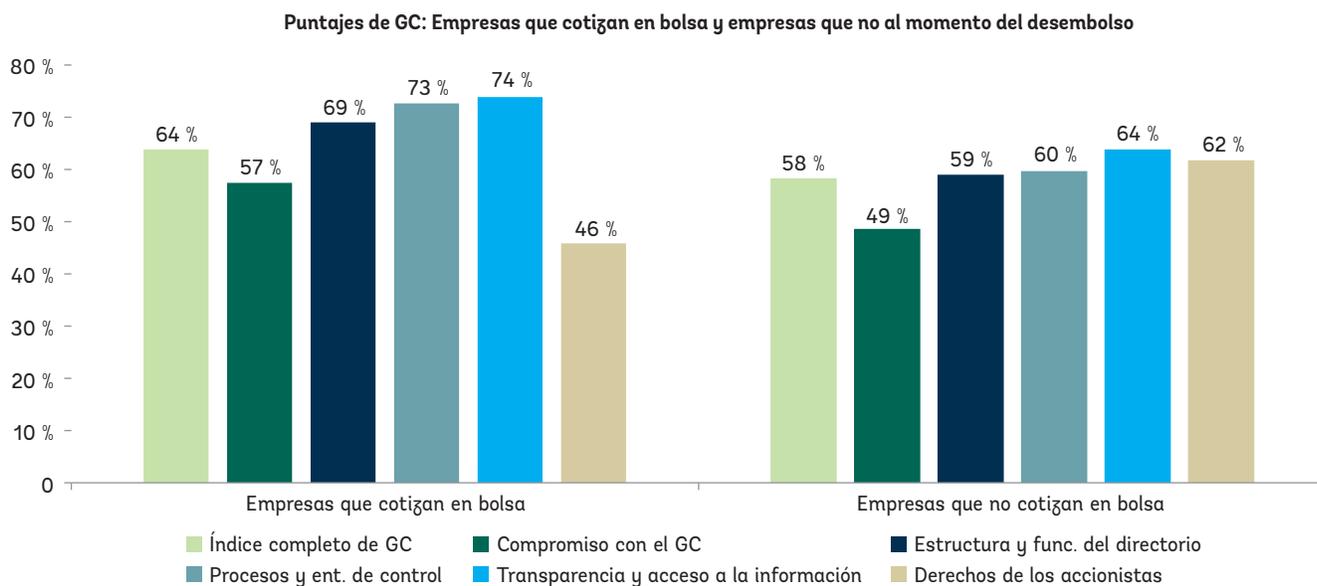


## Gráfico A.3. Prácticas de GC, por producto de inversión al momento del desembolso

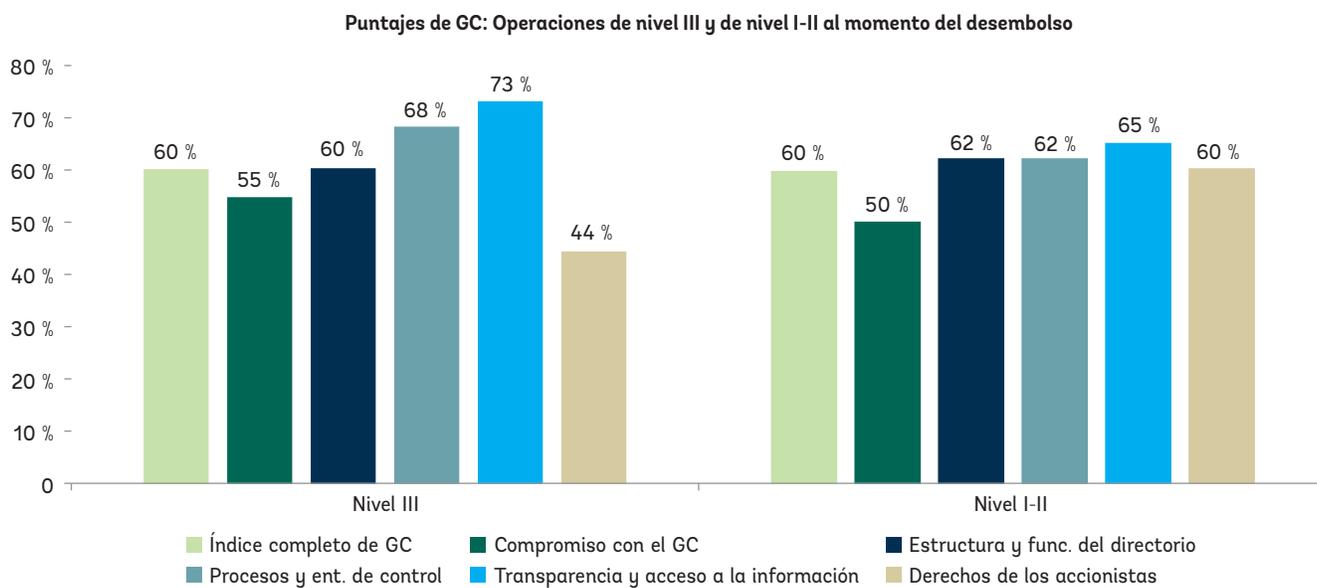
Puntajes de GC: Capital accionario frente a deuda al momento del desembolso



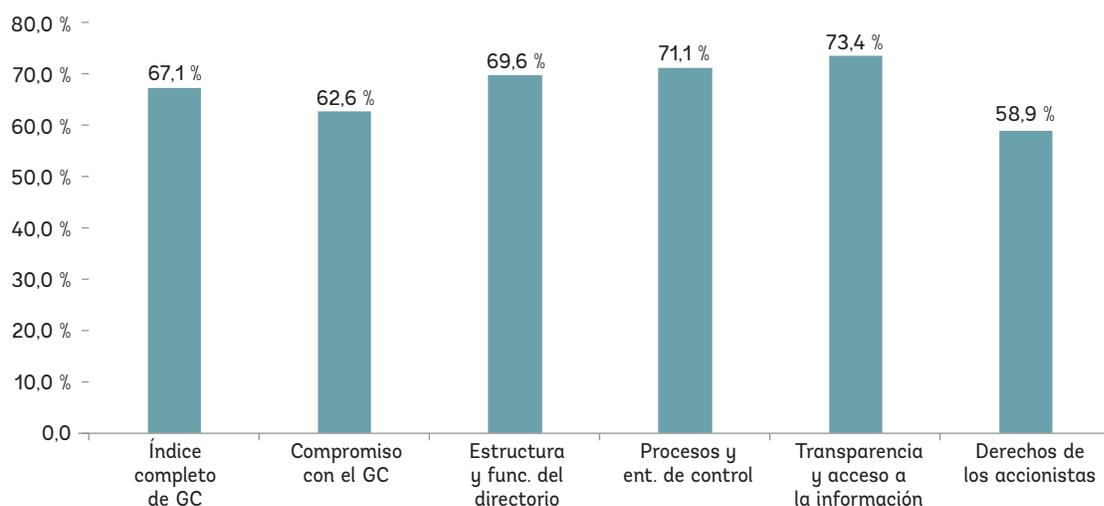
### Gráfico A.4. Prácticas de GC: Empresas que cotizan en bolsa y empresas que no al momento del desembolso



