

**38 Jornadas Nacionales de Administración Financiera**  
**Septiembre 2018**

# **Gobierno Corporativo: Medición en empresas cotizantes en Argentina**

**Omar Gutierrez**

**Damián Marcos**

*Universidad de Buenos Aires*

## SUMARIO

1. Introducción
2. Marco teórico
3. Análisis en América Latina
4. Metodología
5. Grado de cumplimiento de BPGS en Argentina
6. Análisis Financiero del Gobierno Societario en Argentina
7. Contraste de la Aplicación de las BPGS en las empresas argentinas
8. Conclusiones

Para comentarios:

omar.gutierrez@posgrado.economicas.uba.ar

damian.marcos@posgrado.economicas.uba.ar

### Resumen

El objetivo del presente trabajo será, conocer mediante un análisis cualitativo y cuantitativo la aplicación de las Buenas Prácticas de Gobierno Societario, sus ventajas y desventajas para 14 empresas que operan en la Bolsa de Buenos Aires. Para alcanzar este objetivo, se seleccionaron empresas, que aplican buenas prácticas de Gobierno Corporativo, y empresas que no realizan buenas prácticas, para someterlas a la aplicación de dos indicadores financieros de rentabilidad y posibilidad de quiebra, la Z de Altman y la Q de Tobin. Para ello se creó un índice ponderado por principio y sub-recomendaciones a su vez, para establecer qué se considera como buenas, parciales o malas prácticas de Gobierno Societario con base en los informes presentados en la Comisión Nacional de Valores (CNV). También se analizará experiencias en otros países de la región que apliquen las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo y de esta forma hacer un contraste con la aplicación de estas prácticas en Argentina.

## 1. Introducción

La aplicación de prácticas de Gobierno Corporativo, según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (2004), especifica la distribución de los derechos y responsabilidades que poseen los diferentes participantes de la sociedad. Igualmente, estas prácticas se orientan a proveer una estructura a la organización que le permita establecer sus objetivos, para controlarlos y alcanzarlos en los tiempos establecidos. Dentro del área de Finanzas Corporativas cada vez más resulta el interés de medir si estos procedimientos generan una real mejora en las empresas que las implementan en el contexto del Mercado de Capitales de Argentina, mercado que resulta desafiante por su volatilidad, influencia de las decisiones económicas y cambios de gobierno político.

Argentina comienza a implementar estas buenas prácticas de Gobierno Corporativo al integrar la Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina (IGCAL), que genera el antecedente necesario para que la Comisión Nacional de Valores (CNV) establezca, en el año 2001 a través del Decreto 677/2001<sup>1</sup> un régimen de transparencia de la oferta pública que aplica para todas las emisoras<sup>2</sup> de valores que cotizan en Bolsa. Este antecedente sirvió de base para que en el año 2004 el Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO), cree el Código de Mejores Prácticas de Gobierno Societario para la República Argentina, que, si bien no es de carácter obligatorio, es una buena recomendación.

La aplicación de estas buenas prácticas en las organizaciones en general, y muy especialmente de las empresas en particular, se está convirtiendo en un medio para hacer más competitivas y rentables a las mismas, a la vez que en un requisito exigido por los inversores. Las empresas emplean esfuerzos y utilizan diferentes recursos, para cumplir con la aplicación de

---

<sup>1</sup> Decreto 677/2001 establece normas y principios generales, en el ámbito de la oferta pública; obligaciones de los participantes, auditores externos y comité de auditoría; limitaciones a la compra u oferta de compra por quienes participen en un proceso de colocación de valores negociables; publicidad de las operaciones y otros aspectos de la oferta pública.

<sup>2</sup> Quedan excluidas de la definición de "Emisoras" indicada precedentemente, las sociedades que califiquen como Pequeñas y Medianas Empresas dentro de la CNV.

Gobierno Corporativo (GC), percibiendo Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo (BPGC) como una erogación de dinero en el corto plazo, pero esperando que en el futuro les represente un incremento de su valor.

## 2. Marco teórico

Es necesario exponer los conceptos básicos necesarios del GC para entender el desarrollo de este proyecto y demás, esto permite contextualizar el área de estudio para su aplicación a la práctica.

Según Fornero (2007), sobre Gobierno Corporativo

El concepto de Gobierno Corporativo tiene su origen en ‘Teoría de Agencia’<sup>3</sup>, es decir, en la separación de la propiedad y el control. El control de la firma es relevante, ya que otorga el derecho a tomar decisiones frente a eventualidades que no necesariamente están estipuladas en los contratos, permite tener control sobre las ganancias residuales. Este derecho residual es económicamente valioso, porque esta discreción puede ser usada estratégicamente para negociar sobre el excedente de dichos negocios. (p.4)

Para Damián J. Marcos (2017), la importancia del Gobierno Corporativo

Cuando una empresa demuestra tener un alto estándar de gobierno corporativo es percibida en el mercado como más confiable y puede acceder a mejores condiciones en los mercados en que se desarrolla. Los clientes pueden aceptar más productos, los accionistas pueden desear invertir más en la empresa, los bancos darle mayor financiación y con mejores condiciones. También puede ser una empresa más atractiva para la llegada de profesionales más calificados para la incorporación a su directorio o gerencias. (p. 42)

Los antecedentes de BPGC surgen a finales de 1980, en los países desarrollados para la época, según Lagar Melo (2002), cuando se crea el COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), es decir el Comité de Organizaciones Patrocinadoras de la Comisión Treadway, en el cual a través de la alianza de cinco instituciones profesionales de los Estados Unidos se buscó implementar prácticas contables en las empresas para disminuir el fraude.

En este sentido, si bien los orígenes de la aplicación del Gobierno Corporativo tienen sus inicios teóricos en la ‘Teoría de la Agencia’, es la lucha contra el fraude de las grandes empresas lo que incentivó a la implementación de este concepto, aún incipiente para la época. Luego de este tratado realizado por las organizaciones surgieron un sinnúmero de acuerdos para la lucha contra el fraude, donde resulta necesario destacar, que, en el año 1992, en Reino Unido, el Reporten Cadbury (1992), que impulsa a los demás países de la región europea a interiorizarse en la lucha contra el fraude desde una perspectiva de establecer lineamientos y procedimientos tendientes a aumentar la transparencia en las empresas.

---

<sup>3</sup> El eje central de la teoría de la agencia, según Eisenhardt (1998) es determinar el contrato más eficiente que rige la relación principal-agente, bajo supuestos acerca de las personas, las organizaciones e información disponible.

El detonante en materia de estudio de Gobierno Corporativo surge, según Lagar Melo (2002), en el año 1997 luego de la crisis asiática sufrida en ese año debido a la concentración de poder de las empresas y deficiencia de organismos públicos en el control sobre las mismas. Sin embargo, en el año 2001 y 2002, los escándalos públicos que sufrieron empresas estadounidenses de renombre, fue el último empujón de realidad que necesitaban los catedráticos para elaborar decretos y reglamentos más formales para alcanzar transparencia.

En la búsqueda de mayor transparencia en las organizaciones inmersas en los mercados y en función de los fraudes corporativos y burbujas en mercados de capitales sufridos, surge la Ley Sarbanes Oxley.

La Ley Sarbanes Oxley fue promulgada en julio de 2002 en EE.UU. con el fin de monitorear a las empresas que cotizan en la bolsa de valores, evitando que la valorización de las acciones sea alterada de manera dudosa, mientras que su valor es menor. Su finalidad es evitar fraudes y riesgo de bancarrota, protegiendo al inversor.

Un antecedente que dio lugar al primer decreto emitido en Argentina por la Comisión Nacional de Valores en el año 2001, fue un análisis de prácticas de gobierno corporativo en América Latina, hecho por bancos de inversores de EE. UU. que comenzaron a examinar en los distintos países las últimas reformas implementadas con relación a la votación en el Directorio, regulación de ofertas públicas para empresas que cotizan en las distintas Bolsas de Comercio y gobernabilidad.

En el marco regulatorio de Argentina y de los instrumentos legales que respaldan dichas prácticas, el decreto N 677/2001 y otras resoluciones complementarias de la CNV se establecen la necesidad de que cada organización posea:

- Comité de auditoría.
- Directores independientes.
- Transacciones entre pares relacionadas.
- Supervisión de la independencia de los auditores externos.
- Contratos de gerenciamiento, etc.

A través de la Resolución N 516/2007, se estableció el Código de Gobierno Societario, en el cual se destacó el alcance de dichas prácticas:

- Sociedades alcanzadas exclusivamente: emisores de acciones en Oferta pública.
- Mecanismo obligatorio.
- Vigencia ejercicios iniciados el 01/01/2008.

## **2.1 El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Societario para la República Argentina**

Según Briozzo y otros (2008) las recomendaciones realizadas a través de las BPGS son compatibles con la ley de sociedades, los decretos y regulaciones de la CNV vigentes, y están basadas en los principios sugeridos por la OCDE. Las empresas con mejores índices de BPGS tienen menores costos de financiación y son reconocidas por los inversionistas, como empresas más confiables y seguras.

En el año 2012, a través de la Resolución N 606/2012 modificando la de 2007, se establece dejar sin efecto lo exigido para los Estados Contables presentados a partir del año 2008 y

hasta 2012 de las entidades emisoras que así se lo exigieran para reorganizar la presentación de la información.

Con la implementación de esta nueva legislación se establece que, si bien los requisitos mínimos que se exigen en el Gobierno Societario resultan una recomendación de política a llevar a cabo por las empresas, éstas pueden de forma mesurada ampliar la información en pos de lograr mayor transparencia. Se adiciona a los requerimientos anteriores a 2012 la presentación en las Memorias Anuales de las entidades emisoras, un apartado obligatorio que analice y detalle de manera sintética el grado de cumplimiento de las BPGS (llamado “Informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno”), con el fin de resaltar una primera aproximación estadística de estas nuevas prácticas. En el cumplimiento de la resolución 606/2012 son explícitas las siguientes obligaciones para las emisoras de Oferta Pública, a través del órgano de Administración:

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

Para ello, la Emisora deberá:

- Tomar los principios como guías generales de actuación en Gobierno Societario y las recomendaciones como un marco de aplicación de dichos principios dentro de la Emisora.
- Notificar sobre los puntos a responder debajo de cada recomendación de acuerdo con una estructura de respuesta que indique: cumplimiento total, cumplimiento parcial o no cumplimiento.

***Estructura de respuesta - Anexo IV (Res. 606/12 CNV)  
Informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno***

	Cumplimiento		Incumplimiento (1)	Informar (2) o Explicar (3)
	Total(1)	Parcial(1)		
<b>PRINCIPIO I. TRANSPARENTAR LA RELACION ENTRE LA EMISORA, EL GRUPO ECONOMICO QUE ENCABEZA Y/O INTEGRA Y SUS PARTES RELACIONADAS</b>				
Recomendación I.1: Garantizar la divulgación por parte del Órgano de Administración de políticas aplicables a la relación de la Emisora con el grupo económico que encabeza y/o integra y con sus partes relacionadas				

Esta resolución de la CNV enuncia los siguientes principios a monitorear:

- Principio 1. Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas.
- Principio 2. Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora.
- Principio 3. Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial.
- Principio 4. Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes.
- Principio 5. Respetar los derechos de los accionistas.
- Principio 6. Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad.
- Principio 7. Remunerar de forma justa y responsable.
- Principio 8. Fomentar la ética empresarial.
- Principio 9. Profundizar el alcance del código.

## 2.2 Gobierno Corporativo en América Latina

La aplicación del concepto de Gobierno Corporativo se desarrolla de manera amplia entre los países en desarrollo y los países desarrollados, según el Banco Mundial (2013), y esta práctica comienza a desarrollarse desde la concepción de una empresa moderna, sostenible, que alcance utilidades para sus accionistas para que la misma logre la identificación de responsabilidades y la delegación de poder en las tomas de decisiones.

Las principales instituciones gestoras de este pensamiento fueron, en América Latina, el Banco Mundial y la CAF (Banco de desarrollo de América Latina)<sup>4</sup>, quienes a través de sus estudios de la realidad económica de las empresas y de la gestión de sus gobiernos, en el año 1998 presentaron los primeros lineamientos respecto de las prácticas de Gobierno Corporativo. En este camino de desarrollo de las prácticas del Gobierno Corporativo en el año 2000 se creó la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo (*Latin American Roundtable on Corporate Governance*) desde el Banco Mundial. Las distintas reuniones realizadas por esta Mesa Redonda culminaron en el año 2003, y se elabora el Informe Oficial sobre Gobierno Corporativo en América Latina (*White Paper on Corporate Governance in Latin America*), en el que se expone la pertinencia del Gobierno Corporativo en la región, en relación a tendencias y características regionales, recomendaciones y prioridades para reformas y prácticas adoptadas.

---

<sup>4</sup> CAF es un banco de desarrollo constituido en 1970 y conformado por 19 países - 17 de América Latina y el Caribe, España y Portugal- y 13 bancos privados de la región. Promueve un modelo de desarrollo sostenible, mediante operaciones de crédito, recursos no reembolsables y apoyo en la estructuración técnica y financiera de proyectos de los sectores público y privado de América Latina. ([www.caf.com](http://www.caf.com))

### 3. Análisis en América Latina

En América Latina existe una percepción, según Wigodski y Zúñiga (2014) de que es una zona de alto riesgo para los inversionistas, debido a las crisis sociales y económicas que se presentan en los países que la componen. La implementación de las políticas de Gobierno Societario permite diferenciar cada uno de los mercados, para que los inversionistas internacionales sean atraídos a los países que resguarden de mejor manera sus derechos y protejan sus inversiones. En particular, las políticas de Gobierno Societario que mayor importancia recoge dentro del análisis son aquellas relacionadas con la protección de inversionistas minoritarios, su participación y poder dentro de la institución.

En términos generales, en relación a los derechos de los accionistas en América Latina éstos están resguardados, pero según La Porta, López y Shleifer (1999) a finales de la década de los 90 existió una ola de fusiones y adquisiciones que los inversionistas han llevado a cabo en la región, con importantes “premios por control” para los accionistas controladores que atentaron a los principios de Gobierno Societario.

En relación a la percepción de los inversionistas respecto a las empresas que implementan las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, la consultora económica McKinsey & Company en los años 1999 y 2000, realizó un estudio comparativo, entre la percepción de los inversionistas que valoraban estas prácticas en las economías desarrolladas y las economías en desarrollo como América Latina.

En Latinoamérica, los inversionistas locales dicen que el aumento de la transparencia en la información es la preocupación principal al momento de decidir si invertir o no en una empresa, mientras los inversionistas extranjeros ven los ‘derechos del accionista’ como prioritarios. Los inversionistas extranjeros, creen que la información adicional no resulta útil en sus decisiones sí, la misma no puede influir en el directorio o decisiones de la administración.