### Gráfico A.5. Prácticas de GC, por nivel de inversión al momento del desembolso

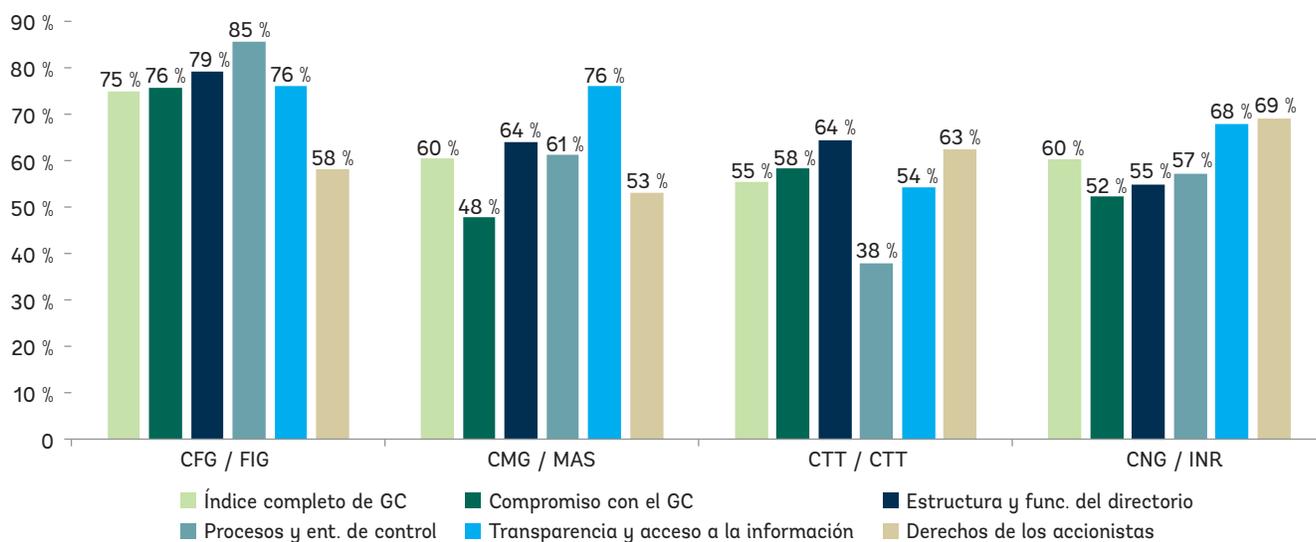


**Gráfico A.6.** Nivel general de las prácticas de GC (junio de 2016)

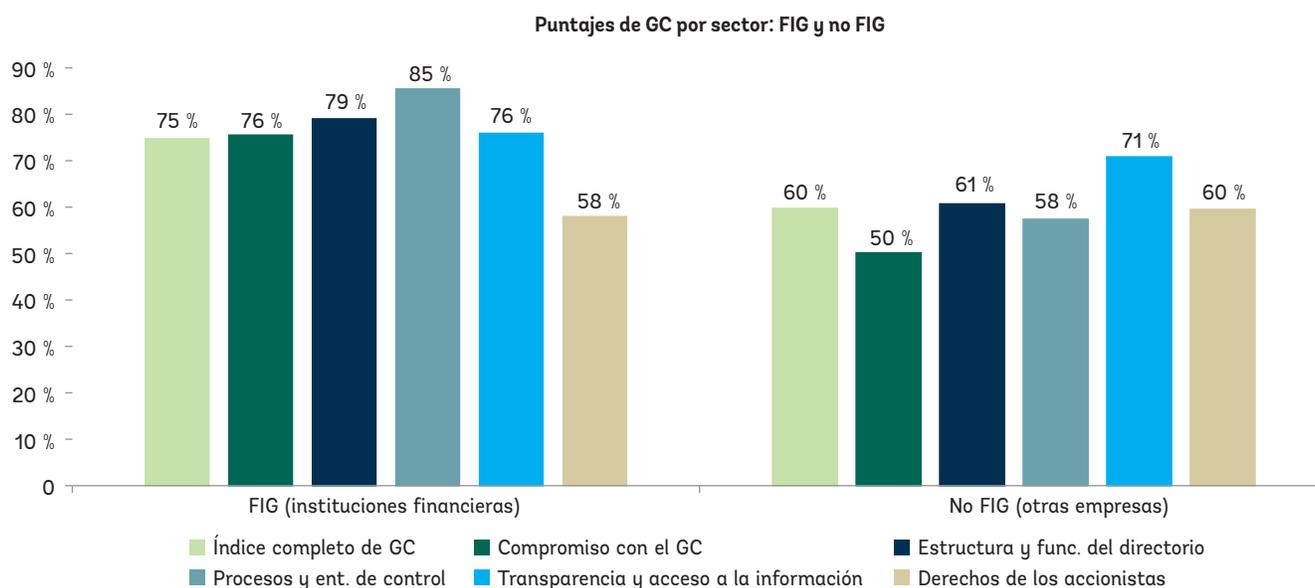


**Gráfico A.7.** Prácticas de GC, por sector (junio de 2016)

Nivel de aplicación de las prácticas recomendadas de GC, por sector

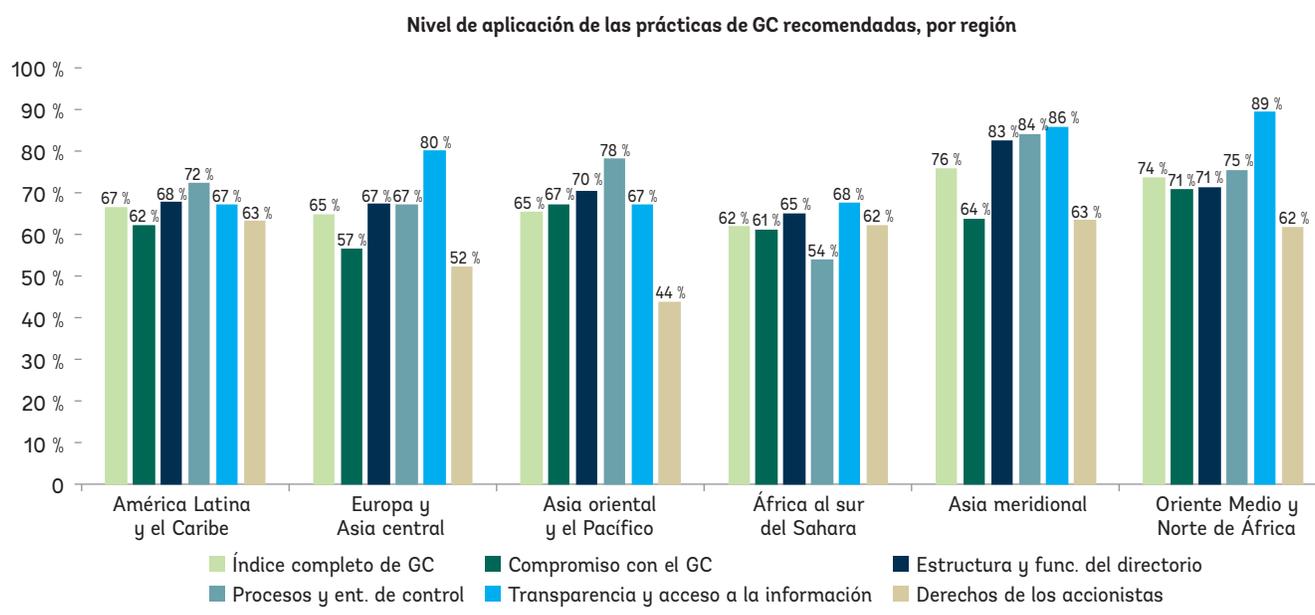


**Gráfico A.8.** Prácticas de GC: FIG y no FIG (finales del ejercicio de 2016)



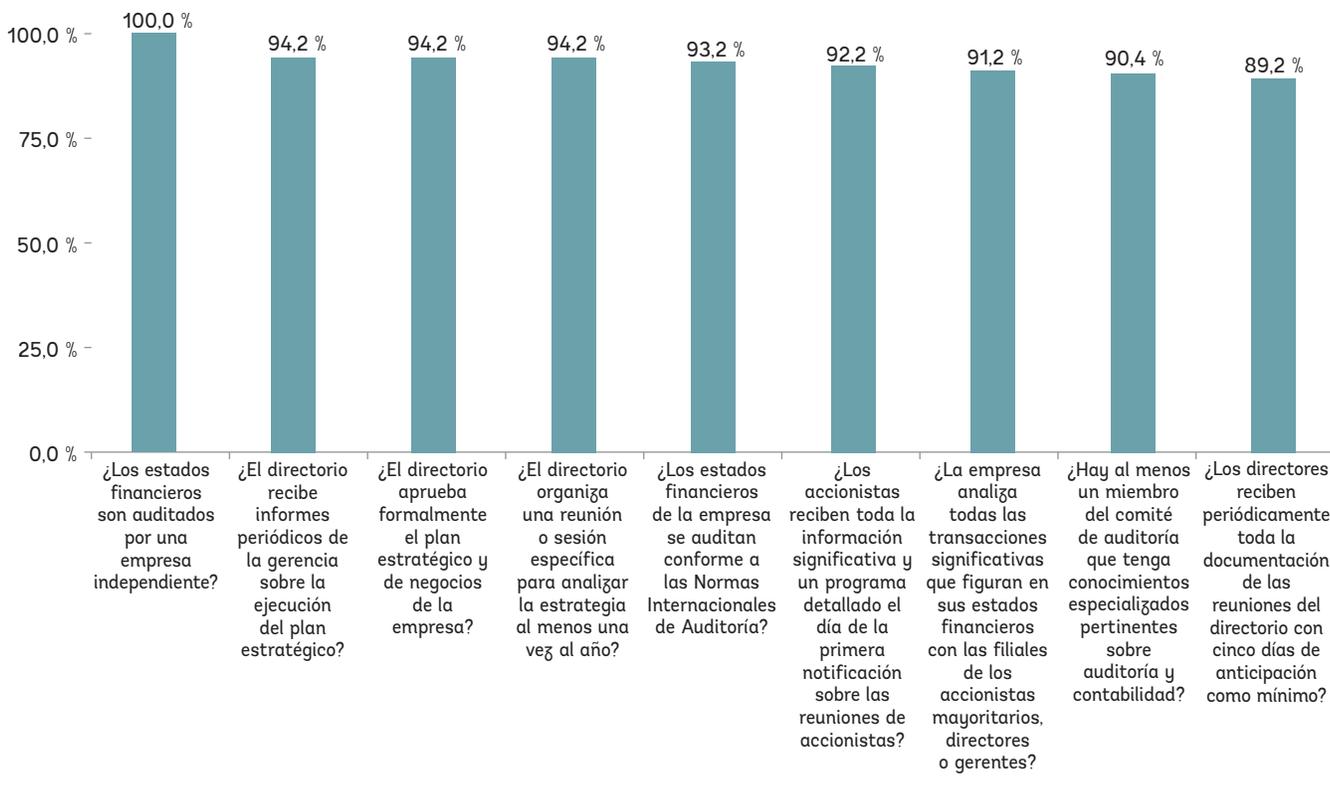
En el gráfico A.9 se compara el nivel de aplicación de las prácticas recomendadas de GC en todas las empresas, por región: América Latina y el Caribe; Europa y Asia central; Asia oriental y el Pacífico; África al sur del Sahara; Asia meridional, y Oriente Medio y Norte de África. Cabe destacar que las empresas de Asia meridional registran el nivel más alto de GC (76 %), seguidas de las de Oriente Medio y Norte de África (74 %). En el otro extremo, las compañías de África al sur del Sahara registran los puntajes de GC más bajos (62 %).

**Gráfico A.9.** Prácticas de GC, por región (finales del ejercicio de 2016)



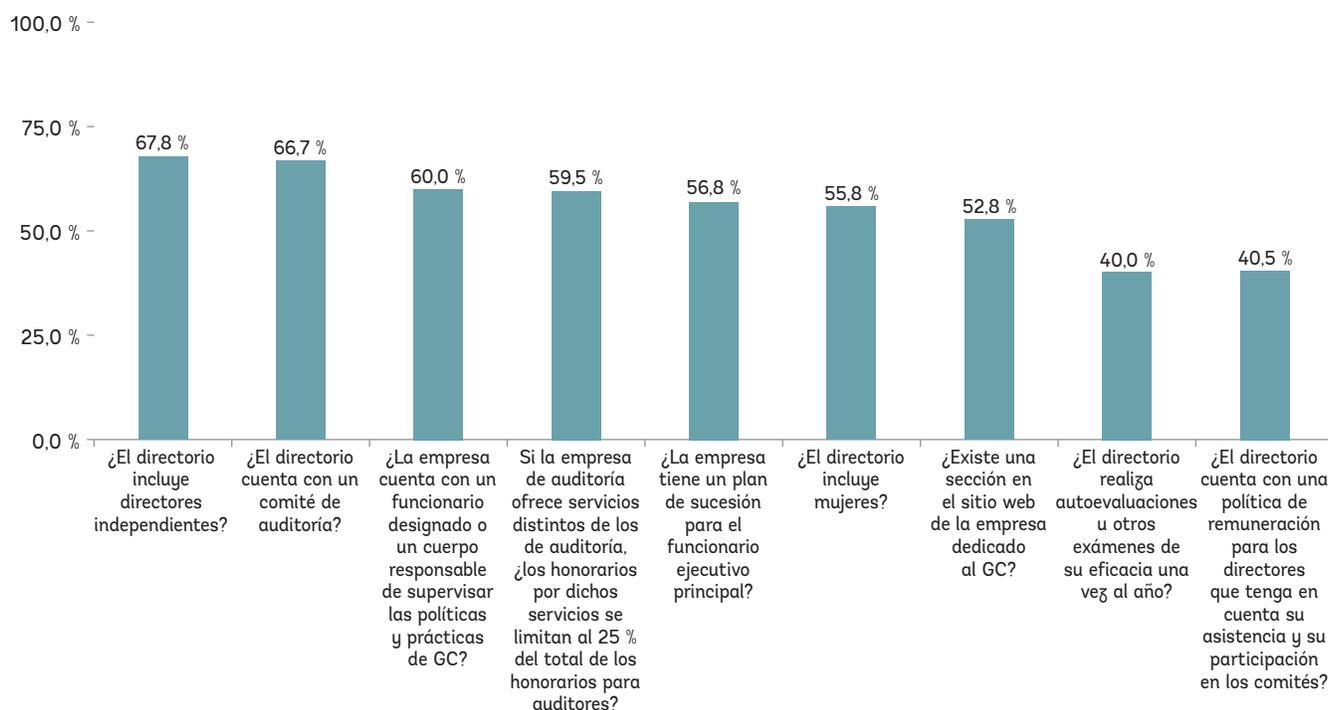
En el gráfico A.10 se enumeran las 10 preguntas del cuestionario de GC con el nivel más alto de adhesión a finales del ejercicio de 2016 (se consideraron solo las preguntas aplicables a todas las empresas). Cabe destacar que todas las empresas de la muestra sometían sus estados financieros a la auditoría de una empresa independiente y reconocida. Además, el 94 % también cumplía otras tres prácticas recomendadas: entrega de informes periódicos a los directorios de parte de la gerencia sobre la ejecución del plan estratégico; aprobación formal en el directorio de los planes estratégicos y comerciales de la empresa, y convocatoria de los directorios a reuniones o sesiones específicas para analizar la estrategia al menos una vez al año.

**Gráfico A.10.** Las 10 prácticas de GC, más comunes (junio de 2016)



En el gráfico A.11 se enumeran las 10 prácticas de GC menos aplicadas a finales del ejercicio de 2016 (se consideraron solo las preguntas que resultaban pertinentes para todas las empresas). Las prácticas de GC menos aplicadas en la muestra fueron la capacitación a los miembros del directorio en temas de GC con financiamiento de la propia empresa (40 %) y las autoevaluaciones anuales del directorio (50 %).

**Gráfico A.11.** Las 10 prácticas de GC menos aplicadas (junio de 2016)

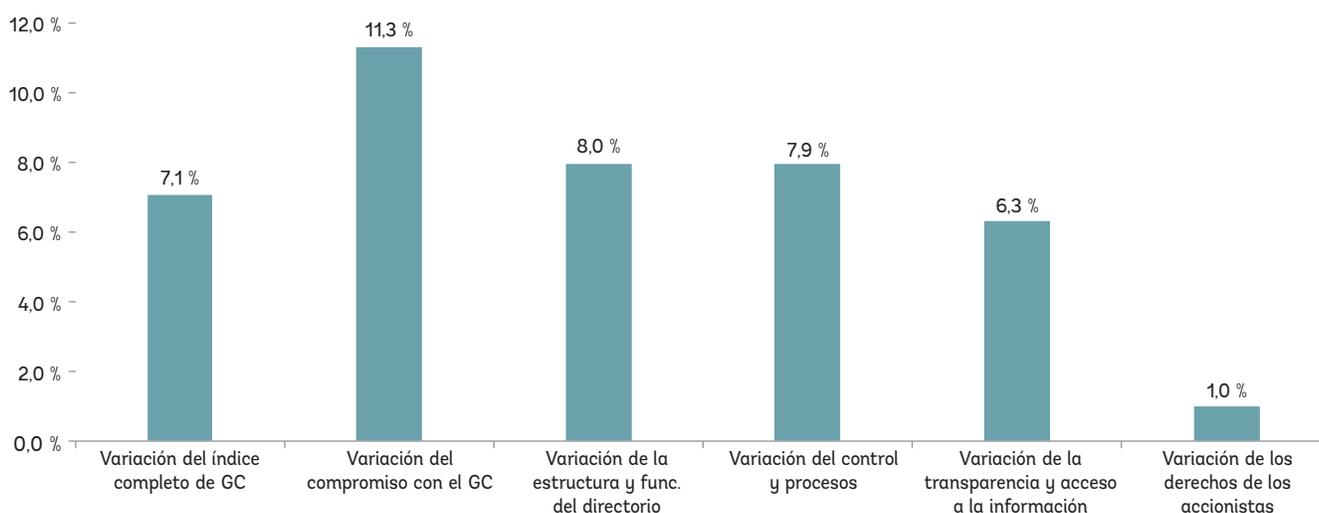


Mientras que en los gráficos anteriores se observaba el nivel de adhesión a las prácticas de GC recomendadas a finales del ejercicio de 2016, en los gráficos A.12 a A.18 se evalúa la mejora en el nivel de adhesión entre 2011 y 2016, por dimensión<sup>27</sup>.

En el gráfico A.12 se observa la variación en el nivel de adhesión al índice de GC de todas las empresas, de 2011 a 2016. La primera columna indica que, en promedio, las empresas de la muestra mejoraron su nivel de adhesión a todo el cuestionario de GC en un 7,1 % durante este período. En las siguientes columnas se observa el nivel de mejora, por dimensión. Específicamente, los datos indican que las empresas mostraron un avance más sólido (11,3 %) en la adhesión a la dimensión “compromiso con el GC” y casi ningún avance (1 %) en la dimensión “derechos de los accionistas”.

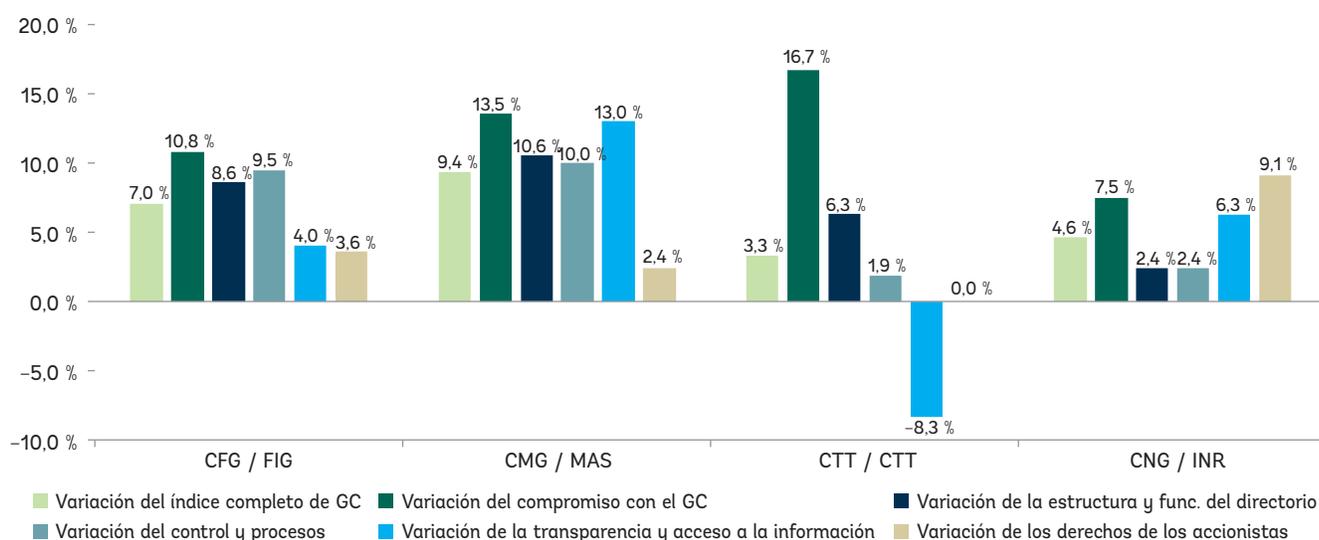
<sup>27</sup> Estos datos se miden calculando el nivel de adhesión al cuestionario de GC en 2016 menos el nivel de adhesión en 2011.

**Gráfico A.12.** Variación en los puntajes de GC (2011-16)

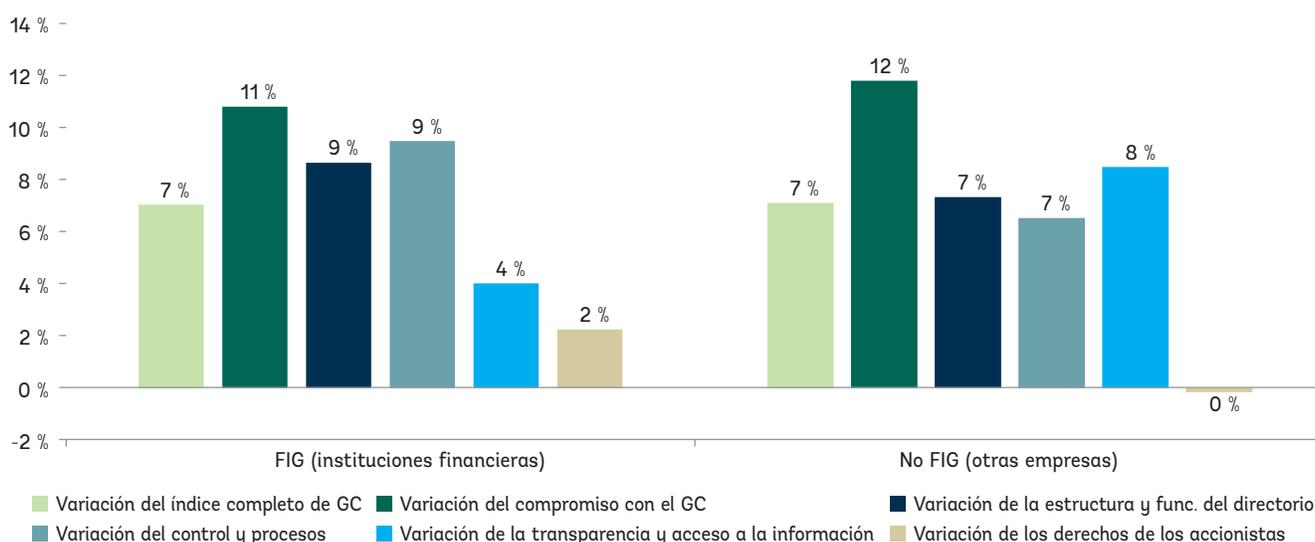


En el gráfico A.13 se observa la variación en el nivel de adhesión a las prácticas recomendadas en todas las empresas entre 2011 y 2016, por sector. Cabe señalar que las empresas de MAS registraron la mejora general más amplia en GC (9,4 %), mientras que las empresas de CTT mostraron el nivel de mejora más bajo (3,3 %) durante este período. En el gráfico A.14 se observa la variación en los puntajes por sector (instituciones financieras [FIG] y otras empresas [no FIG]).