#### 1) Brasil

Entre los países que se adhieren a estas prácticas de manera activa se puede destacar el rol predominante de Brasil, que según expone el Banco Mundial (2013) en el año 1995 crea el Instituto Brasileño de Directores, que será la base del Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC) en 1999, el cual emite la primera versión del Código de mejores prácticas aplicables en dicho país. El IBGC a su vez, planteó la creación del Nuevo Mercado, segmento en la BM&FBOVESPA a través del cual, quien cotice en él, debe firmar un contrato, así como la adhesión a un conjunto de prácticas de Gobierno Corporativo. Según el Banco Mundial (2013) entre las prácticas que deberán cumplir las empresas que busquen pertenecer al segmento del mercado se destaca “...la extensión a todos los accionistas de las mismas condiciones obtenidas por el grupo de control cuando se produzca una venta, que el directorio tenga un mínimo de 5 miembros y un período de hasta 2 años, siendo permitida la reelección; y que al menos el 20% de los miembros del directorio sean independientes.” (Banco Mundial, 2013, p 118).



Un avance que se destaca en Brasil en materia de Gobierno Corporativo se encuentra la creación de un índice, Índice del Novo Mercado, en el cual se reúnen a las empresas que mayor avance demuestran en Gobierno Corporativo.

## 2) Perú

Otro país de América Latina que adhiere a las prácticas de Gobierno Corporativo es Perú, que a partir del año 2002 con el Código de Buena Gobernanza lista los requisitos necesarios para tener una gestión sustentable. El *Pacific Credit Rating* (2004) emitió una guía práctica para entender el Índice de Gobierno Corporativo que se implementa desde el año 2002.



A su vez, el *Pacific Credit Rating* (2004) afirma que el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) resulta ser un indicador estadístico que refleja el comportamiento de las empresas emisoras de la Bolsa de Valores de Lima, en torno a los valores de transparencia y solidez. En sí mismo, el IBGC es el índice de capitalización por el cual la participación de las acciones dentro de la cartera se obtiene en función de la capitalización bursátil libre de cada empresa, en la cual existe una relación positiva entre ambas variables, a mayor capitalización bursátil libre, mayor será el peso relativo que la acción posea dentro de la cartera.

## 3) Chile

En Chile, los problemas principales de Gobierno Corporativo en los cuales se han concentrado los esfuerzos de las distintas legislaciones son los conflictos de intereses entre los accionistas controladores y los minoritarios, debido a problemas de agencia por los que surgen los análisis de Gobierno Corporativo.



En el año 2016, la consultora McKinsey & Company realizó un estudio respecto de una nueva norma implementada en Chile, a través de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), la Norma de Carácter General N°385 que establece reglas de difusión de información respecto de las prácticas de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas. Esta norma estructura su funcionamiento y análisis en cuatro áreas generales, donde cada una de ellas profundiza el análisis en temas de discusión que se desglosan en un subconjunto de prácticas específicas. En el estudio se sugiere que las empresas debían responder si cumplen y han implementado la práctica o no, entregando, en ambos casos, las explicaciones correspondientes. Este último avance también se encuentra efectuado en Argentina a través de la exigencia de la Comisión Nacional de Valores del país al adicionar a los Estados Contables publicados el cumplimiento de estas prácticas y las explicaciones de qué esfuerzos se realizaron desde las empresas para cumplimentar dichos objetivos de prácticas.

## 4. Metodología

El presente trabajo sigue un enfoque de investigación tanto cualitativo como cuantitativo, que según Sampieri (2014) utiliza la recolección de datos para probar hipótesis con medición numérica, con el fin de poder darle interpretación a las mismas, para establecer patrones de comportamiento y probar teorías.

El tipo de estudio que se ha seleccionado es descriptivo, a partir de la recolección de instrumentos legales, actas de sociedades e informes de organizaciones se busca establecer cuáles son los principios que se aplican de las BPGS.

El tipo de diseño utilizado es longitudinal de tendencia. Tomando como base de análisis, el periodo de 2013-2016, permitiendo realizar sucesivas observaciones sistemáticas de BPGS, logrando analizar los efectos a través del tiempo. El análisis tendencial de las variables implicará analizar a través de estadísticos descriptivos, su valor medio, la variabilidad de los datos respecto de la media, su varianza y su coeficiente de desviación estándar.

El horizonte temporal con que se realizará el análisis será de 4 años para evitar sesgos estadísticos en las variables descriptivas, para empresas argentinas, sin importar su ubicación e intentando diversificar las actividades económicas que llevan a cabo.

La fuente de datos será secundaria, con base al análisis financiero de 14 empresas que cotizan en la Bolsa Argentina, de distintas ramas de actividad; primarias (Agroindustria), secundarias (industria y energía), terciarias (intermediación financiera, fabricación y distribución de alimentos), en un período del año 2013 al 2016. Estas empresas se clasificarán en función de la aplicación o no de BPGS.

### *Análisis de Datos de Panel*

Los modelos de análisis económicos de datos de panel intentan, sobre un conjunto de unidades muestrales, obtener información respecto de características comunes entre sí, o diferentes en función del grupo o particularidad que posea. Burdisso (1997) afirma que, una de las ventajas que posee el análisis de datos de panel es que, incorporan el hecho de que los individuos, firmas, bancos o países son heterogéneos. Los análisis de series de tiempo y de corte transversal no tratan de controlar esta heterogeneidad corriendo el riesgo de obtener resultados sesgados entre los indicadores estadísticos más comunes para observar a priori, diferencias entre ellas se destacan la media, la varianza de la muestra.

El uso de este tipo de examen para el análisis de las BPGS resulta esencial para indagar respecto al cumplimiento de las prácticas, debido a que la muestra que se selecciona para aplicar el análisis se encuentra seleccionado de una población en la que la intención resulta esencial, dado que estas deben estar en el Panel General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y cumplir con las exigencias planteadas por la CNV y el Decreto 677/2001 de Transparencia de la Oferta Pública.

En el caso de la variable que se utilizará en el presente trabajo, está el grado de cumplimiento de las normas establecidas como BPGS, en la búsqueda de alguna mejora o modificación de las empresas sobre esta variable de la Oferta Pública, es decir, la dimensión temporal. En el caso de la dimensión estructural, se analiza de manera transversal el período examinado desde el año 2013 hasta el año 2016.

Como técnicas a utilizar, se trabajará con dos indicadores:

- El indicador Z de Altman, para evaluar la probabilidad de quiebra por una situación de insolvencia financiera.

La fórmula Altman Z-score consiste en el siguiente cálculo:

$$Z \text{ Score} = 1,2 * T_1 + 1,4 * T_2 + 3,3 * T_3 + 0,6 * T_4 + 1,0 * T_5$$

Donde:

T<sub>1</sub>: (Capital Circulante/Activos Totales).

T<sub>2</sub>: (Beneficios no distribuidos/Activos Totales).

T<sub>3</sub>: (EBITDA/Activos Totales).

T<sub>4</sub>: (Capitalización Bursátil/Deuda Total).

T<sub>5</sub>: (Ventas Netas/Activos Totales).

Los resultados que arroja este indicador se definen por tres zonas dependiendo del resultado obtenido (tabla 1).

**Tabla 1 Regla de Decisión Z- Score**

Zona Segura	Mayor que 2,90
Zona Gris	Entre 2,90 y 1,23
Zona de Stress	Menor que 1,23

Elaboración propia con datos de Altman (2000)

- El indicador Q de Tobin para conocer si una organización tiene un adecuado nivel de generación de valor o rentabilidad.

La fórmula Q de Tobin consiste en el siguiente cálculo

$$Q = \frac{VA}{A}$$

Donde:

VA: Valor de mercado.

A: Todos los activos de una firma.

Los resultados que arroja este indicador definen si la empresa genera valor y rentabilidad, o no (tabla 2).

**Tabla 2: Regla de Decisión Q de Tobin**

Generación de valor y rentabilidad	Mayor que 1
No generación de valor y rentabilidad	Menor que 1

Fuente: Milei (2007), Teoría de la Inversión y Mercados Financieros:  
La "q" de Tobin y su uso para la Valuación de Empresas.

El listado de las empresas argentinas seleccionadas, como así también el rubro al cual pertenecen se encuentra expuesto en la Tabla 3. La selección de dichas empresas se signó por la

búsqueda de obtener diversidad en la actividad productiva que cada una presentará, como así también la disponibilidad de información a través de la publicación de sus Estados Contables en la CNV.

**Tabla 3: Empresas seleccionadas**

<i>Nombre de la empresa</i>	<i>Actividad económica</i>
Agrometal	Agroindustria
Ganadera La Paz	Agroindustria
Pampa Energía	Energía
Petrobras	Energía
YPF	Energía
Molinos Río de la Plata	Fabricación y Distribución de alimentos
Arcor	Fabricación y Distribución de alimentos
Ledesma	Fabricación y Distribución de alimentos
Tenaris	Industria
Aluar	Industria
Siderar	Industria
Banco Patagonia	Intermediación Financiera
Banco Galicia	Intermediación Financiera
Banco Comafi	Intermediación Financiera

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

## **5. Grado de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno societario en Argentina**

La aplicación de las BPGC incentiva a la distribución de los derechos y responsabilidades dentro de la organización con el fin de generar mayor transparencia y solidez en la toma de decisiones. En sí mismas, estas prácticas comprenden el cumplimiento de nueve criterios establecidos por la Resolución General N 516 del año 2007, con la última modificación realizada a través de la Resolución General 606/2012 dictada por la Comisión Nacional de Valores, en el desarrollo de sus buenas prácticas de Gobierno Societario.

La autoevaluación de las empresas seleccionadas con relación de su cumplimiento o no de las BPGS, implican el desarrollo de un índice que releve a través de una suma ponderada del grado de cumplimiento de los nueve principios, mencionados en el marco teórico si los mismos fueron o no efectuados durante el período de análisis. La suma ponderada de estos principios se obtiene a través del producto, el cumplimiento o no del principio por su participación.

$$\text{Índice de BPGC} = \sum_{i=1}^9 \alpha_i * P_i$$

Donde se analiza que  $i$  es el tipo de principio que se debe cumplir, según indica la Resolución 606/2012 de la C.N.V, a la vez de que  $P$  es el punto que se le asigna al principio en función de su grado de cumplimiento, entre los nueve principios analizados.

Donde  $\alpha_i$  es la ponderación del principio dentro del total, y a su vez el mismo se puede encontrar integrado por más de una recomendación a cumplir. Estas recomendaciones intentan describir cuáles serían los pasos a seguir para alcanzar este objetivo, el cual también deberá ser ponderado por su participación en el principio, por lo que algunos principios requieren de la aplicación de una ponderación adicional. En relación a  $P_i$  se especifica el tipo de principio que se encuentra en análisis.

Este número índice se encuentra integrado a su vez por la siguiente clasificación del grado de cumplimiento de los principios, como se observa en la Tabla 4.

**Tabla 4: Grado de cumplimiento de principios**

Cumplimiento		Incumplimiento
Cumplimiento Total	Cumplimiento Parcial	
1	0.5	0

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

El desarrollo del Índice simplemente intenta calificar en una escala de cumplimiento si las prácticas de Gobierno Societario aplicado se cumplen en cierto grado para clasificar si la empresa lleva o no una política organizada de Gobierno Societario, como muestra la Tabla 5.

**Tabla 5: Clasificación de empresas**

Buenas prácticas	Porcentaje mayor que 70%
Prácticas parciales	Entre 50% y 70%
Malas prácticas	Menos de 50%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

### *Análisis en Argentina*

En función del análisis realizado para las empresas seleccionadas en Argentina, se procede una vez realizada la obtención de datos a su interpretación y análisis a través de tabla resumen por principios y su cumplimiento, la actividad económica y cuadros resumen relacionados con la evolución en el tiempo.



En correspondencia de la obtención del grado de cumplimiento de los principios establecidos por la IAGO como Buenas Prácticas de Gobierno Societario, se dispone a establecer un resumen de los resultados obtenidos, a través de la creación del índice de cumplimiento antes mencionado.

En la literatura financiera actual de Argentina no existe un índice calculado en relación al cumplimiento de estos principios de buena gobernanza, por lo que se dispuso a crear un índice ponderado por principio y sub-recomendaciones a su vez, para establecer qué se considera como buenas, parciales o malas prácticas de Gobierno Societario.

El análisis de las tablas resumen se realizan para cada año en particular y todas las empresas seleccionadas para obtener el cálculo de las medias de cada principio por año y luego por cada empresa en los distintos años. En el rango de empresas seleccionadas se puede apreciar que el cumplimiento de los distintos principios se mantiene a lo largo el tiempo, con algunas leves variaciones, pero en promedio en todos los años se alcanzó las buenas prácticas, ya que el indicador superó el 70 %.

En relación al grado de cumplimiento se puede analizar que, en el año 2013, el 36 % de las empresas poseían prácticas de Gobierno Societario parciales, mientras que el 57 % eran buenas prácticas y tan sólo el 7 % mostraba malas prácticas. El porcentaje que se presentó en el año 2013 se modificó a lo largo de los años analizados, teniendo mayor participación las prácticas parciales y menor participación las buenas prácticas. Este análisis de datos de panel permite dar cuenta que, en promedio, no se mejoró en las prácticas de las empresas seleccionadas hacia Buenas Prácticas, al contrario, disminuyó el porcentaje que lo cumple.

A partir de la tabla 6 (2013) hasta la tabla 9 (2016), se muestra el grado de cumplimiento de las 14 empresas seleccionadas, mostrando en valores porcentuales el desempeño de las prácticas de manera separada.

**Tabla 6: Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2013**

<i>Empresa</i>	<i>Total</i>	<i>Buenas prácticas</i>	<i>Prácticas parciales</i>	<i>Malas prácticas</i>
Agrometal	36,77%			x
Ganadera La Paz	57,73%		x	
Pampa Energía	70,62%	x		
Petrobras	84,05%	x		
YPF	93,42%	x		
Molinos Río de la Plata	55,24%		x	
Arcor	52,31%		x	
Ledesma	68,15%		x	
Tenaris	75,29%	x		
Aluar	70,22%	x		
Siderar	69,28%		x	
Banco Patagonia	81,23%	x		
Banco Comafi	86,11%	x		
Banco Galicia	95,00%	x		
Promedio 2013	71%	57%	36%	7%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

La tabla 7 (2014) presenta una disminución del grado de cumplimiento en referencia al año 2013. Esa disminución del 7 % en empresas con buenas prácticas se transforma en un aumento en el porcentaje de cumplimiento de prácticas parciales.

**Tabla 7: Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2014**

<i>Empresa</i>	<i>Total</i>	<i>Buenas prácticas</i>	<i>Prácticas parciales</i>	<i>Malas prácticas</i>
Agrometal	36,59%			x
Ganadera La Paz	56,60%		x	
Pampa Energía	70,62%	x		
Petrobras	84,05%	x		
YPF	93,42%	x		
Molinos Río de la Plata	55,24%		x	
Arcor	52,31%		x	
Ledesma	66,56%		x	
Tenaris	74,92%	x		
Aluar	64,66%		x	
Siderar	69,28%		x	
Banco Patagonia	81,23%	x		
Banco Comafi	86,11%	x		
Banco Galicia	95,00%	x		
Promedio 2014	70%	50%	43%	7%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Al comparar los años 2015 y 2016 (tablas 8 y 9), se puede observar que la media total de las empresas muestran un mejor grado de cumplimiento de las BPGS, destacando que el año 2016 presenta el mayor porcentaje en promedio de cumplimiento de los cuatro años alcanzando un 72 %.