**Gráfico A.13.** Variación de los puntajes de GC, por sector (2011-16)

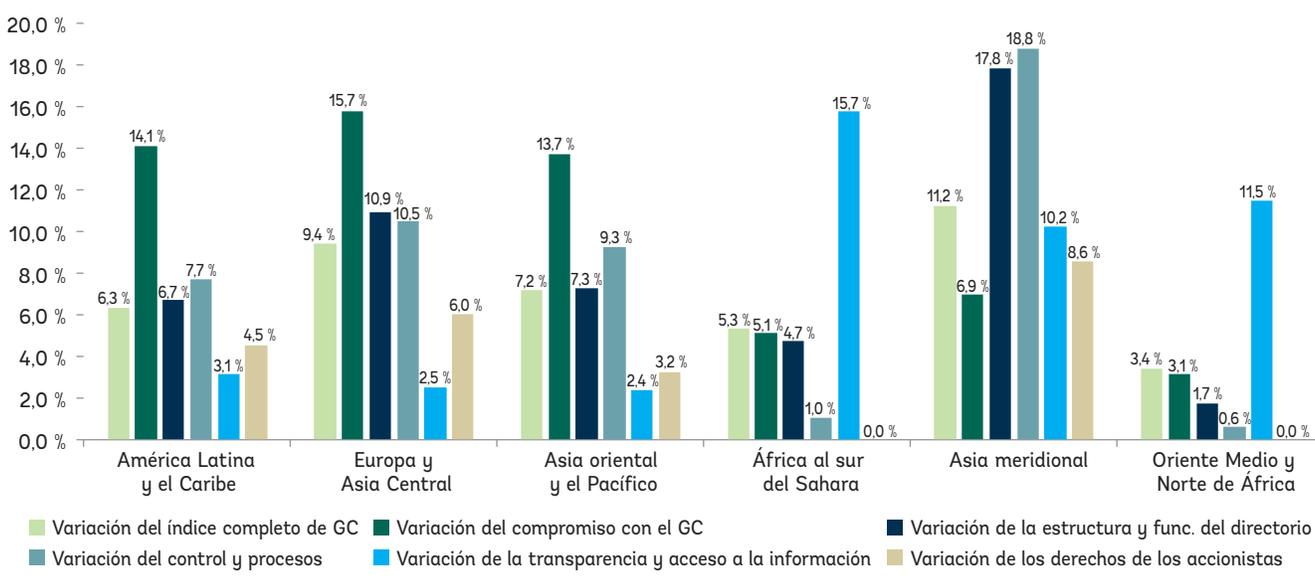


**Gráfico A.14.** Variación de los puntajes de GC, FIG y no FIG (2011-16)



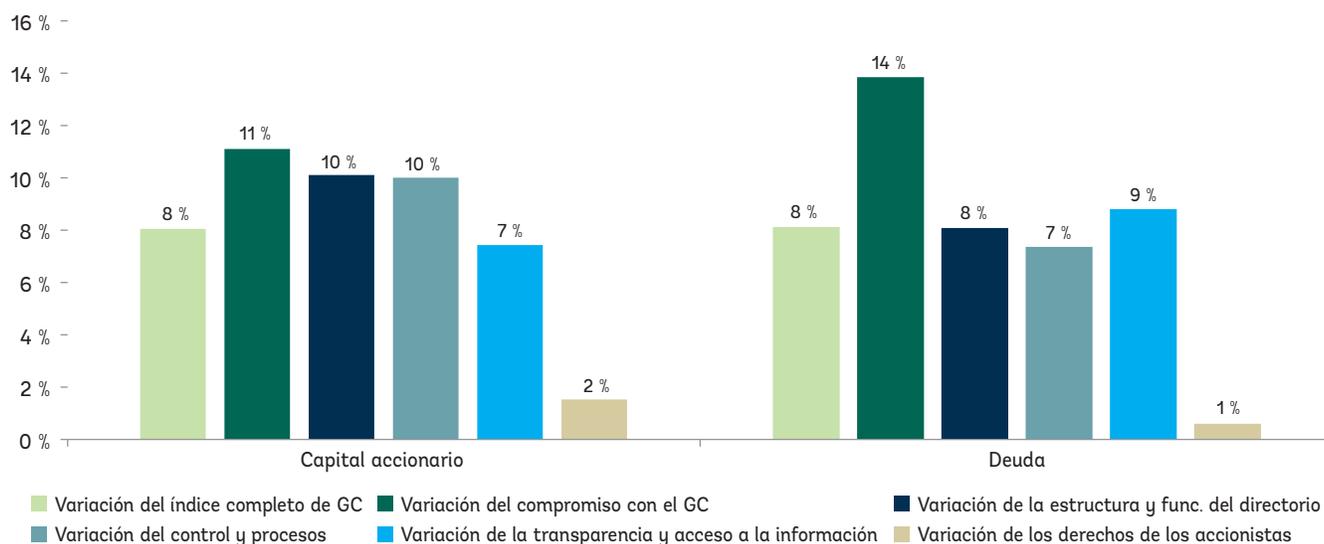
En los gráficos A.15 a A.18 se muestran las variaciones en la adhesión a las prácticas recomendadas de GC: por región, producto de inversión, cotización en bolsa y nivel de inversión.

**Gráfico A.15.** Variación de las prácticas de GC, por región (2011-16)



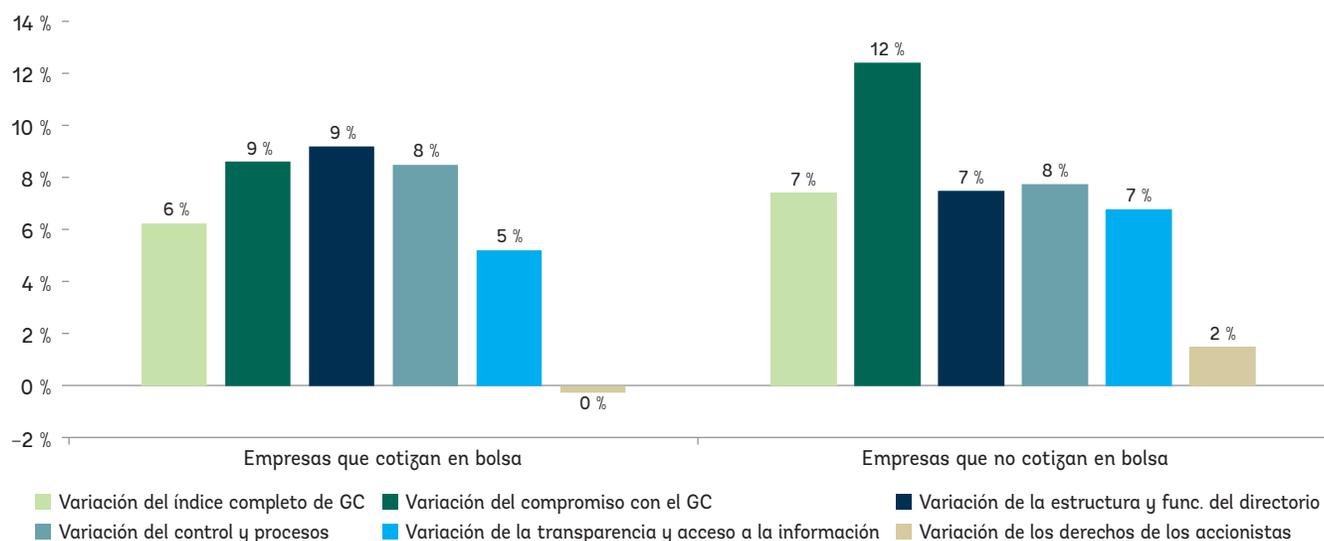
## Gráfico A.16. Prácticas de GC, por producto de inversión (2011-16)

Variación de los puntajes de GC (2011-16): Capital accionario y deuda



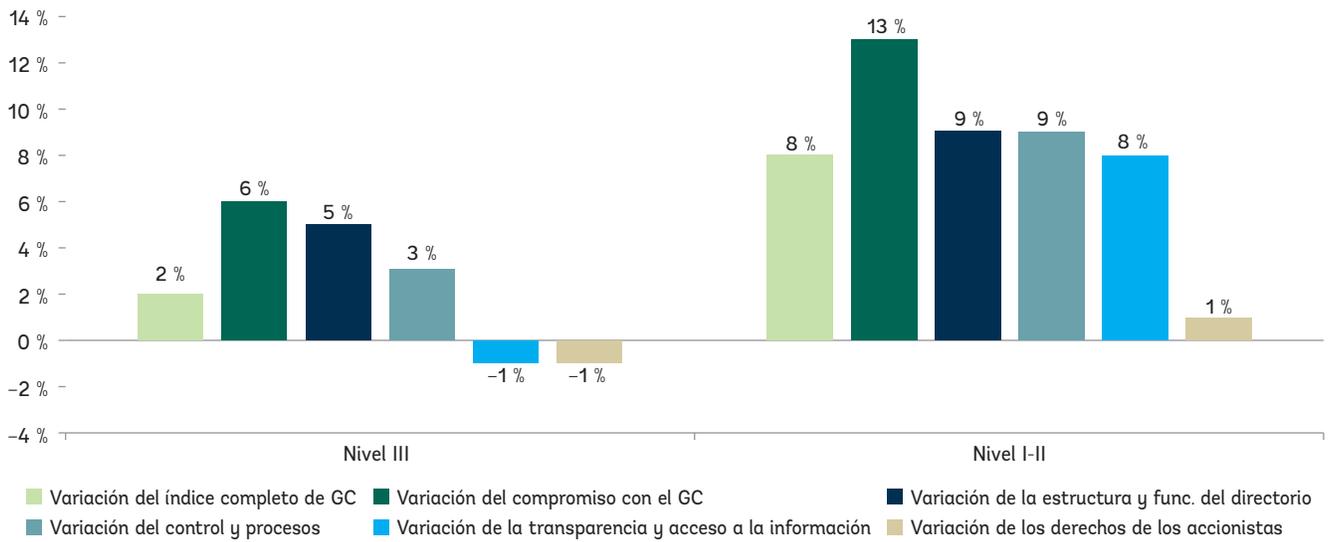
## Gráfico A.17. Variación de las prácticas de GC: Empresas que cotizan en bolsa y empresas que no cotizan en bolsa (2011-16)

Variación de los puntajes de GC (2011-16): Empresas que cotizan en bolsa y empresas que no cotizan en bolsa



**Gráfico A.18.** Variación de las prácticas de GC, por nivel de inversión (2011-16)

Variación de los puntajes de GC (2011-16): Nivel III frente a nivel I-II



# APÉNDICE B

## Regresiones múltiples

El último ejercicio cuantitativo incluye regresiones múltiples. Debido a que este procedimiento permite filtrar el efecto de las variables de control sobre la relación entre el GC y el desempeño, generalmente constituye el procedimiento más sólido para evaluar de qué manera el GC influye en el desempeño desde el punto de vista causal. Sin embargo, las limitaciones significativas de la base de datos (que solo contiene alrededor de 60 empresas) impidieron que este análisis arrojara resultados concluyentes.

Independientemente de esta situación, en este apéndice se informa sobre el intento de realizar regresiones múltiples para verificar la tercera hipótesis del estudio, en la que se argumenta que el nivel medio de adhesión al índice de GC durante el período de inversión se asocia positivamente con el desempeño de las empresas. En la medida en que el equipo logre crear una base de datos de GC más sólida y más amplia, en el futuro se podrán poner en práctica procedimientos más sofisticados para verificar la relación entre el desempeño y el GC desde una perspectiva econométrica.

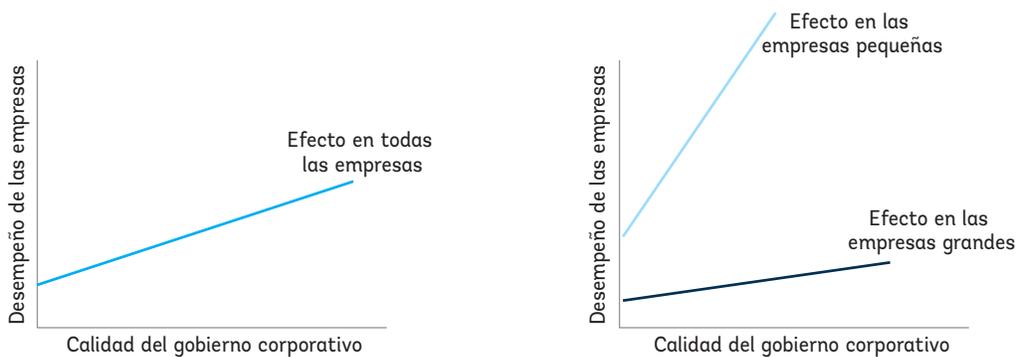
El primer paso para realizar regresiones múltiples consiste en establecer un modelo conceptual que defina el GC como la variable clave explicativa de interés y el desempeño a nivel de las empresas como la variable dependiente<sup>28</sup>.

Para minimizar el riesgo de que haya variables omitidas que sesguen el resultado, el modelo conceptual también contiene otros factores explicativos posibles (las denominadas variables de control) que pueden tener impacto tanto en el GC como en el desempeño de las empresas. El siguiente conjunto de variables de control se basa en trabajos previos sobre GC y desempeño:

- Apalancamiento financiero: pasivos totales/activos totales.
- Tangibilidad de activos: activos fijos (propiedades, planta y equipo)/ingresos operacionales.
- Concentración de la propiedad: propiedad del accionista principal (porcentaje de acciones con derecho a voto en poder del accionista mayoritario).
- Sector: clasificación de IFC de los diversos sectores: FIG; MAS; CTT e INR.
- Cotización en una bolsa de valores: variable ficticia en que adopta un valor de 1 si la empresa cotiza en bolsa y 0 en caso contrario.

<sup>28</sup> La variable dependiente es aquella afectada por las otras en el modelo conceptual. Se trata de la variable de principal interés, debido a que el objetivo es explicar su variabilidad identificando las variables que la afectan. La variable independiente es el supuesto factor causal que afecta la variable dependiente, ya sea de forma positiva o negativa. Las variables independientes deben reunir cuatro condiciones para permitir inferencias estadísticas correctas: 1) la variable independiente y la dependiente deben variar de manera conjunta (un cambio en una de ellas se debe asociar con un cambio en la otra); 2) la variable independiente debe preceder a la dependiente (debe haber una secuencia de tiempo en la que se producen las dos); 3) ningún otro factor debe ser causa posible del cambio en la variable dependiente (se deben controlar los efectos de todas las otras variables); 4) se requiere de una explicación lógica o una teoría sobre el motivo por el cual la variable independiente afecta la variable dependiente.

## Gráfico B.1. Efecto hipotético del tamaño de la empresa como variable moderadora



La influencia del GC en el desempeño también puede variar considerablemente en función de diversos elementos adicionales. Un ejemplo es el tamaño de la empresa: es posible que un mayor nivel de adhesión a las prácticas recomendadas de GC sea más relevante para el desempeño de las empresas más pequeñas que para el de aquellas de gran tamaño (o viceversa).

Si este es el caso, el tamaño de la empresa se debe utilizar como variable moderadora en la relación entre el GC y el desempeño<sup>29</sup>. En el gráfico B.1 se ofrece una representación visual sobre la manera en que la relación entre el GC y el desempeño de la empresa puede verse afectada por el tamaño de esta.