Con referencia a la Figura 1, el cumplimiento de los principios se puede apreciar que aquellos que presentan mayor grado de cumplimiento son el primero y el octavo principio, que buscan transparentar la relación entre la emisora al grupo económico y fomentar la capacidad ética de la emisora de las acciones en el sentido de que no debe inclinar sus acciones y toma de decisiones hacia los intereses particulares o políticos sino al bienestar general de la institución. El porcentaje de cumplimiento en todos los años, en promedio, para las 14 firmas seleccionadas como muestra representativa es del 89 %. En relación al principio que menor importancia le dan las empresas seleccionadas al cumplimiento del mismo, y que menos grado tiene es el número 7 el cual se encuentra integrado por varios sub-principios de interés, pero en términos globales el mismo enuncia, como recomendación, establecer políticas claras de remuneración de los miembros del órgano de administración y gerentes de primera línea, con especial atención a la consagración de limitaciones convencionales o estatutarias en función de la existencia o inexistencia de ganancias.

Esta política recomendada por la CNV y el IAGO tiene como objetivo primordial orientar la adjudicación de fondos dentro de la institución de manera transparente y en la muestra representativa seleccionada tan solo se alcanza un 36 % de grado de cumplimiento.

**Tabla 8: Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2015**

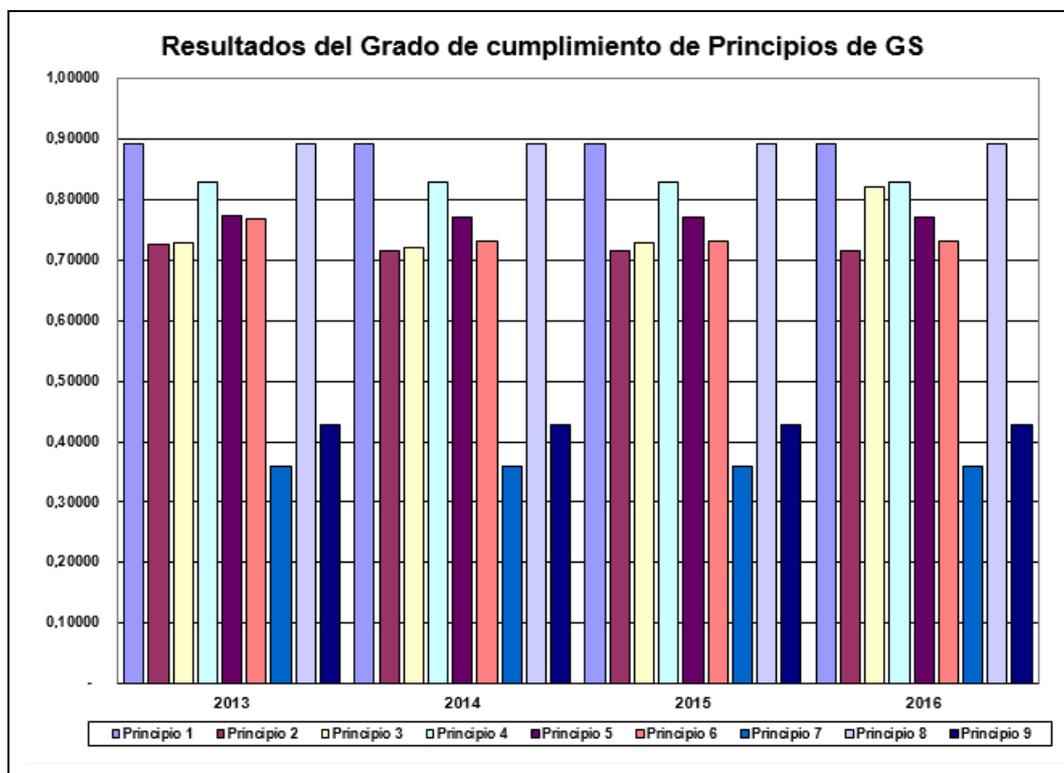
<i>Empresa</i>	<i>Total</i>	<i>Buenas prácticas</i>	<i>Prácticas parciales</i>	<i>Malas prácticas</i>
Agrometal	36,77%			x
Ganadera La Paz	57,71%		x	
Pampa Energía	70,62%	x		
Petrobras	84,05%	x		
YPF	93,42%	x		
Molinos Río de la Plata	55,24%		x	
Arcor	52,31%		x	
Ledesma	66,56%		x	
Tenaris	74,92%	x		
Aluar	64,66%		x	
Siderar	69,28%		x	
Banco Patagonia	81,23%	x		
Banco Comafi	86,11%	x		
Banco Galicia	95,00%	x		
Promedio 2015	71%	50%	43%	7%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

**Tabla 9: Valor del Indicador prácticas de GS en Argentina año 2016**

<i>Empresa</i>	<i>Total</i>	<i>Buenas prácticas</i>	<i>Prácticas parciales</i>	<i>Malas prácticas</i>
Agrometal	38,99%			x
Ganadera La Paz	61,04%		x	
Pampa Energía	73,95%	x		
Petrobras	84,05%	x		
YPF	93,42%	x		
Molinos Río de la Plata	58,58%		x	
Arcor	52,31%		x	
Ledesma	68,78%		x	
Tenaris	74,92%	x		
Aluar	64,66%		x	
Siderar	69,28%		x	
Banco Patagonia	81,23%	x		
Banco Comafi	86,11%	x		
Banco Galicia	95,00%	x		
Promedio 2016	72%	50%	43%	7%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

**Figura 1. Resumen de promedios por principio años 2013-2016**

La tabla 10 muestra el resumen de la evaluación global de cada sector, para identificar si presentan buenas o malas prácticas o cumplimiento parcial de los nueve principios expuestos por la Comisión Nacional de Valores (CNV).

**Tabla 10: Resumen de Prácticas de Gobierno Societario por actividad (2013-2016)**

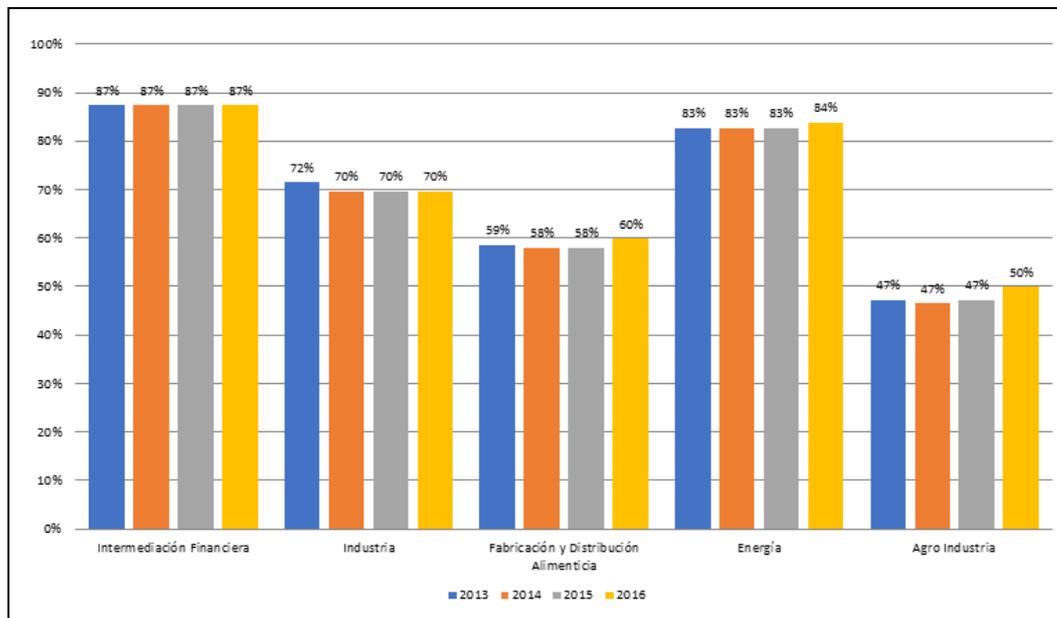
Sector / Actividad	2013	2014	2015	2016
Intermediación Financiera	87%	87%	87%	87%
Industria	72%	70%	70%	70%
Fabricación y Distribución de alimentos	59%	58%	58%	60%
Energía	83%	83%	83%	84%
Agroindustria	47%	47%	47%	50%

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

No se hallaron cambios significativos, es decir que si algunos sectores disminuyeron o aumentaron sus porcentajes de cumplimiento no modificaron su estado.

La Figura 2 muestra que las BPGS, se mantienen estables entre los períodos analizados 2013 hasta 2016, con pequeñas variaciones. El sector de Agroindustria presentó una mejoría, no así el sector Industria. Los demás se mantienen sin grandes alteraciones.

Figura 2. Análisis por industria entre 2013-2016



## 6. Análisis financiero del gobierno societario en Argentina

Para llevar a cabo un análisis financiero de la República de Argentina, es necesario hacer una observación de los resultados arrojados de los dos indicadores la Z de Altman, que procura de manera cuantitativa identificar las razones que pueden llevar a las empresas de Argentina a conseguir y mantener solvencia y la Q de Tobin que indica la generación de valor y rentabilidad.

En relación al cálculo de los indicadores seleccionados para la determinación de si existe o no probabilidad de quiebra en las 14 empresas seleccionadas, así como también la generación de rentabilidad o no, se procede a utilizar la herramienta de los datos de panel, con un análisis previo de cada indicador, para luego profundizar una relación conjunta entre los mismos y concluir su correlación según el grado de cumplimiento de BPGS.

### 6.1 El estadístico de la Z de Altman

El estadístico de la Z de Altman refleja la probabilidad que tiene una empresa de alcanzar o no niveles de riesgo financiero que la conduzca a la quiebra. La Tabla 11 muestra los resultados obtenidos por las 14 empresas seleccionadas entre los años 2013 y 2016.

Se puede apreciar que para el resultado según la media de las 14 empresas analizadas el año 2013, fue Zona Segura (3.03), mientras que en los años siguientes se encuentra en Zona Gris (entre 2,51 y 2,75). Según los parámetros de análisis mencionados de este índice la empresa Tenaris se destaca con un resultado positivo de 7,87 en diferencia del resto de las empresas, seguido por Aluar 5,75. En el otro extremo se observan con menores indicadores las empresas de Pampa Energía y Banco Patagonia.

**Tabla 11: Análisis de Datos de Panel, Z de Altman (años 2013-2016)**

Actividad económica	Empresa	2013	2014	2015	2016
Agroindustria	Agrometal	2,10	2,70	1,63	3,91
Agroindustria	Ganadera La Paz	3,90	2,30	1,45	1,15
Energía	Pampa Energía	0,93	0,67	1,11	0,29
Energía	Petrobras	1,47	1,48	1,48	1,44
Energía	YPF	2,14	1,89	1,24	0,87
Fabricación y Distribución de alimentos	Molinos Río de la Plata	3,20	4,62	4,13	6,13
Fabricación y Distribución de alimentos	Arcor	3,44	2,39	2,15	2,20
Fabricación y Distribución de alimentos	Ledesma	2,40	2,00	2,12	1,92
Industria	Tenaris	7,87	5,37	3,76	3,50
Industria	Aluar	5,75	3,78	5,77	3,65
Industria	Siderar	2,84	4,12	3,82	2,70
Intermediación Financiera	Banco Patagonia	0,52	0,69	0,48	0,62
Intermediación Financiera	Banco Galicia	4,31	4,91	4,86	4,85
Intermediación Financiera	Banco Comafi	1,52	1,63	1,89	1,95
	Media	3,03	2,75	2,56	2,51

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

## 6.2 El estadístico Q de Tobin

El estadístico de la Q de Tobin indica si una empresa o sector genera rentabilidad o beneficios y además revela si éstas se encuentran en sobrevaloración o por si el contrario tiene valor mínimo. A continuación (Tabla 12) se mostrarán los resultados obtenidos entre 2013 y 2016.

En un análisis transversal del valor del estadístico, cuando Q de Tobin supera la unidad, genera valor agregado, mientras que, si no lo alcanza, no se encuentra en esta dinámica. Las 14 empresas sometidas reflejaron que en 2013 y 2016 generan valor, no así entre 2014 y 2015 cuyos resultados fueron inferiores a 1. Según los parámetros de análisis mencionados de este índice se destaca la empresa Molinos Río de la Plata que en 2013 tuvo un resultado inferior a la unidad y terminó el año 2016 con un resultado mayor a uno. Otro resultado relevante e inverso lo obtuvo la compañía Tenaris.

## 6.3 Relación de los indicadores Z de Altman y Q de Tobin entre 2013 y 2016

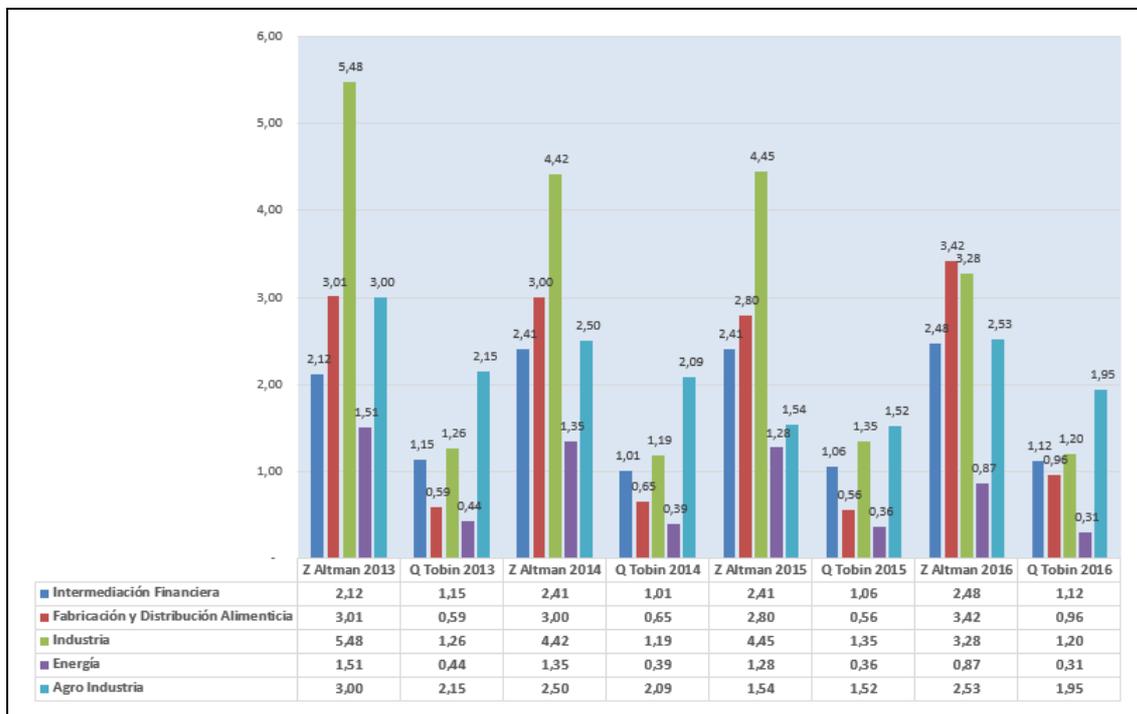
La comparación de los dos indicadores Altman y Tobin para cuatro sectores muestran en general una coherencia entre ambos, es decir, que ante un incremento del Indicador Altman la variación de Q de Tobin es positiva y ante una disminución del Indicador Altman, el Q de Tobin también se ve afectado de forma negativa. En el rubro que resulta más dispar y es entendible por la composición del mismo, es el rubro de intermediación financiera ya que si bien