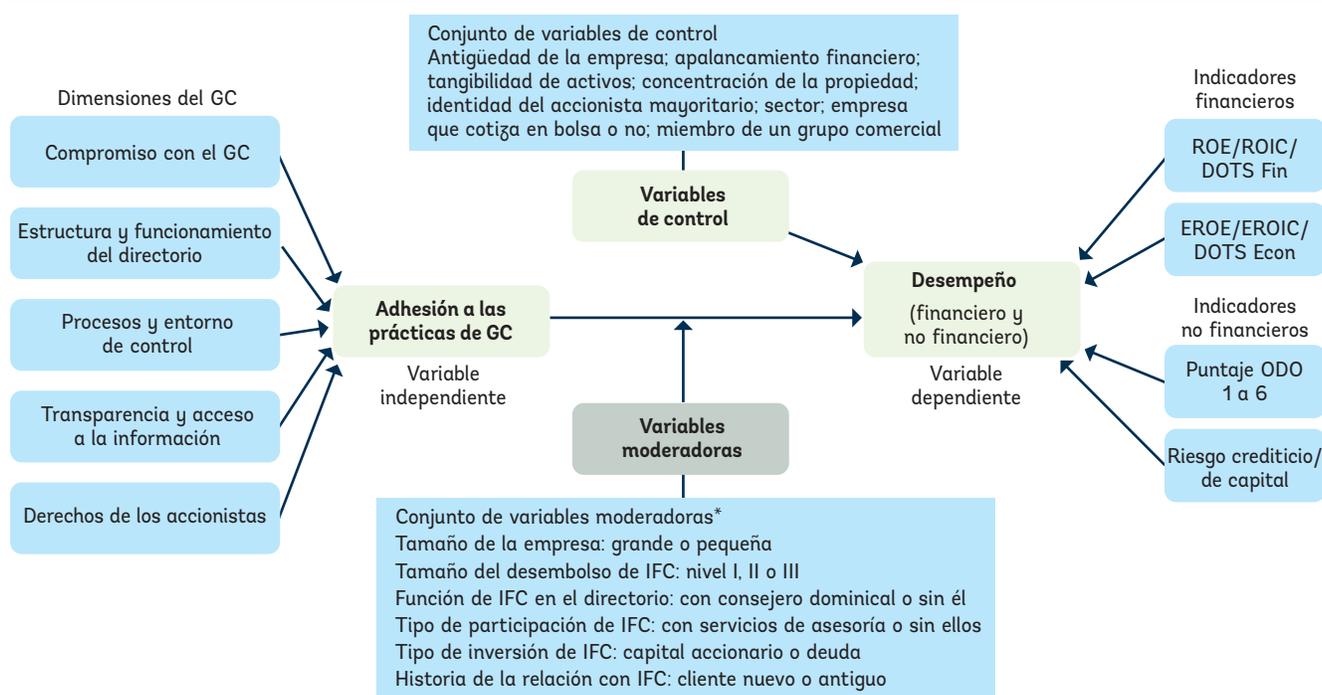
Como resultado, en este modelo conceptual también se tiene en cuenta el siguiente conjunto de posibles variables moderadoras que pueden tener un efecto contingente en la relación entre el GC y el desempeño:

- **Tamaño de las empresas:** variable ficticia que categoriza a las empresas en dos grupos (grandes o pequeñas), según estén por encima del percentil 67 o por debajo del percentil 33 de la muestra en términos de sus activos totales.

- **Tamaño del desembolso de IFC:** variable ficticia que categoriza a las empresas en dos grupos, en función del nivel al que pertenece la operación de inversión (operaciones de nivel I y nivel II u operaciones de nivel III).
- **Tipo de inversión de IFC:** variable ficticia que categoriza a las empresas en dos grupos en función del tipo de inversión de IFC (capital accionario o deuda).
- **Función de IFC en el directorio:** variable ficticia que categoriza a las empresas en dos grupos en función de la designación de un consejero dominical (*con* designación de un consejero dominical o *sin* ella).
- **Tipo de participación de IFC (asesoramiento):** variable ficticia que categoriza a las empresas en dos grupos en función de la prestación de servicios de asesoría de parte de IFC (*con* prestación de servicios de asesoría o *sin* ella).

<sup>29</sup> Una variable moderadora es aquella que tiene un fuerte efecto contingente sobre la relación entre la variable independiente y la dependiente. Como resultado, su presencia modifica la relación original entre las variables independiente y dependiente. Las variables moderadoras también se conocen como variables "depende". Por ejemplo, si a una persona se le pregunta si el GC agrega valor, esta podría responder: "Depende. En el caso de las empresas más pequeñas, crea mucho valor. En el caso de las empresas grandes, no tanto".

**Gráfico B.2.** Modelo conceptual



En el gráfico B.2 se muestra el modelo conceptual completo, incluidas las variables clave de interés, las variables de control y las variables moderadoras.

Como se indicó anteriormente, debido al escaso número de observaciones, fue necesario restringir el análisis de regresiones múltiples a la tercera hipótesis, en la que se argumenta que “el nivel medio de adhesión de los clientes de IFC a las prácticas recomendadas de GC se asocia con un mejor desempeño de las empresas”. El equipo puso a prueba la hipótesis de la siguiente manera:

- Para cada empresa, en el estudio se midió el nivel medio de adhesión a las prácticas recomendadas de GC computando el promedio de los puntajes de GC en  $t=0$  y  $t=n$ :  $GC_{it} = (GC_{i,t=n} + GC_{i,t=0})/2$ .
- Para cada empresa, en el estudio se computó una medida agregada o promedio del desempeño de  $t=0$  a  $t=n$ , como, por ejemplo, el ROE o el ODO asignado al proyecto ( $DES_i$ ).
- Para cada empresa, en el estudio se computaron las variables moderadoras y de control para  $t=0, t=1, \dots, t=n$  ( $VC_{it}$  y  $VM_{it}$ ).
- Luego, el equipo realizó regresiones múltiples sobre una base de datos representativa, utilizando el siguiente modelo general de investigación:

$$DES_{it} = \alpha + \beta_1 \times \overline{GC}_{it} + \beta_2 \times VM_{it} + \beta_3 \times VM_{it} + \sum_{j=1}^n \beta_j \times VC_{it} + n_i + u_{it}$$

Donde:

$DES_{it}$  = desempeño de la empresa  $i$  en el momento  $t$ ;

$GC_{it}$  = nivel promedio de adhesión a las prácticas de GC de la empresa  $i$  en el momento  $t$ ;

$VM_{it}$  = conjunto de variables moderadoras de la empresa  $i$  al momento  $t$  que deben ser verificadas de manera alternativa;

$VC_{it}$  = conjunto de variables de control de la empresa  $i$  en el momento  $t$ ;

$n_i$  = efecto específico de la firma y efecto invariable con el tiempo de la empresa  $i$  (efecto fijo no observable);

$u_{it}$  = término de error aleatorio de la empresa  $i$  en el momento  $t$ .

En el cuadro B.1 se presentan los resultados de este intento de realizar regresiones múltiples. Allí se muestran los resultados de diferentes modelos de regresión en los que se vincula el nivel de adhesión a la versión completa del índice de GC (ADHERENCE\_FULL\_CG) con cuatro variables de desempeño: ODO 1-6 (modelos 1 y 2), es decir, la calificación general de los resultados en términos de desarrollo del proyecto en una escala de 1 a 6 puntos, que va desde altamente infructuoso hasta altamente exitoso; el ROE/ROIC (modelos 3 y 4), esto es, el rendimiento anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto; el EROE/EROIC (modelos 5 y 6), es decir, el rendimiento económico anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto, y la variable CRED\_RISK\_1-11 (modelos 7 y 8), esto es, la clasificación del riesgo crediticio del proyecto en una escala de 1 a 11.

Para cada variable de desempeño, el equipo ejecutó regresiones con un modelo básico y un modelo completo. En el modelo básico se controla la relación entre el GC y el desempeño solamente en cuanto al tamaño de la empresa, la antigüedad de la empresa y el apalancamiento financiero; en el modelo completo se controla un conjunto completo de variables, incluidas las variables ficticias de características de la operación y sector.

El cuadro B.1 muestra resultados dispares respecto de la relación entre el nivel de adhesión al índice completo de GC de IFC y las variables de desempeño. Por un lado, un nivel más alto de adhesión se asocia con una calificación más baja del riesgo crediticio (variable CRED\_RISK\_1-11), que es una medida clave del riesgo financiero del proyecto. Por otro lado, un puntaje de GC más alto también guarda relación de forma negativa con el ROE y el EROE, lo que contradice la hipótesis del estudio. También se observa una relación no significativa desde el punto de vista estadístico entre la adhesión al índice completo de GC y la calificación general de los resultados en términos de desarrollo del proyecto (ODO 1-6 SCORE).

Además, cabe destacar algunas relaciones estadísticamente significativas entre otras variables explicativas y el desempeño de las empresas. Las operaciones de capital se relacionan positivamente con el EROE del proyecto. Por otra parte, estas operaciones se relacionan negativamente con los puntajes de ODO y se asocian con una calificación del riesgo crediticio más alta. La prestación de servicios de asesoría se relaciona positivamente con los puntajes de ODO pero no guarda una relación significativa con otros indicadores de desempeño. Sin embargo, la designación de un consejero dominical genera resultados inesperados: se asocia negativamente con el ROE y el EROE, y con un riesgo crediticio más alto. Las operaciones de nivel III se asocian con un ROE y un EROE más bajos. El hecho de que la empresa cotice en bolsa se relaciona positivamente con los indicadores financieros y con un riesgo crediticio más bajo. La antigüedad de la empresa y el apalancamiento financiero se relacionan positivamente con el ODO, el ROE y el EROE, mientras que la concentración de acciones con derecho a voto en el accionista mayoritario tiene un efecto pernicioso en todas las variables de desempeño.

**Cuadro B.1.** Índice completo de GC y variables de desempeño

Variables dependientes	Puntaje ODO 1 a 6 (ODO 1-6 SCORE)		ROE/ROIC		EROE/EROIC		Riesgo crediticio 1 a 11 (CREDIT_RISK_1-11)	
	Modelo básico	Modelo completo	Modelo básico	Modelo completo	Modelo básico	Modelo completo	Modelo básico	Modelo completo
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Adherence_full_cg	0,377 (1,57)	0,117 (0,49)	-1,757 (-0,59)	<b>-6,139**</b> <b>(-2,21)</b>	-4,273 (-0,99)	<b>-9,501***</b> <b>(-2,71)</b>	<b>-2,503***</b> <b>(-4,44)</b>	<b>-1,677***</b> <b>(-2,64)</b>
Equity operation	-	<b>-0,355**</b> <b>(-3,11)</b>	-	0,328 (0,39)	-	<b>2,665**</b> <b>(2,22)</b>	-	<b>1,136***</b> <b>(4,79)</b>
Advisory services	-	<b>0,900***</b> <b>(5,14)</b>	-	0,208 (0,12)	-	1,965 (0,72)	-	-0,201 (-0,48)
Nominee director	-	-1,757 (-0,59)	-	<b>-2,847**</b> <b>(-2,57)</b>	-	<b>-2,915*</b> <b>(-1,72)</b>	-	<b>0,809***</b> <b>(2,76)</b>
Tier III operation	-	-1,757 (-0,92)	-	<b>-4,481***</b> <b>(-4,03)</b>	-	<b>-9,881***</b> <b>(-6,68)</b>	-	0,215 (0,71)
Listed company	-	0,168 (1,60)	-	<b>2,135*</b> <b>(1,78)</b>	-	<b>3,725**</b> <b>(2,22)</b>	-	<b>-0,450*</b> <b>(-1,83)</b>
Firm size	0,024 (0,93)	-0,024 (-0,86)	0,279 (0,86)	0,240 (0,62)	0,299 (0,60)	-0,271 (-0,50)	<b>-0,270***</b> <b>(4,73)</b>	<b>-0,309***</b> <b>(-4,48)</b>
Firm age	<b>0,097</b> <b>(1,50)</b>	<b>0,429***</b> <b>(4,86)</b>	<b>3,754***</b> <b>(6,59)</b>	<b>5,937***</b> <b>(6,20)</b>	<b>4,419***</b> <b>(6,14)</b>	<b>8,916***</b> <b>(6,87)</b>	0,087 (0,65)	0,111 (0,73)
Financial_leverage	<b>0,578***</b> <b>(4,34)</b>	<b>0,449***</b> <b>(2,87)</b>	<b>7,935***</b> <b>(5,27)</b>	<b>6,382***</b> <b>(3,53)</b>	<b>9,429***</b> <b>(4,67)</b>	<b>6,620***</b> <b>(3,06)</b>	0,150 (0,41)	0,591 (1,29)
Conc_shares	-	<b>-0,013***</b> <b>(-6,28)</b>	-	<b>-0,075***</b> <b>(-3,53)</b>	-	<b>-0,108***</b> <b>(-4,06)</b>	-	<b>0,009**</b> <b>(2,10)</b>
Industry dummies	No	Sí	No	Sí	No	Sí	No	Sí
Constante	<b>3,022***</b> <b>(10,44)</b>	<b>3,979***</b> <b>(8,84)</b>	<b>-7,382***</b> <b>(-3,36)</b>	-4,520 (-0,94)	-5,339 (-1,19)	-6,408 (-1,27)	<b>9,914***</b> <b>(15,16)</b>	<b>8,735***</b> <b>(9,62)</b>
Número de observaciones	264	213	259	208	248	197	259	208
Estadístico F	8,70	22,60	24,47	31,76	20,29	32,00	15,26	16,25
R cuadrado	0,078	0,456	0,273	0,549	0,223	0,563	0,196	0,444

**Nota:** En este cuadro se muestran los resultados de los distintos modelos de regresión orientados a analizar la relación entre el nivel de adhesión al índice de GC de IFC y el desempeño de las empresas. Las variables dependientes son ODO 1-6 (modelos 1 y 2), es decir, la calificación general de los resultados en términos de desarrollo del proyecto en una escala de 1 a 6 puntos, que va desde altamente infructuoso hasta altamente exitoso; el ROE/ROIC (modelos 3 y 4), esto es, el rendimiento anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto; el EROE/EROIC (modelos 5 y 6), es decir, el rendimiento económico anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto, y el CREDIT\_RISK\_1-11 (modelos 7 y 8), esto es, la clasificación del riesgo crediticio del proyecto en una escala de 1 a 11. La variable independiente de interés es ADHERENCE\_FULL.CG, es decir, el nivel de adhesión a la versión completa del índice de GC (véase en el apéndice C la lista completa de preguntas del índice). Las variables de control son EQUITY OPERATION, variable ficticia que indica si la operación es una transacción de capital; ADVISORY SERVICES, variable ficticia que indica si IFC ofreció servicios de asesoría al cliente; NOMINEE DIRECTOR, variable ficticia que indica si IFC designó un consejero dominicano para el directorio del cliente; TIER III OPERATION, variable ficticia que señala si IFC clasificó el desembolso como inversión de nivel III; LISTED COMPANY, si el cliente es una empresa que cotiza en bolsa; FIRM SIZE, logaritmo natural del total de activos de la empresa; FIRM AGE, logaritmo natural de años desde la fundación de la empresa; FINANCIAL\_LEVERAGE, los pasivos totales sobre el total de activos; CONC\_SHARES, porcentaje de acciones con derecho a voto en poder del accionista mayoritario. En el apéndice E se presentan definiciones operativas detalladas de todas las variables. Los modelos se estiman a través de regresiones lineales múltiples transversales, que se calculan con errores estándar robustos corregidos por heteroscedasticidad de White. Las regresiones 2, 4, 6 y 8 se controlan para cuatro variables ficticias de sector, según la clasificación de los sectores de IFC. Los datos corresponden al período que se extiende desde 2011 hasta 2016. Los estadísticos "t" robustos se encuentran entre paréntesis. \*\*\*, \*\* y \* denotan significación en los niveles del 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