**Tabla 12: Análisis de Datos de Panel Q de Tobin (años 2013-2016)**

Actividad Económica	Empresa	2013	2014	2015	2016
Agroindustria	Agrometal	0,58	0,41	0,42	0,96
Agroindustria	Ganadera La Paz	3,71	3,76	2,62	2,93
Energía	Pampa Energía	0,20	0,36	0,52	0,40
Energía	Petrobras	0,25	0,23	0,27	0,29
Energía	YPF	0,86	0,59	0,30	0,24
Fabricación y Distribución de alimentos	Molinos Río de la Plata	0,78	1,12	0,92	1,76
Fabricación y Distribución de alimentos	Arcor	0,08	0,08	0,05	0,05
Fabricación y Distribución de alimentos	Ledesma	0,91	0,76	0,70	1,09
Industria	Tenaris	2,31	1,51	0,99	0,97
Industria	Aluar	0,75	1,09	2,11	1,71
Industria	Siderar	0,72	0,97	0,96	0,93
Intermediación Financiera	Banco Patagonia	0,13	0,26	0,09	0,29
Intermediación Financiera	Banco Galicia	0,65	0,92	0,91	0,91
Intermediación Financiera	Banco Comafi	2,66	1,85	2,17	2,17
	Media	1,04	0,99	0,93	1,05

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

**Figura 3. Z de Altman y Q de Tobin (2013-2016)**



los Bancos no se encuentran en peligro de entrar en quiebra no son instituciones u organizaciones que posean generación de rentabilidad directa. Se puede apreciar en la figura 3 todos los resultados.

## 7. Contraste de la aplicación de las buenas prácticas de gobierno societario en las empresas argentinas

Luego de llevar a cabo un análisis de las 14 empresas elegidas para este trabajo se pudo determinar cuáles han llevado un proceso relevante en la mejora de las BPGS y cuáles han tenido dificultades entre los años 2013 y 2016 para crecer en cuanto al uso de las buenas prácticas.

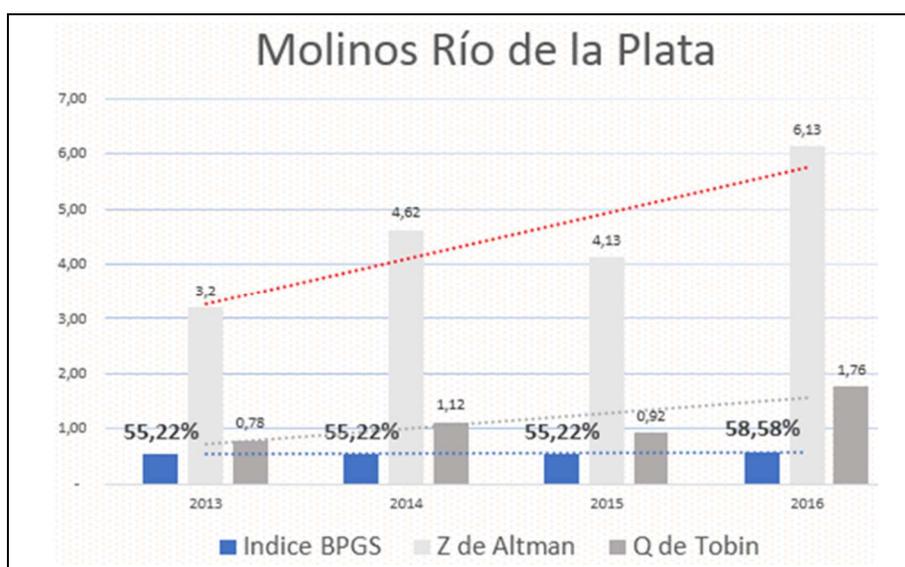
El sector Fabricación y Distribución de alimentos mostró mejoras de las BPGS. La empresa Molinos Río de la Plata se mantuvo estable con un porcentaje de 55,22 % con respecto al uso de la BPGS durante los años 2013 y 2015, mientras que, en el año 2016 reflejó un incremento y alcanzó el 58,58 % como se puede apreciar en la siguiente figura 4.

**Tabla 13: Evolución de las BPGS (2013-2016) Molinos Río de la Plata**

Molinos Río de la Plata	2013	2014	2015	2016
Índice BPGS	55,22%	55,22%	55,22%	58,58%
Z de Altman	3,20	4,62	4,13	6,13
Q de Tobin	0,78	1,12	0,92	1,76

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

**Figura 4. Evolución de las BPGS (2013-2016), Molinos Río de la Plata**



Al mejorar las BPGS Molinos Río de la Plata obtuvo beneficios en ambos indicadores financieros, y no siempre al sostener el índice de BPGS sostiene el desempeño de los dos estadísticos analizados.

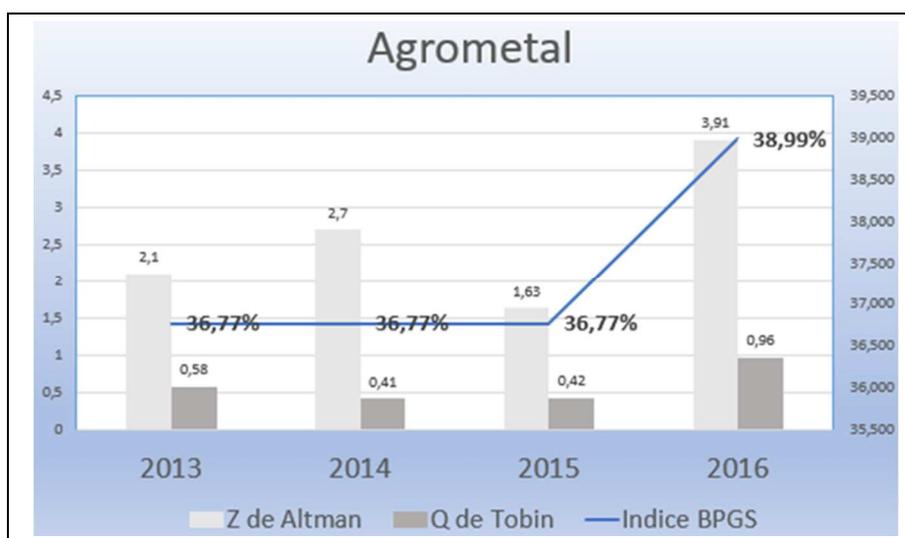
Otra empresa en el sector Agroindustria que mostró mejoras sobre la medición de BPGC fue Agrometal, que en el año 2016 tuvo un alcance de su índice en 38,99% como indica la figura 5.

**Tabla 14: Evolución de las BPGS (2013-2016) Agrometal**

Agrometal	2013	2014	2015	2016
Índice BPGS	36,77%	36,77%	36,77%	38,99%
Z de Altman	2,10	2,70	1,63	3,91
Q de Tobin	0,58	0,41	0,42	0,96

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

**Figura 5. Evolución de las BPGS (2013-2016), Agrometal**



Se puede apreciar que es importante tener con base en el análisis de los cuatro años, que una mejora significativa tuvo un impacto positivo en los resultados de ambos indicadores financieros.