**Cuadro B.2.** Índice principal de GC y variables de desempeño

Variables dependientes	Puntaje ODO 1 a 6 (ODO 1-6 SCORE)		ROE/ROIC		EROE/EROIC		Riesgo crediticio 1 a 11 (CREDIT_RISK_1-11)	
	Modelo básico	Modelo completo	Modelo básico	Modelo completo	Modelo básico	Modelo completo	Modelo básico	Modelo completo
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Core_cg_index	<b>0,717***</b> <b>(2,66)</b>	0,494 <b>(1,41)</b>	5,924** <b>(2,28)</b>	-4,000 <b>(-1,20)</b>	9,099*** <b>(2,60)</b>	-5,134 <b>(-1,44)</b>	-1,396** <b>(-2,41)</b>	-0,834 <b>(-0,94)</b>
Equity operation	-	<b>-0,385**</b> <b>(-3,40)</b>	-	0,810 <b>(0,92)</b>	-	<b>3,205***</b> <b>(2,64)</b>	-	<b>1,267***</b> <b>(5,65)</b>
Advisory services	-	<b>0,912***</b> <b>(5,21)</b>	-	0,067 <b>(0,04)</b>	-	1,976 <b>(0,69)</b>	-	-0,207 <b>(-0,50)</b>
Nominee director	-	-0,167 <b>(-0,88)</b>	-	<b>-2,950**</b> <b>(-2,46)</b>	-	<b>-3,183*</b> <b>(-1,73)</b>	-	<b>0,803***</b> <b>(2,64)</b>
Tier III operation	-	<b>-0,508***</b> <b>(-4,23)</b>	-	<b>-4,064***</b> <b>(-3,47)</b>	-	<b>-9,470***</b> <b>(-6,04)</b>	-	0,313 <b>(1,00)</b>
Listed company	-	0,118 <b>(1,05)</b>	-	<b>2,417*</b> <b>(1,91)</b>	-	<b>4,248**</b> <b>(2,37)</b>	-	-0,397 <b>(-1,54)</b>
Firm size	0,010 <b>(0,33)</b>	-0,035 <b>(-1,21)</b>	0,092 <b>(0,28)</b>	0,294 <b>(0,78)</b>	-0,033 <b>(-0,07)</b>	-0,241 <b>(-0,47)</b>	<b>-0,272***</b> <b>(4,45)</b>	<b>-0,308***</b> <b>(-4,10)</b>
Firm age	0,070 <b>(1,05)</b>	<b>0,436***</b> <b>(4,91)</b>	<b>3,558***</b> <b>(6,08)</b>	<b>6,096***</b> <b>(6,49)</b>	<b>4,179***</b> <b>(5,74)</b>	<b>9,331***</b> <b>(7,32)</b>	0,148 <b>(1,11)</b>	0,163 <b>(1,02)</b>
Financial_leverage	<b>0,477***</b> <b>(3,47)</b>	<b>0,387**</b> <b>(2,40)</b>	<b>6,718***</b> <b>(4,49)</b>	<b>7,181***</b> <b>(3,79)</b>	<b>7,405***</b> <b>(3,77)</b>	<b>7,458***</b> <b>(3,25)</b>	0,207 <b>(0,54)</b>	<b>0,793*</b> <b>(1,69)</b>
Conc_shares	-	<b>-0,012***</b> <b>(-5,88)</b>	-	<b>-0,069***</b> <b>(-3,17)</b>	-	<b>-0,098***</b> <b>(-3,56)</b>	-	<b>0,011***</b> <b>(2,62)</b>
Industry dummies	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes
Constante	<b>3,169***</b> <b>(10,96)</b>	<b>3,964***</b> <b>(9,64)</b>	<b>-8,510**</b> <b>(-2,59)</b>	<b>-8,645*</b> <b>(-1,95)</b>	<b>-7,613*</b> <b>(-1,66)</b>	<b>-11,295**</b> <b>(-2,26)</b>	<b>8,931***</b> <b>(14,23)</b>	<b>7,853***</b> <b>(9,79)</b>
Número de observaciones	264	213	259	208	248	197	259	208
Estadístico F	10,38	22,40	24,72	28,61	20,76	29,35	10,73	15,34
R cuadrado	0,095	0,599	0,286	0,540	0,240	0,550	0,149	0,421

**Nota:** En este cuadro se muestran los resultados de los distintos modelos de regresión orientados a analizar la relación entre el nivel de adhesión al índice de GC de IFC y el desempeño de las empresas. Las variables dependientes son ODO 1-6 (modelos 1 y 2), es decir, la calificación general de los resultados en términos de desarrollo del proyecto en una escala de 1 a 6 puntos, que va desde altamente infructuoso hasta altamente exitoso; el ROE/ROIC (modelos 3 y 4), esto es, el rendimiento anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto; el EROE/EROIC (modelos 5 y 6), es decir, el rendimiento económico anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto, y el CREDIT\_RISK\_1-11 (modelos 7 y 8), esto es, la clasificación del riesgo crediticio del proyecto en una escala de 1 a 11. La variable independiente de interés es CORE.CG.INDEX, es decir, el nivel de adhesión a la versión reducida del índice de GC (índice principal de GC) (véase en el apéndice C la lista completa de preguntas del índice). Las variables de control son: EQUITY OPERATION, variable ficticia que indica si la operación es una transacción de capital; ADVISORY SERVICES, variable ficticia que indica si IFC ofreció servicios de asesoría al cliente; NOMINEE DIRECTOR, variable ficticia que indica si IFC designó un consejero dominicano para el directorio del cliente; LEVEL III OPERATION, variable ficticia que señala si IFC clasificó el desembolso como inversión de nivel III; LISTED COMPANY, si el cliente es una empresa que cotiza en bolsa; FIRM SIZE, logaritmo natural del total de activos de la empresa; FIRM AGE, logaritmo natural de años desde la fundación de la empresa; FINANCIAL\_LEVERAGE, los pasivos totales sobre el total de activos; CONC\_SHARES, porcentaje de acciones con derecho a voto en poder del accionista mayoritario. En el apéndice E se presentan definiciones operativas detalladas de todas las variables. Los modelos se estiman a través de regresiones lineales múltiples transversales, que se calculan con errores estándar robustos corregidos por heteroscedasticidad de White. Las regresiones 2, 4, 6 y 8 se controlan para cuatro variables ficticias de sector, según la clasificación de sectores de IFC. Los datos corresponden al período que se extiende desde 2011 hasta 2016. Los estadísticos "t" robustos se encuentran entre paréntesis. \*\*\*, \*\* y \* denotan significación en los niveles del 1 %, 5 %, y 10 %, respectivamente.

El equipo ejecutó las mismas regresiones (que se observan en el cuadro B.2), esta vez utilizando el nivel de adhesión a la versión reducida del índice de GC (índice principal de GC, compuesto de 26 preguntas) como la principal variable explicativa de interés.

El cuadro B.2 también ofrece resultados no concluyentes sobre la relación entre GC y desempeño. A pesar de que en las especificaciones básicas de las regresiones (modelos 1, 3, 5 y 7) se muestra una influencia beneficiosa del nivel de adhesión al índice principal de GC en todas las variables de desempeño, la significación estadística de los coeficientes desaparece en los modelos completos que emplean todo el conjunto de variables de control. También se observa que los resultados principales relacionados con otras variables explicativas son iguales a los obtenidos en el cuadro B.1.

Las regresiones múltiples también permiten observar el efecto contingente de los moderadores potenciales en la relación entre el GC y el desempeño. Específicamente, permiten analizar si la relación entre el GC y el desempeño varía en función de lo siguiente: 1) el tipo de financiamiento (capital o préstamo); 2) la magnitud de la inversión (nivel III o nivel I o II); 3) si la empresa cotiza en bolsa o no; 4) la presencia de un consejero dominical, y 5) la prestación de servicios de asesoría. Para ahorrar espacio, en el cuadro B.3 se presenta el conjunto de regresiones utilizando la presencia de una operación de capital como variable moderadora. (Los resultados para las otras variables moderadoras se describirán en los siguientes párrafos, y el conjunto completo de las regresiones correspondientes se puede entregar a pedido).

En el cuadro B.3 se presentan los resultados de la variable moderadora EQUITY OPERATION, que adopta un valor de 1 si el proyecto implica participación de capital y 0 en caso contrario. Los modelos 1, 3, 5 y 7 usan la adhesión al índice completo de GC (ADHERENCE\_FULL\_CG) como variable explicativa de interés, mientras que los modelos 2, 4, 6 y 8 usan la adhesión al índice principal de GC (CORE\_CG\_INDEX).

El proceso comienza con el análisis de la adhesión al índice completo de GC (ADHERENCE\_FULL\_CG).

Su relación con el desempeño de las empresas se ve afectado significativamente solo cuando se realiza una operación de capital en el modelo 1 (se utiliza el puntaje ODO 1-6 como variable de desempeño). Esto puede observarse a partir del término de interacción que multiplica las dos variables explicativas de interés en la segunda fila del cuadro (ADHERENCE\_FULL\_CG \* EQUITY OPERATION). Específicamente, el coeficiente negativo de esta interacción muestra que una operación de capital reduce el impacto directo del GC en el desempeño (que, en este caso, no es significativo). También en el modelo 1 se puede observar una relación negativa significativa entre la presencia de una operación de capital y la calificación general de los resultados en términos de desarrollo del proyecto (ODO 1-6). Por lo tanto, una operación de capital tiene un impacto negativo en el puntaje de ODO del proyecto, que se puede calcular sumando su coeficiente directo en la quinta fila (-1,106) y su coeficiente indirecto en la segunda fila (-1,128 multiplicado por el nivel de adhesión del 0 % al 100 % al índice completo de GC). Puesto que todos los otros términos de interacción de los modelos 3, 5 y 7 no resultan estadísticamente significativos, existen muy pocas pruebas que indiquen que la relación entre el GC y el desempeño se ve alterada significativamente por la presencia de operaciones de capital.

Luego sigue el análisis para identificar la relación entre la adhesión al índice principal de GC (CORE\_CG\_INDEX) y el desempeño. Esta relación se ve significativamente afectada por la presencia de una transacción de capital en los modelos 2 y 6 (se utilizan el puntaje ODO 1-6 y el EROE como variables de desempeño, respectivamente). En ambos casos, los coeficientes de los términos de interacción son positivos, lo que indica que el impacto del GC en el ODO y el EROE es más fuerte cuando se realiza una operación de capital<sup>30</sup>. Sin embargo, debido a que los términos de interacción de los modelos 4 y 8 no resultan significativos desde el punto de vista estadístico, no se puede concluir que la relación entre el GC y el desempeño se ve alterada significativamente en las transacciones de capital cuando se usa la versión reducida del índice como indicador de GC.

<sup>30</sup> Por ejemplo, tomemos los resultados del modelo 6 (usando el EROE). Para una empresa con un nivel de adhesión del 80 % al índice principal de GC de IFC, el impacto del GC en el EROE en las operaciones de capital se computarían sumando su impacto directo (-12,823 \* 80 % = -10,2584) y su impacto indirecto (15,442 \* 80 % \* 1 = 12,354), lo que concluye en un impacto positivo neto de aproximadamente 2,10 % en el EROE.

**Cuadro B.3.** Índice de GC y variables de desempeño: participaciones en el capital

Variables dependientes	Puntaje ODO 1 a 6 (ODO 1-6 SCORE)		ROE/ROIC		EROE/EROIC		Riesgo crediticio 1 a 11 (CREDIT_RISK_1-11)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Adherence_full_CG	-0,569 (-1,08)	-	<b>-2,685***</b> <b>(5,18)</b>	-	-3,811 (-0,72)	-	<b>-2,082*</b> <b>(-1,86)</b>	-
Adherence_full_CG * equity operation	<b>-1,128*</b> <b>(-1,87)</b>	-	-5,952 (-0,90)	-	-9,573 (-1,21)	-	0,659 (0,48)	-
Core_CG_index	-	-0,640 (-1,25)	-	<b>-9,561*</b> <b>(-1,93)</b>	-	<b>-12,823**</b> <b>(-2,39)</b>	-	<b>-1,800*</b> <b>(-1,73)</b>
Core_CG_index * equity operation	-	<b>2,030***</b> <b>(3,24)</b>	-	11,034 (1,65)	-	<b>15,442**</b> <b>(2,07)</b>	-	1,713 (1,34)
Equity operation	<b>-1,105***</b> <b>(-2,68)</b>	<b>-1,554***</b> <b>(-4,21)</b>	4,312 (0,99)	-5,651 (-1,44)	<b>8,969*</b> <b>(1,76)</b>	-5,671 (-1,31)	0,694 (0,73)	0,276 (-3,40)
Advisory services	<b>0,929***</b> <b>(5,10)</b>	<b>1,039***</b> <b>(6,01)</b>	0,123 (0,07)	0,622 (0,32)	1,905 (0,72)	2,667 (0,90)	-0,185 (-0,44)	-0,099 (-0,23)
Nominee director	-0,148 (-0,80)	-0,083 (-0,49)	<b>-2,988***</b> <b>(-2,75)</b>	<b>-2,493**</b> <b>(-2,04)</b>	<b>-3,164*</b> <b>(-1,93)</b>	-2,539 (-1,34)	<b>0,825***</b> <b>(2,75)</b>	<b>0,872***</b> <b>(2,79)</b>
Tier III operation	<b>-0,531***</b> <b>(-4,41)</b>	<b>-0,651***</b> <b>(-5,10)</b>	<b>-4,201***</b> <b>(-3,47)</b>	<b>-4,929***</b> <b>(-3,61)</b>	<b>-9,475***</b> <b>(-6,05)</b>	<b>-10,653***</b> <b>(-6,26)</b>	0,186 (0,60)	0,194 (0,60)
Listed company	<b>0,212**</b> <b>(1,98)</b>	0,094 (0,90)	1,945 (1,58)	<b>2,143*</b> <b>(1,75)</b>	<b>3,497**</b> <b>(2,06)</b>	<b>3,767**</b> <b>(2,13)</b>	<b>-0,425*</b> <b>(-1,66)</b>	-0,415 (-1,64)
Firm size	-0,019 (-0,69)	-0,043 (-1,48)	0,158 (0,42)	0,386 (1,03)	-0,421 (-0,77)	-0,089 (-0,17)	<b>-0,306***</b> <b>(-4,40)</b>	<b>-0,315***</b> <b>(-4,13)</b>
Firm age	<b>0,450***</b> <b>(4,93)</b>	<b>0,454***</b> <b>(5,37)</b>	<b>5,827***</b> <b>(6,04)</b>	<b>6,181***</b> <b>(6,63)</b>	<b>8,784***</b> <b>(6,84)</b>	<b>9,427***</b> <b>(7,43)</b>	0,123 (0,79)	0,178 (1,11)
Financial_leverage	<b>0,327*</b> <b>(1,92)</b>	0,042 (0,22)	<b>-0,075***</b> <b>(-3,55)</b>	<b>5,110***</b> <b>(2,78)</b>	<b>7,600***</b> <b>(3,48)</b>	<b>4,701**</b> <b>(2,03)</b>	0,518 (1,06)	0,495 (0,96)
Conc_shares	<b>-0,013***</b> <b>(-6,37)</b>	<b>-0,013***</b> <b>(-6,55)</b>	<b>-0,075***</b> <b>(-3,55)</b>	<b>-0,074***</b> <b>(-3,34)</b>	<b>-0,109***</b> <b>(-4,05)</b>	<b>-0,104***</b> <b>(-3,78)</b>	<b>0,009**</b> <b>(2,12)</b>	<b>0,010</b> <b>(2,51)</b>
Industry dummies	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Constante	<b>4,924***</b> <b>(9,64)</b>	<b>5,480***</b> <b>(10,87)</b>	<b>10,189**</b> <b>(-2,16)</b>	<b>-6,458***</b> <b>(-1,46)</b>	<b>-9,741*</b> <b>(-1,75)</b>	-5,083 (-0,90)	<b>9,042***</b> <b>(8,19)</b>	<b>8,793***</b> <b>(8,52)</b>

(continúa en la próxima página)

**Cuadro B.3.** Índice de GC y variables de desempeño: participaciones en el capital (continuación)

Variables dependientes	Puntaje ODO 1 a 6 (ODO 1-6 SCORE)		ROE/ROIC		EROE/EROIC		Riesgo crediticio 1 a 11 (CREDIT_RISK_1-11)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Modelo								
Número de observaciones	213	213	208	208	197	197	213	208
Estadístico F	21,06	18,40	31,75	25,79	32,51	26,38	22,40	14,45
R cuadrado	0,597	0,581	0,551	0,546	0,566	0,557	0,599	0,428

**Nota:** En este cuadro se muestran los resultados de los distintos modelos de regresión en los que se usó la variable EQUITY OPERATION como moderadora de la relación entre el nivel de adhesión al índice de GC y el desempeño de las empresas. Esta variable adopta un valor de 1 si el proyecto implica participación de capital y 0 en caso contrario. Los modelos 1, 3, 5 y 7 usan la adhesión al índice completo de GC (ADHERENCE\_FULL\_CG) como variable explicativa de interés, mientras que los modelos 2, 4, 6 y 8 usan la adhesión al índice principal de GC (CORE\_CG\_INDEX). Véase en el apéndice C la lista completa de preguntas del índice. Las variables dependientes son el ODO 1-6 (modelos 1 y 2), es decir, la calificación general de los resultados en términos de desarrollo del proyecto en una escala de 1 a 6 puntos, que va desde altamente infructuoso hasta altamente exitoso; el ROE/ROIC (modelos 3 y 4), esto es, el rendimiento anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto; el EROE/EROIC (modelos 5 y 6), es decir, el rendimiento económico anual del capital o el rendimiento económico del capital invertido del proyecto, y el CRED\_RISK\_1-11 (modelos 7 y 8), esto es, la clasificación del riesgo crediticio del proyecto en una escala de 1 a 11. Las variables de control son ADVISORY SERVICES, variable ficticia que indica si IFC ofreció servicios de asesoría al cliente; NOMINEE DIRECTOR, variable ficticia que indica si IFC designó un consejero dominical para el directorio del cliente; TIER III OPERATION, variable ficticia que señala si IFC clasificó el desembolso como inversión de nivel III; LISTED COMPANY, variable ficticia que indica si el cliente es una empresa que cotiza en bolsa; FIRM SIZE, logaritmo natural del total de activos de la empresa; FIRM AGE, logaritmo natural de años desde la fundación de la empresa; FINANCIAL-LEVERAGE, los pasivos totales sobre el total de activos; CONC\_SHARES, porcentaje de acciones con derecho a voto en poder del accionista mayoritario. En el apéndice E se presentan definiciones operativas detalladas de todas las variables. Los modelos se estiman a través de regresiones lineales múltiples transversales, que se calculan con errores estándar robustos corregidos por heteroscedasticidad de White. Todas las regresiones se controlan para cuatro variables ficticias de sector, según la clasificación de sectores de IFC. Los datos corresponden al período que se extiende desde 2011 hasta 2016. Los estadísticos "t" robustos se encuentran entre paréntesis. \*\*\*, \*\* y \* denotan significación en los niveles del 1 %, 5 %, y 10 %, respectivamente.

Análisis similares con las otras variables moderadoras arrojaron resultados que fueron cualitativamente similares a los obtenidos con la presencia de una operación de capital. En la mayoría de los casos, los coeficientes de los términos de interacción no fueron estadísticamente significativos.

Nuevamente, cabe destacar que la ausencia de coeficientes significativos desde el punto de vista estadístico y de resultados concluyentes en las regresiones múltiples se debe, probablemente, a que el conjunto de datos es muy pequeño y relativamente pobre en términos de construcción de variables (lo que posiblemente genere un error de medición importante).

En resumen, los resultados principales del intento de realizar regresiones múltiples con la base de datos disponible hasta el momento son los siguientes:

- La calificación del riesgo crediticio del proyecto fue la única variable de desempeño para la que se obtuvieron resultados coherentes. En casi todas las especificaciones, un nivel más alto de adhesión al índice de GC de IFC está asociado con una calificación más baja del riesgo crediticio del proyecto.

- Para las otras variables de desempeño, el análisis arrojó resultados dispares, que contradecían en algunos casos la hipótesis.
- El análisis de las posibles variables moderadoras tampoco permitió extraer conclusiones sólidas. En la mayoría de los casos, los coeficientes de las variables de interés no fueron estadísticamente significativos.

# APÉNDICE C

## Índice completo de gobierno corporativo

El índice de GC se centra en un conjunto limitado de características fundamentales del GC, seleccionadas a través de un relevamiento de la bibliografía sobre este tipo de índices, los códigos de mejores prácticas reconocidos internacionalmente y consultas directas con los especialistas en GC de IFC realizadas mediante una encuesta en línea<sup>31</sup>.

El índice contiene 84 preguntas, divididas en cinco dimensiones: compromiso con el GC, estructura y funcionamiento del directorio, procesos y entorno de control, transparencia y divulgación de información, y derechos de los accionistas. De estas preguntas, 51 se aplican a todas las empresas; 5, a las empresas familiares; 7, a las instituciones financieras, y 21, a las empresas que cotizan en bolsa.

---

<sup>31</sup> Sin embargo, el índice de GC que se utilizó en esta investigación no es necesariamente un indicador completo del GC, y posiblemente no incluya algunos elementos que pueden ser importantes para medir la verdadera calidad de las prácticas de GC de una empresa en particular.

Tipo de control	N.º Dimensión	N.º Pregunta
Todas	1 Compromiso con el GC	1 ¿La empresa tiene un código de GC (o "política" o "directrices"), además de los estatutos sociales o los reglamentos, en el que se incluyan, como mínimo, los derechos y el tratamiento de los accionistas, la función del directorio, la transparencia y la divulgación de información, y la ética comercial?
Todas	1 Compromiso con el GC	2 ¿La empresa cuenta con un código de conducta escrito? (1,0 si el código fue aprobado por el directorio; 0,5 si fue aprobado por el equipo gerencial).
Todas	1 Compromiso con el GC	3 ¿Los miembros del directorio reciben capacitación periódica sobre temas relacionados con el GC, patrocinada o financiada por la empresa?
Todas	1 Compromiso con el GC	4 ¿La empresa cuenta con un funcionario designado o un cuerpo responsable de supervisar las políticas y prácticas de GC? (1,0 si responde al directorio; 0,5 si responde al equipo gerencial).
Familiar	1 Compromiso con el GC	5 ¿La empresa cuenta con una política sobre el empleo de familiares (por ejemplo, que establezca reglas para la contratación y promoción de miembros de la familia propietaria de la empresa)?
Familiar	1 Compromiso con el GC	6 ¿La empresa cuenta con políticas escritas (por ejemplo, constitución familiar) en las que se aborde un elemento clave de la dirección de empresas familiares, como la planificación de sucesión, recursos humanos y empleo de familiares, y propiedad accionaria de familiares?
Empresas que cotizan en bolsa	1 Compromiso con el GC	7 ¿La empresa informa periódicamente sobre la medida en que su código y sus prácticas de GC cumplen con el código de mejores prácticas de su país?
Empresas que cotizan en bolsa	1 Compromiso con el GC	8 ¿La empresa es firmante de iniciativas nacionales o internacionales dirigidas a combatir la corrupción (por ejemplo, los Principios Empresariales para Contrarrestar el Soborno, códigos de práctica voluntarios específicos del sector, etc.)?
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	9 ¿El directorio recibe informes periódicos de la gerencia sobre la ejecución del plan estratégico?
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	10 ¿El directorio aprueba formalmente el plan estratégico y de negocios de la empresa?
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	11 ¿El directorio cuenta con una reglamentación interna (por ejemplo, un estatuto, un reglamento u otro documento formal) en el que se establezcan su función, su composición y sus reglas de funcionamiento?
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	12 ¿El directorio organiza una reunión o sesión específica para analizar la estrategia al menos una vez al año?
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	13 ¿La empresa designa únicamente directores suplentes si así lo exige la legislación nacional? (Asigne o puntos si se han designado directores suplentes aun cuando las leyes nacionales <b>NO</b> lo exigen).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	14 ¿El directorio incluye mujeres? (0,5 si la empresa tiene una mujer de directora; 1,0 si hay dos o más mujeres en el directorio).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	15 ¿El directorio incluye directores que sean independientes de la gerencia y los accionistas mayoritarios? (0,5 si la empresa tiene un director independiente; 1,0 si tiene dos o más).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	16 ¿Los cargos de presidente y funcionario ejecutivo principal están ocupados por distintas personas?

(continúa en la próxima página)

(continuación)

Tipo de control	N.º Dimensión	N.º Pregunta
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	17 ¿El comité de auditoría está compuesto únicamente por directores no ejecutivos (DNE)? (1,0 si solo está compuesto por DNE; 0,5 si hay miembros no ejecutivos que no son miembros del directorio). (En el caso de las empresas que cotizan en bolsa y las instituciones financieras, considere directores independientes en lugar de DNE).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	18 ¿Hay al menos un miembro del comité de auditoría que tenga conocimientos especializados pertinentes sobre auditoría y contabilidad? (1,0 si alguna persona tiene conocimientos especializados de auditoría y contabilidad; 0,5 si al menos un miembro tiene conocimientos especializados pertinentes en financiamiento).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	19 ¿El directorio cuenta con un comité de auditoría?
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	20 ¿Todos los comités del directorio tienen reglamentaciones internas en las que se especifica su función, su composición y su funcionamiento? (1,0 si todos tienen reglamentaciones internas; 0,5 si solo algunos de ellos tienen reglamentaciones internas).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	21 ¿El directorio mantiene reuniones periódicas entre 6 y 8 veces por año? (Use 8 a 12 para las instituciones financieras).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	22 ¿Los directores reciben periódicamente toda la documentación de las reuniones del directorio con 5 días de anticipación como mínimo? (Utilice 7 días para las empresas que cotizan en bolsa y 2 para las empresas familiares).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	23 ¿El directorio tiene una secretaría corporativa? (1,0 si la secretaría corporativa trabaja a tiempo completo; 0,5 si las funciones de la secretaría corporativa se combinan con otras funciones, como las jurídicas).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	24 ¿La empresa cuenta con una política escrita que establezca las reglas para la aprobación de las transacciones con partes relacionadas? (1,0 si la política exige que los directores en conflicto no voten; 0,5 si existe una política, pero esta no impide que los directores en conflicto voten).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	25 ¿El directorio cuenta con una política formal de remuneración para los miembros del directorio que tenga en cuenta su asistencia y su participación en los comités?
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	26 ¿El directorio realiza autoevaluaciones u otros exámenes de eficacia una vez al año? (1,0 si un facilitador externo realiza la autoevaluación; 0,5 si esta se realiza de manera interna. También asigne 1,0 si la empresa alterna entre los dos tipos de evaluación).
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	27 ¿La empresa tiene un plan de sucesión para el funcionario ejecutivo principal?
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	28 ¿El directorio adopta indicadores clave de desempeño para el funcionario ejecutivo principal y la gerencia superior, y examina periódicamente su desempeño?
Todas	2 Estructura y funcionamiento del directorio	29 ¿El directorio designa formalmente al funcionario ejecutivo principal?
Familiar	2 Estructura y funcionamiento del directorio	30 ¿Los cargos de presidente y funcionario ejecutivo principal están ocupados por personas que no pertenecen a la familia?
Financiera	2 Estructura y funcionamiento del directorio	31 ¿La empresa tiene un comité de riesgo en el directorio? (1,0 si hay un comité de riesgo independiente; 0,5 si hay un comité conjunto de auditoría y riesgo).

(continúa en la próxima página)

(continuación)

Tipo de control	N.º	Dimensión	N.º	Pregunta
Financiera	2	Estructura y funcionamiento del directorio	32	¿La remuneración del equipo gerencial superior está vinculada al desempeño individual (no a los resultados generales de desempeño de la empresa)?
Empresas que cotizan en bolsa	2	Estructura y funcionamiento del directorio	33	¿La empresa cuenta con un comité de GC?
Empresas que cotizan en bolsa	2	Estructura y funcionamiento del directorio	34	¿El directorio está presidido por un director independiente? (0,5 si hay un director independiente principal).
Empresas que cotizan en bolsa	2	Estructura y funcionamiento del directorio	35	¿La remuneración del equipo gerencial superior está vinculada al desempeño individual (no a los resultados generales de desempeño de la empresa)?
Todas	3	Procesos y entorno de control	36	¿El comité de auditoría supervisa la implementación de las recomendaciones de los auditores internos y externos?
Todas	3	Procesos y entorno de control	37	¿El comité de auditoría del directorio participa en la designación de auditores externos?
Todas	3	Procesos y entorno de control	38	¿La empresa cumple normas de auditoría interna reconocidas internacionalmente? (Por ejemplo, Normas Internacionales del Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna elaboradas por la Junta Internacional de Normas de Auditoría Interna).
Todas	3	Procesos y entorno de control	39	¿Hay una persona que sea formalmente responsable de las iniciativas de cumplimiento de la empresa (por ejemplo, funcionario de cumplimiento o puesto similar)? (1,0 si hay un funcionario de cumplimiento de tiempo completo; 0,5 si hay un funcionario de medio tiempo).
Todas	3	Procesos y entorno de control	40	¿La empresa cumple con normas de control interno internacionalmente reconocidas?
Todas	3	Procesos y entorno de control	41	¿Los auditores externos marcaron sistemáticamente deficiencias repetitivas en el sistema de control interno de la empresa durante los últimos tres años?
Todas	3	Procesos y entorno de control	42	¿La empresa tiene un canal de denuncias específico que garantiza el anonimato a los informantes y el tratamiento debido a los denunciantes?
Todas	3	Procesos y entorno de control	43	¿El directorio aprueba las políticas de gestión de riesgos de la empresa?
Todas	3	Procesos y entorno de control	44	¿El directorio supervisa la ejecución de las políticas de gestión de riesgos?
Todas	3	Procesos y entorno de control	45	¿Hay una persona que sea formalmente responsable de las iniciativas de gestión de riesgos de la empresa? (Por ejemplo, director de riesgos o gerente de riesgos).
Todas	3	Procesos y entorno de control	46	¿La unidad de auditoría interna cuenta con un plan de trabajo que el comité de auditoría o el directorio apruebe todos los años?
Todas	3	Procesos y entorno de control	47	¿La unidad de Auditoría Interna responde directamente al comité de auditoría o al directorio?

(continúa en la próxima página)

(continuación)

Tipo de control	N.º	Dimensión	N.º	Pregunta
Todas	3	Procesos y entorno de control	48	¿Existe una función de auditoría interna?
Todas	3	Procesos y entorno de control	49	¿La unidad de auditoría interna cuenta con un estatuto o términos de referencia específicos? (1,0 si son aprobados por el directorio; 0,5 si son aprobados por el equipo gerencial).
Todas	3	Procesos y entorno de control	50	¿Los estados financieros son auditados por una empresa independiente? (1,0 si la compañía contrata los servicios de una empresa internacional de auditoría; 0,5 si contrata una empresa nacional de auditoría).
Todas	3	Procesos y entorno de control	51	Si la empresa de auditoría ofrece servicios distintos de los de auditoría, ¿los honorarios por dichos servicios se limitan al 25 % del total de los honorarios de los auditores?
Todas	3	Procesos y entorno de control	52	¿El auditor externo informa acerca de la idoneidad del sistema de controles internos de la empresa?
Todas	3	Procesos y entorno de control	53	¿Los estados financieros de la empresa se auditan conforme a las Normas Internacionales de Auditoría u otros estándares reconocidos internacionalmente?
Financiera	3	Procesos y entorno de control	54	¿Existe un programa formal de cumplimiento? (1,0 si el programa de cumplimiento fue aprobado por el directorio; 0,5 si fue aprobado por el equipo gerencial).
Financiera	3	Procesos y entorno de control	55	¿La unidad de auditoría interna realiza una auditoría basada en riesgos?
Empresas que cotizan en bolsa	3	Procesos y entorno de control	56	¿Existe un programa formal de cumplimiento? (1,0 si el programa de cumplimiento fue aprobado por el directorio; 0,5 si fue aprobado por el equipo gerencial).
Empresas que cotizan en bolsa	3	Procesos y entorno de control	57	¿La unidad de auditoría interna realiza una auditoría basada en riesgos?
Todas	4	Transparencia y divulgación de información	58	¿La empresa elabora estados financieros de acuerdo con normas internacionales de contabilidad (por ejemplo, las Normas Internacionales de Información Financiera)?
Todas	4	Transparencia y divulgación de información	59	¿La empresa publica un informe anual, además de sus estados financieros? (1,0 si el informe anual se redacta en el idioma nacional y en inglés; 0,5 si el informe anual se redacta solo en el idioma nacional).
Todas	4	Transparencia y divulgación de información	60	¿Existe una sección en el sitio web de la empresa dedicado al GC?
Todas	4	Transparencia y divulgación de información	61	¿La empresa analiza todas las transacciones significativas que figuran en sus estados con las filiales de los accionistas mayoritarios, directores o gerentes?
Financiera	4	Transparencia y divulgación de información	62	¿La empresa da a conocer sus principales riesgos en el informe anual o en su sitio web?
Financiera	4	Transparencia y divulgación de información	63	¿La empresa da a conocer periódicamente en el informe anual o en el sitio web sus contribuciones políticas y otras donaciones?

(continúa en la próxima página)

(continuación)

Tipo de control	N.º	Dimensión	N.º	Pregunta
Empresas que cotizan en bolsa	4	Transparencia y divulgación de información	64	¿La empresa cuenta con un funcionario designado para hablar en nombre de la empresa?
Empresas que cotizan en bolsa	4	Transparencia y divulgación de información	65	¿La empresa realiza reuniones periódicas con analistas de capital o crédito?
Empresas que cotizan en bolsa	4	Transparencia y divulgación de información	66	¿La empresa <b>NO</b> recibió ninguna sanción regulatoria a causa de una mala divulgación de información en los últimos cinco años?
Empresas que cotizan en bolsa	4	Transparencia y divulgación de información	67	¿La empresa cuenta con un funcionario de relaciones con inversionistas (RI) de tiempo completo o una unidad de RI? (1,0 si la empresa tiene una unidad de RI y un funcionario de RI de tiempo completo; 0,5 si el funcionario es de medio tiempo).
Empresas que cotizan en bolsa	4	Transparencia y divulgación de información	68	¿La empresa da a conocer sus principales riesgos en el informe anual o en el sitio web?
Empresas que cotizan en bolsa	4	Transparencia y divulgación de información	69	¿La empresa da a conocer su política de sostenibilidad?
Empresas que cotizan en bolsa	4	Transparencia y divulgación de información	70	¿La empresa da a conocer la remuneración individual de los miembros del directorio y la gerencia superior? (1,0 si la empresa da a conocer la remuneración individual de los directores y la gerencia superior; 0,5 si da a conocer la remuneración de solo un grupo).
Empresas que cotizan en bolsa	4	Transparencia y divulgación de información	71	¿La empresa informa periódicamente sobre sus contribuciones políticas y otras donaciones?
Todas	5	Derechos de los accionistas	72	¿Existe algún mecanismo que permita que los accionistas minoritarios nominen a miembros del directorio (voto acumulativo, voto en bloque, etc.)?
Todas	5	Derechos de los accionistas	73	¿Los accionistas reciben todo el material informativo y un programa detallado el día de la primera notificación sobre las reuniones de accionistas?
Todas	5	Derechos de los accionistas	74	¿La empresa cuenta con políticas claramente articuladas y que puedan hacerse cumplir con respecto al tratamiento de los accionistas minoritarios en los cambios de control, como el derecho de acompañamiento ( <i>tag along</i> ), los derechos preferenciales, etc.?
Todas	5	Derechos de los accionistas	75	¿La empresa solo usa acciones ordinarias?
Familiar	5	Derechos de los accionistas	76	¿Existe una disposición de salida para los accionistas que sean miembros de la familia? (Una disposición que permita a los accionistas minoritarios vender sus acciones de una manera que sea equitativa para todos los accionistas. Por ejemplo, opción de venta, cláusula de derecho de acompañamiento, derecho de arrastre [ <i>drag along</i> ], etc.).
Familiar	5	Derechos de los accionistas	77	¿Se ha establecido un consejo de familia (si algunos miembros de la familia no trabajan en la empresa)?
Financiera	5	Derechos de los accionistas	78	¿El ente regulador, el banco central o la bolsa de valores realizaron alguna investigación sobre el tratamiento de los accionistas en la empresa en los últimos cinco años?
Empresas que cotizan en bolsa	5	Derechos de los accionistas	79	¿La empresa adopta mecanismos tales como el voto por poder o el voto electrónico?

# APÉNDICE D

## Glosario<sup>32</sup>

**Acción:** Valor emitido por una sociedad anónima, que otorga el derecho de participar de la asamblea general de accionistas de la empresa, recibir dividendos y recibir una parte de los activos de la empresa en caso de su disolución.

**Acciones con derecho de voto:** Acciones que dan al accionista el derecho de votar en asuntos referidos a las políticas corporativas, incluidas las elecciones del directorio.

**Acciones de clase dual:** Acciones que tienen diferentes derechos, como acciones de clase A y acciones de clase B, donde una clase tiene derechos de voto y la otra no.

**Acciones ordinarias:** Valores participativos que representan la participación en una sociedad y que otorgan a los titulares derechos de voto y el derecho a recibir las ganancias residuales de la empresa a través de dividendos, recompra de acciones o revalorización de capital.

**Acciones preferenciales:** Valores participativos que representan la participación en una sociedad, que gozan de derechos preferenciales sobre otras clases de acciones en relación con el pago de dividendos y la distribución de activos en caso de liquidación. Las acciones preferenciales por lo general no gozan de derechos de voto.

**Acciones sin derecho de voto:** Los propietarios que son titulares de esta clase de acciones habitualmente no tienen derechos de voto en la asamblea general de accionistas, excepto en algunos asuntos de gran importancia. Por lo general, los titulares de acciones sin derecho de voto tienen derechos preferenciales para recibir dividendos.

**Accionistas:** Titulares de acciones emitidas por empresas.

**Accionistas mayoritarios:** Accionistas que poseen una proporción del capital con derecho de voto de la empresa que resulta suficiente para controlar la composición del directorio. Por lo general, se adopta un umbral del 30 % o más para identificar a los accionistas mayoritarios.

**Accionistas minoritarios:** Accionistas con participación minoritaria (por lo general, inferior al 5 %) en una empresa controlada por un accionista mayoritario. Sin embargo, cada país puede determinar diversos umbrales que se pueden aplicar al término “accionista minoritario”.

---

<sup>32</sup> Este glosario se basa principalmente en las publicaciones anteriores de IFC, especialmente 1) *¿Quién dirige la empresa? Una guía para la cobertura periodística del gobierno corporativo* (Foro Global de Gobierno Corporativo de IFC, en asociación con el Centro Internacional para Periodistas, 2012) y 2) *Guía Práctica de Gobierno Corporativo: Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana* (Foro Global de Gobierno Corporativo de IFC, en asociación con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 2009).

**Acuerdo de accionistas:** Documento escrito que rige las relaciones entre los accionistas y en el que se define la forma en que se administrará y controlará la empresa. El acuerdo ayuda a alinear los objetivos de los accionistas mayoritarios para salvaguardar los intereses comunes y proteger los intereses de los accionistas minoritarios.

**Asamblea general anual (asamblea general de accionistas):** Reunión de los accionistas, que generalmente se celebra al final de cada ejercicio económico, en la que los accionistas y la gerencia analizan el ejercicio anterior y las perspectivas para el futuro, se eligen directores y se abordan otras inquietudes de los accionistas. Por lo general, en la asamblea general anual se toman decisiones solamente sobre temas importantes que afectan a la empresa.

**Audidores externos (auditores independientes):** Profesionales de una empresa auditora externa que tienen la responsabilidad de realizar una auditoría de los estados financieros. Se puede solicitar una auditoría anual, semestral o trimestral. En la mayoría de los países, los auditores independientes realizan una auditoría anual. El auditor independiente debe emitir un juicio imparcial acerca de que es probable que los estados financieros y contables de la empresa estén exentos de inexactitudes significativas y sean un reflejo cabal de la situación financiera de la empresa.

**Auditoría:** Examen de los estados financieros históricos destinado a aumentar el nivel de confianza en ellos. Dicho examen consiste en una inspección y verificación de los registros financieros y contables, y de los documentos de respaldo de una empresa, a cargo de un auditor externo independiente, profesional, competente y calificado, para asegurar a los lectores del informe que dichos estados y documentos cumplen con los requisitos contables y de presentación de informes aplicables, que están exentos de inexactitudes significativas provocadas por fraude o error, y que son una representación fiel y adecuada de la situación financiera de la empresa.

**Auditoría interna:** Las auditorías internas constituyen actividades de consultoría y aseguramiento independientes y objetivas, diseñadas para agregar valor y mejorar las operaciones de una organización. Ayudan a dicha entidad a cumplir sus objetivos, pues aportan un enfoque sistemático y disciplinado para evaluar y mejorar la eficacia de la gestión de riesgos, los controles y los procesos de gobierno corporativo.

**Capital flotante:** Porción de acciones negociadas en el mercado que otorga liquidez a las acciones. Los grandes propietarios no son titulares de estas acciones, las cuales, además, no son parte de la autocartera de la empresa.

**Código de conducta (o código de ética):** Documento en el que se describen los principios, valores, normas o reglas de comportamiento de la empresa, los cuales deben orientar sus decisiones, procedimientos y sistemas. En este documento se definen las conductas y las acciones adecuadas sobre asuntos pertinentes y potencialmente delicados.

**Código de gobierno corporativo:** Documento, generalmente aprobado por la asamblea general de accionistas o el directorio de la empresa, que apunta a demostrar el compromiso de la empresa con un buen gobierno corporativo, en el que se ofrecen directrices sobre temas tales como las prácticas del directorio, derechos de los accionistas, transacciones con partes relacionadas, relaciones con las partes interesadas, y divulgación de información y políticas de transparencia.

**Comité de auditoría:** Comité constituido por el directorio, que generalmente se encarga de supervisar la presentación de informes y la divulgación de la información financiera y no financiera por parte de la empresa a las partes interesadas. El comité generalmente es responsable de seleccionar y recomendar a la firma auditora de la empresa para que sea aprobada por el directorio o los accionistas.

**Comités del directorio:** Los comités son órganos auxiliares del directorio, establecidos para asistirlo en el análisis de temas específicos por fuera de las reuniones periódicas del directorio. Los comités más usuales son los de auditoría, retribuciones y nombramientos.

**Conflicto de intereses:** Situación en la que un funcionario o miembro del personal de la empresa tiene un interés personal o profesional enfrentado con la compañía, que puede impedirle el cumplimiento imparcial de sus deberes. Hace referencia también a las situaciones que pueden socavar la imparcialidad de una persona debido a la posibilidad de que se produzca un conflicto entre su interés personal y su interés profesional o público. También puede tratarse de una situación en la que la responsabilidad de una parte en relación con una segunda parte limite su capacidad para cumplir con su responsabilidad respecto de una tercera parte. Los directores tienen el deber de evitar los conflictos de intereses y siempre deben actuar en beneficio de la empresa y todos los accionistas.

**Consejo de familia:** Foro organizado para que los miembros de la familia se reúnan y analicen la situación actual y futura del negocio familiar. Los miembros pueden participar o no directamente en las operaciones diarias de la empresa. El consejo de familia es un medio para generar unidad y cohesión familiar, a través de una visión compartida sobre los principios rectores de la familia, y separar la gestión profesional de la empresa de las cuestiones personales. Por lo general, es el foro donde se determina cómo serán los votos de la participación accionaria de la familia sobre cualquier tema.

**Constitución familiar:** Directrices sobre los derechos y los deberes de los integrantes de la familia que compartirán los recursos familiares, principalmente aquellos asociados con las empresas participadas.

**Cumplimiento:** Aceptación y aplicación de las reglas y los reglamentos. En general, “cumplimiento” significa ajustarse a una especificación o política (interna o externa), norma o ley que ha sido claramente definida.

**Derechos de acompañamiento o *tag along*:** Si un accionista mayoritario vende su participación, los accionistas minoritarios tienen el derecho de participar y vender su participación en los mismos términos y condiciones que el mayoritario. Este derecho protege a los accionistas minoritarios y constituye una cláusula estándar en los acuerdos de los accionistas.

**Derechos de los accionistas:** Derechos que resultan de la titularidad de acciones, que pueden basarse en derechos legales u otros derechos contraídos con la empresa. Los derechos básicos de los accionistas incluyen los de acceder a la información de la empresa, asistir a las asambleas de accionistas, elegir directores y designar al auditor externo, además de los derechos de voto y derechos de flujo de caja.

**Derechos de voto:** Derecho de votar en las asambleas de accionistas sobre temas de importancia para la empresa.

**Director ejecutivo:** Miembro del directorio de la empresa que también forma parte del equipo ejecutivo (por ejemplo, el funcionario ejecutivo principal).

**Director independiente:** Persona cuya única conexión importante a nivel financiero, personal, familiar o profesional con la sociedad, su presidente, su funcionario ejecutivo principal o cualquier otro funcionario ejecutivo es su cargo de director. Se espera que el director independiente sea capaz de ejercer un juicio objetivo en torno de todas las decisiones de la empresa.

**Directorio:** Grupo de individuos elegidos por los accionistas de una empresa para dirigirla y controlarla. Los directores definen la visión y la misión, establecen la estrategia y las prioridades, y supervisan la gestión de la empresa. El directorio generalmente se ocupa de cuestiones tales como seleccionar el funcionario ejecutivo principal, definir el paquete de remuneración de los funcionarios y establecer los objetivos de largo plazo de la empresa, así como de supervisar los riesgos y el cumplimiento. Existen dos modelos principales de directorio en el mundo: directorio de un nivel (sistema unitario) y directorio de dos niveles (sistema dual). El sistema unitario se caracteriza por un directorio único que dirige la empresa (este directorio podría estar compuesto por miembros ejecutivos y no ejecutivos). El sistema dual se caracteriza por presentar organismos de supervisión y gestión separados. El primero generalmente se denomina “directorio supervisor” y el segundo, “directorio ejecutivo”.

(Véase “directorio de un nivel” y “directorio de dos niveles” a continuación). En los países en los que se adopta el sistema dual, se emplea el término “directorio supervisor” en lugar de “directorio”, y “directorio de gestión” en lugar de “equipo gerencial superior”.

**Directorio de dos niveles:** Directorio que divide las obligaciones de gestión y supervisión en dos órganos separados. El directorio de supervisión, conformado por los DNE, supervisa al directorio de gestión, que está conformado por los directores ejecutivos. Es habitual en Francia, Alemania y Europa del Este. No todos los estilos de directorios de dos niveles son idénticos.

**Directorio de un nivel:** Directorio compuesto por miembros ejecutivos y no ejecutivos. Delega las actividades diarias en el equipo gerencial. Utilizado en Estados Unidos, Reino Unido y los países del Commonwealth.

**Director no ejecutivo (DNE) (director externo):** Miembro del directorio de la empresa que no forma parte del equipo ejecutivo. El DNE generalmente no participa en la gestión diaria de la organización. Dado que el DNE puede tener vínculos con el accionista mayoritario, no necesariamente se lo debería considerar director independiente.

**Divulgación de información:** Hace referencia a la obligación de una empresa de ofrecer información significativa conforme a los requerimientos de diversas partes, incluidas las autoridades regulatorias y el público, o de acuerdo con las normas, por ejemplo, las normas contables y los contratos de autorregulación. La divulgación de información contribuye a la transparencia de la empresa, uno de los principios de gobierno corporativo más importantes.

**Empresas familiares:** Empresas en las que los accionistas mayoritarios pertenecen a la misma familia (familiares más próximos o lejanos) o a un grupo de familias.

**Equipo gerencial superior:** Organismo de una empresa que realiza la gestión diaria de sus operaciones, incluida la implementación del plan de desarrollo estratégico, la incorporación de una cultura corporativa conforme a las normas de ética empresarial, y la redacción del reglamento y las directrices de la compañía. Una empresa puede establecer un órgano ejecutivo unipersonal (por ejemplo, el funcionario ejecutivo principal) o colegiado (el directorio de gestión).

**Estados financieros:** Un conjunto completo de estados financieros comprende un balance general, un estado de resultados (estado de ganancias y pérdidas), un estado de variación en los fondos propios, un estado de flujo de caja y notas. Estos, en conjunto, muestran los recursos económicos o las obligaciones de una entidad en un momento determinado o los cambios en dichos recursos u obligaciones durante un período, conforme a un marco de presentación de informes financieros.

**Estatuto de la empresa:** Documento oficial presentado ante el organismo gubernamental correspondiente en el país en el que se inscribe la sociedad. El estatuto describe el objetivo de la empresa, los poderes en virtud de la ley, las clases de valores que pueden emitirse, y los derechos y las obligaciones de los accionistas y directores.

**Estructura de propiedad:** Forma en que las acciones de la empresa se distribuyen entre los accionistas.

**Estructura piramidal:** Estructura organizacional habitual en las empresas familiares. Las empresas legalmente independientes están controladas por la misma familia a través de una cadena de relaciones de propiedad.

**Funcionario ejecutivo principal:** Funcionario gerencial de más alto rango de la empresa, que responde al directorio. Generalmente es responsable de las decisiones a corto plazo, la conducción de los empleados, la implementación de la estrategia, la gestión de los riesgos y la supervisión de la gestión.

**Gestión de riesgos:** Proceso de identificar, analizar, gestionar y monitorear el grado de exposición de una sociedad a los riesgos y determinar los enfoques óptimos para manejar esta exposición.

**Gobierno corporativo:** Las estructuras y los procesos para la dirección y el control de las empresas. Tiene el objetivo de garantizar la protección de los derechos de los accionistas y la eficiencia y la eficacia de la interacción entre la asamblea general de accionistas, el directorio y el equipo gerencial superior.

**Informe anual:** Documento que envían todos los años las empresas a sus accionistas y partes interesadas. Contiene información sobre los resultados financieros y el desempeño general durante el ejercicio económico previo, y comentarios sobre las perspectivas futuras. También puede incluir el informe de GC y otros informes expositivos.

**Opinión del auditor:** Certificación que acompaña los estados financieros, otorgada por los auditores independientes que auditan los estados y registros financieros de una empresa. La opinión indica si, en general, los estados financieros presentan o no un reflejo cabal de la situación financiera de la empresa.

**Parte interesada:** Persona u organización con interés legítimo en un proyecto o una empresa. En un sentido más general, se refiere a los proveedores, acreedores, clientes, empleados y a la comunidad local, todos ellos afectados por las actividades de la empresa.

**Parte relacionada:** Una parte está relacionada con una entidad si puede controlarla de manera directa o indirecta, o ejercer control a través de otras partes; el término también se aplica a las partes que están sujetas a un control común proveniente de la misma fuente. Las partes relacionadas suelen tener influencia sobre las políticas financieras u operativas de una empresa, o tienen el poder de influir en las acciones de otra parte. Una parte relacionada puede ser un familiar cercano (incluidas parejas, cónyuges, hijos y otros familiares), un gerente clave de la entidad (y sus familiares cercanos) o entidades, como filiales de la entidad, sociedades de carteras, sociedades en participación y asociados.

**Presidente del directorio:** Persona responsable de la conducción del directorio y de la eficacia de su funcionamiento. Está a cargo de actividades tales como elaborar el temario del directorio y verificar que las actividades del directorio se realicen en beneficio de los todos accionistas.

**Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA):** Reglas, convenciones y normas de contabilidad para las empresas, establecidas por los organismos de los países encargados de fijar los requisitos de presentación de informes y las normas contables. Es probable que cada país tenga sus propios PCGA y que estos no sean idénticos a los de otro país.

**Reglamentación interna del directorio (carta o estatuto del directorio):** Documento en el que se detallan las funciones, las responsabilidades, la composición y el funcionamiento del directorio y sus comités.

**Reglamento:** Documento escrito en el que se establecen las reglas del gobierno interno de una empresa, según lo aprobado por su directorio o sus accionistas. Incluye temas tales como la elección de los directores, los deberes de los funcionarios y la forma en que se deben realizar las transferencias de acciones.

**Relaciones con los inversionistas:** Departamento de comunicaciones corporativas de una empresa. Se especializa en la gestión de la información y la divulgación en empresas públicas y privadas en el marco de la comunicación con la comunidad de inversionistas en general.

**Secretaría corporativa:** Figura clave de un sistema de gobierno corporativo. Garantiza que la empresa cumpla con los documentos internos y la legislación de gobierno corporativo, y promueve la coordinación eficiente de las operaciones de todos los organismos de gobierno corporativo de la empresa, el intercambio de información entre estos organismos y los accionistas, y la resolución de otros temas de gobierno corporativo dentro de la empresa. Las tareas generalmente comprenden organizar las reuniones de los organismos de gobierno, verificar que los procedimientos del directorio se ajusten a la legislación, llevar el registro de accionistas, y registrar y presentar las minutas de todas las asambleas de accionistas, el directorio y otros organismos de gobierno.

**Sesión ejecutiva:** Parte de la reunión del directorio de la que no participan el funcionario principal ni ningún otro funcionario ejecutivo.

**Transparencia:** Principio de gobierno corporativo que consiste en publicar y divulgar información oportuna y pertinente para los intereses de las partes interesadas y los accionistas en relación con todos los asuntos significativos, incluida su situación financiera, desempeño y estructura de propiedad y gobierno.

**Voto acumulativo:** Sistema de votación que otorga más poder a los accionistas minoritarios, al permitirles emitir todos sus votos para el directorio en favor de un solo candidato, a diferencia de la votación estatutaria o periódica, en la que los accionistas deben votar por un candidato diferente para cada vacante disponible o distribuir sus votos entre diversos candidatos.

# APÉNDICE E

## Definición operativa de todas las variables

Código	Tipo de variable	Constructo	Definición	Dimensión
Ind_Name	Control	Industria	Clasificación de las industrias de IFC.	N/C
Dummy_Ind	Control	Industria	Variable ficticia de clasificación de la industria.	N/C
Sector	Control	Sector	Nombre de sector secundario de IFC.	N/C
Country	Control	País	País del cliente.	N/C
Reg_Name	Control	Región	Región del cliente.	N/C
Dummy_Reg	Control	Región	Variable ficticia de la región del cliente.	N/C
Inception	Control	Antigüedad de la empresa	Año de inicio de las operaciones de la empresa.	N/C
Conc_Shares	Control	Concentración de la propiedad	Porcentaje de acciones con derecho de voto que posee el accionista mayoritario.	N/C
Listed	Control	Empresa que cotiza en bolsa de valores	1 si cotiza en bolsa de valores, o en caso contrario.	N/C
Cross_List	Control	Empresa que cotiza en una bolsa de valores extranjera	1 si cotiza en una bolsa de valores extranjera (por ejemplo, nivel ADR (certificado estadounidense de acciones o [American Depository Receipt]), 2 o 3 en la Bolsa de Valores de Nueva York [NYSE]), o en caso contrario.	N/C
Bus_Group	Control	Pertenencia a grupo de negocios	Si la empresa pertenece a un grupo de negocios, 1; si es una empresa independiente, 0.	N/C
Assets	Control	Tamaño de la empresa	Total de activos (en USD).	N/C
Revenues	Control	Tamaño de la empresa	Total de ingresos (en USD).	N/C
Shar_Eq	Control	Patrimonio neto	Patrimonio (promedio en USD).	N/C
Net_Income	Control	Rentabilidad	Ingresos netos (en USD).	N/C
Fix_Asset	Control	Activos fijos	Instalaciones y equipos (en USD).	N/C
Liabilities	Control	Pasivo	Pasivos totales (en USD).	N/C
Debt_Asset	Control	Apalancamiento financiero	Total de pasivos/total de activos.	N/C

(continúa en la próxima página)

(continuación)

Código	Tipo de variable	Constructo	Definición	Dimensión
Tangibility	Control	Tangibilidad de los activos	Activos fijos (propiedades, planta y equipo)/ ingresos operacionales.	N/C
Tier	Moderadora	Volumen del desembolso de IFC	Nivel I, II o III.	N/C
Loan	Moderadora	Tipo de operación de IFC	Si es una transacción de préstamo, 1; caso contrario, 0.	N/C
Equity	Moderadora	Tipo de operación de IFC	Si es una transacción de capital, 1; caso contrario, 0.	N/C
New_Client	Moderadora	Historia de la relación con IFC	Si es un cliente nuevo, 1; si es un cliente existente, 0.	N/C
Nom_Right	Moderadora	Derecho para designación de consejero dominical	Si IFC tiene derecho de designación de consejero dominical, 1; caso contrario, 0.	N/C
Nominee	Moderadora	Consejero dominical Director	Si IFC ejerce sus derechos y designa un consejero dominical, 1; caso contrario, 0.	N/C
Female	Moderadora	Consejera dominical	Si IFC designa una consejera dominical, 1; caso contrario, 0.	N/C
Staff_FStaff	Moderadora	Miembro del personal o exmiembro del personal como consejero dominical	Si IFC designa un miembro del personal o exmiembro del personal, 1; caso contrario, 0.	N/C
Advisory	Moderadora	Tipo de participación de IFC	Si IFC prestó servicios de asesoría relacionados con GC, 1; caso contrario, 0.	N/C
SIZE	Moderadora	Volumen del desembolso de IFC	Monto (USD) involucrado en la operación (préstamo o capital).	N/C
DOTS_1-6_Score	Dependiente	Desempeño	Escala de 6 puntos.	Multidimensional
DOTS_Fin_Perf	Dependiente	Desempeño	Escala de 4 puntos.	Financiero
DOTS_Econ_Perf	Dependiente	Desempeño	Escala de 4 puntos.	Económico
DOTS_E&S	Dependiente	Desempeño	Escala de 4 puntos.	Desempeño ambiental y social
DOTS_PSD	Dependiente	Desempeño	Escala de 4 puntos.	Desarrollo del sector privado
Av_DOTS_1-6_Score	Dependiente	Desempeño	Escala de 6 puntos.	Multidimensional (promedio desde 2011 hasta 2016)

(continúa en la próxima página)

(continuación)

Código	Tipo de variable	Constructo	Definición	Dimensión
Av_DOTS_Fin_Perf	Dependiente	Desempeño	Escala de 4 puntos.	Financiero (promedio desde 2011 hasta 2016)
Av_DOTS_Econ_Perf	Dependiente	Desempeño	Escala de 4 puntos.	Económico (promedio desde 2011 hasta 2016)
Av_DOTS_E&S	Dependiente	Desempeño	Escala de 4 puntos.	Desempeño ambiental y social (promedio desde 2011 hasta 2016)
Av_DOTS_PSD	Dependiente	Desempeño	Escala de 4 puntos.	Desarrollo del sector privado (promedio desde 2011 hasta 2016)
ROE_Annual	Dependiente	Desempeño	Rendimiento del capital/del capital invertido.	Financiero
EROE_Annual	Dependiente	Desempeño	Rendimiento económico del capital.	Financiero
Avrg_ROE	Dependiente	Desempeño	Rendimiento del capital/del capital invertido (promedio desde 2011 hasta 2016).	Financiero
Avrg_EROE_Annual	Dependiente	Desempeño	Rendimiento económico del capital (promedio desde 2011 hasta 2016).	Financiero
Credit_Risk	Dependiente	Desempeño	Calificación del riesgo crediticio. Calificación del riesgo crediticio de 1 a 7, donde 1 indica el riesgo más bajo y 7 el más alto (guarda relación con el incumplimiento de pagos). Los modificadores adicionales (A y B) se utilizan para agregar mayor granularidad en la calificación de riesgo crediticio para las categorías 2 a 5, donde A define una calidad crediticia más alta que B dentro de la categoría. Los indicadores (“+” mejora o “-” empeora; o “=” neutral) se utilizan para representar la tendencia futura prevista. Las categorías de calificación de riesgo crediticio son: Muy buena (1), Buena (2), Promedio (3), A observar (4), Inferior al estándar (5), Dudosa (6) y Pérdida (7).	Financiero
Cred_Risk_1-7	Dependiente	Desempeño	Calificación del riesgo crediticio (escala de 1 a 7) 1-1 Muy buena; 2-2A Buena; 2-2B Buena; 3-3A Promedio; 3-3B Promedio; 4-4A A observar; 4-4B A observar; 5-5A Inferior al estándar; 5-5B Inferior al estándar; 6-6 Dudosa; 7-7 Pérdida.	Financiero
Cred_Risk_1-11	Dependiente	Desempeño	Calificación del riesgo crediticio (escala de 1 a 11) 1-1 Muy buena; 2-2A Buena; 3-2B Buena; 4-3A Promedio; 5-3B Promedio; 6-4A A observar; 7-4B A observar; 8-5A Inferior al estándar; 9-5B Inferior al estándar; 10-6 Dudosa; 11-7 Pérdida.	Financiero

(continúa en la próxima página)

(continuación)

Código	Tipo de variable	Constructo	Definición	Dimensión
ESRR	Dependiente/ explicativa	Desempeño/ ambiental y social	Calificación del riesgo ambiental y social: Índice que señala la capacidad del cliente o su gestión de los problemas ambientales y sociales conforme al Marco de Sostenibilidad de IFC: 1 - Excelente; 2 - Satisfactoria; 3 - Parcialmente insatisfactoria; 4 - Insatisfactoria.	Calificación del riesgo ambiental y social
Adh_Full_CG	Explicativa	Gobierno corporativo	Porcentaje general de adhesión a todas las dimensiones del GC.	Multidimensional
Adh_Commit_ CG	Explicativa	Gobierno corporativo	Porcentaje general de adhesión con respecto al compromiso con el GC.	Multidimensional
Adh_Board	Explicativa	Gobierno corporativo	Porcentaje general de adhesión con respecto a la estructura y el funcionamiento del directorio.	Estructura y funcionamiento del directorio
Adh_Control	Explicativa	Gobierno corporativo	Porcentaje general de adhesión con respecto a los procesos y entorno de control.	Procesos y entorno de control
Adh_Transp_ Disc	Explicativa	Gobierno corporativo	Porcentaje general de adhesión con respecto a la transparencia y la divulgación de información.	Transparencia y divulgación de información
Adh_Shar_ Rights	Explicativa	Gobierno corporativo	Porcentaje general de adhesión con respecto a los derechos de los accionistas.	Derechos de los accionistas
Var_Full_CG	Explicativa	Gobierno corporativo	Evolución del porcentaje de adhesión a todas las dimensiones del GC (2011-16).	Multidimensional
Core_ CG_26Ind	Explicativa	Gobierno corporativo	Porcentaje general de adhesión con respecto a las 26 preguntas seleccionadas (2, 4, 6, 10, 14, 15, 16, 19, 21, 24, 30, 31, 33, 38, 39, 42, 45, 48, 54, 56, 59, 62, 69, 72, 75 y 81).	Indicadores seleccionados
Var_Core_ CG_26Ind	Explicativa	Gobierno corporativo	Evolución del porcentaje de adhesión con respecto a las 26 preguntas seleccionadas (2, 4, 6, 10, 14, 15, 16, 19, 21, 24, 30, 31, 33, 38, 39, 42, 45, 48, 54, 56, 59, 62, 69, 72, 75 y 81).	Indicadores seleccionados

2121 Pennsylvania Ave. NW  
Washington, DC 20433, EE. UU.  
[www.ifc.org](http://www.ifc.org)

Marzo de 2019



*Creamos mercados, creamos oportunidades*