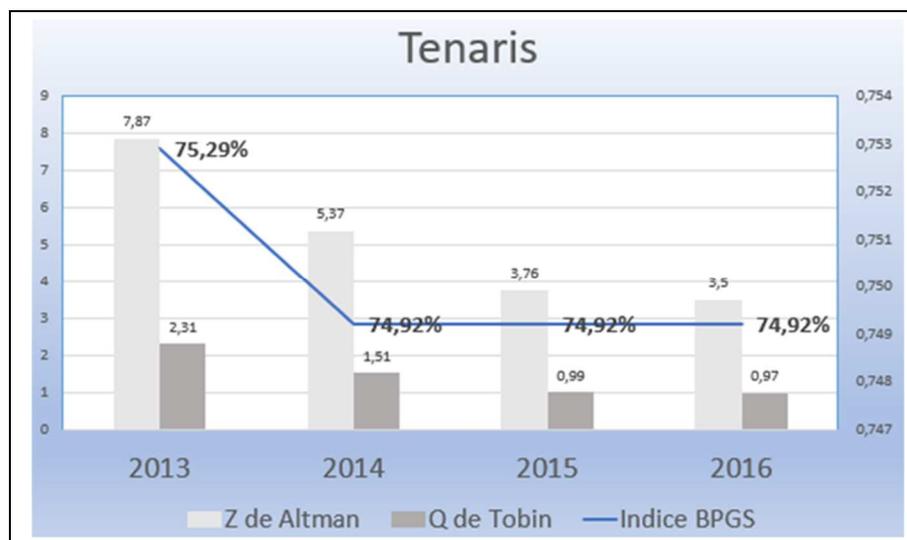
A continuación, se observarán dos ejemplos de empresas del Sector Industria que mostraron resultados opuestos a las dos actividades antes mencionadas. La empresa Tenaris reveló una caída con respecto al indicador de las Buenas Prácticas de Gobierno Societario que en 2013 era de 75,29 % y en los años posteriores se mantuvo en 74,92 % como se puede apreciar en la figura 6.

El sector Industria mostró según el análisis una variación negativa sobre el índice BPGC, y tomando el ejemplo de la empresa Tenaris se puede ver el impacto en los indicadores Z de Altman y Q de Tobin.

**Tabla 15: Evolución de las BPGS (2013-2016) Tenaris**

Tenaris	2013	2014	2015	2016
Índice BPGS	75,29%	74,92%	74,92%	74,92%
Z de Altman	7,87	5,37	3,76	3,50
Q de Tobin	2,31	1,51	0,99	0,97

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

**Figura 5. Evolución de las BPGS (2013-2016), Tenaris**

Otra empresa afectada negativamente fue Aluar que también mostró una baja importante de BPGS, que inició en 2013 con 70,22 % y finalizó el 2016 con un 64,66 % respecto a las Buenas Prácticas de Gobierno Societario (ver figura 7).

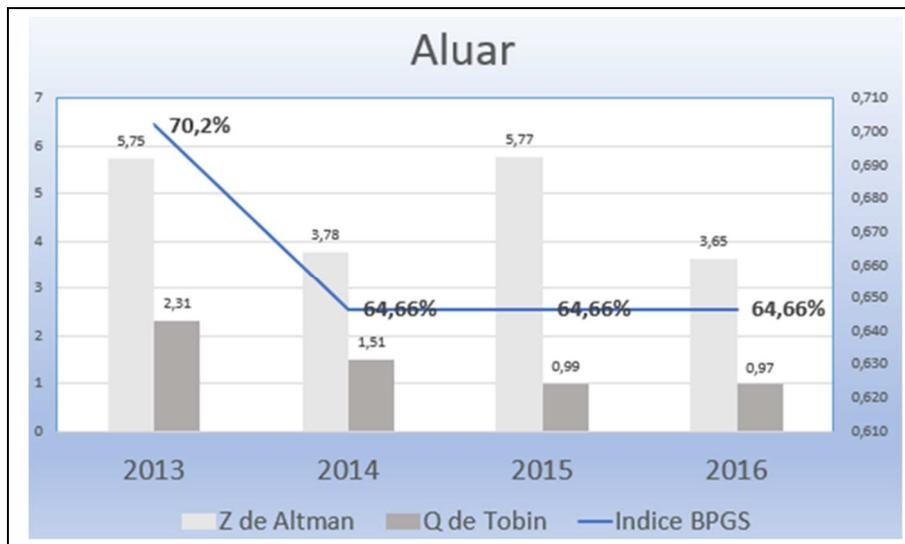
**Tabla 15: Evolución de las BPGS (2013-2016) Tenaris**

Tenaris	2013	2014	2015	2016
Índice BPGS	70,22%	64,66%	64,66%	64,66%
Z de Altman	5,75	3,78	5,77	3,65
Q de Tobin	2,31	1,51	0,99	0,97

Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional de Valores.

Aluar, mostró que el indicador Q de Tobin impactó de forma negativa llegando al 2016 con un resultado de pérdida de rentabilidad y de valor por debajo de la unidad.

Figura 5. Evolución de las BPGS (2013-2016), Tenaris



## 8. Conclusiones

El análisis del presente trabajo centró su atención en 4 años (2013-2016) de lo que se dispone información certera, sobre empresas que practican estas recomendaciones de buenas prácticas de gobierno societario con el fin de determinar si existe una tendencia hacia un mejor grado de cumplimiento y obtención de beneficios.

Se ha observado que las empresas al mejorar Índice BPGS<sup>5</sup> obtuvieron algún beneficio de rentabilidad y generación de valor como de Sostenibilidad.

Cuando se aplican las prácticas de Gobierno Societario se puede determinar que en términos generales existe una relación positiva que se puede observar entre las empresas que poseen buenas prácticas y poca probabilidad de quiebra. Se ha observado que del total de empresas evaluadas, el 71,4% al mejorar las BPGS tienen en promedio su recompensa en mayores niveles de rentabilidad y de menor posibilidad de quiebra, siendo un ejemplo de ello la empresa Molinos Río de la Plata. Esto no se pudo comprobar con Empresas del sector Intermediación financiera por la dificultad de aplicación de los indicadores analizados para esta industria.

Las empresas para crecer y obtener mayores beneficios deben enfocar sus acciones en mejorar y aumentar el grado de cumplimiento de buenas prácticas de gobierno societario que serán las herramientas que hoy la globalización financiera impone y exige a los mercados emergentes.

Es importante preponderar que si bien la aplicación de las Buenas Prácticas de Gobierno Societario no garantiza que una empresa pueda eludir la quiebra, sí pareciera proporcionar recursos para evitarla y generar además de un aumento en la rentabilidad, la posibilidad de

<sup>5</sup> El índice BPGS utilizado da cuenta que si el grado de cumplimiento de los principios supera el 70% se considera una buena práctica, si se encuentra entre el 50% y el 70% la práctica es parcial, mientras que si se ubica por debajo del 50% es mala práctica. En función de esta clasificación del indicador, de las empresas seleccionadas se encuentran en los tres niveles posibles.

sostenimiento y un cambio significativo en la percepción de valor. Es así que este último indicador (Q de Tobin) se considera más susceptible y representativo ante los cambios del índice de BPGS.

Finalmente es importante resaltar dentro de lo analizado en las empresas de Argentina frente a los demás países que realizan estas prácticas a nivel regional, en general se encuentran atrasadas en los principios 7 y 9 que hacen mención a la remuneración de forma justa y responsable, como también de profundizar el alcance del código. Sin embargo se observa que el rumbo que se adopta es el correcto. Se afirma que las BPGS se centran en inversionistas locales, verificando que los principios con mayor porcentaje de cumplimiento son el 1 relacionado a transparencia y el 8 correspondiente a fomentar la ética empresarial.

Entendemos que si bien se ha dado un paso importante en estos últimos años en materia de análisis de BPGC, en un futuro haría falta complementar estos reportes de autoevaluaciones de las empresas con controles más precisos por terceros, que permitan verificar el adecuado cumplimiento de los principios o recomendaciones de BPGC.

## REFERENCIAS

- Altman E. (2000), *Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA Models*, Ed. Wiley Finance.
- Anjum, S. (2012). *Business bankruptcy prediction models: A significant study of the Altman's Z-score model*. Asian Journal of Management Research, 3(1), 212-219.
- Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial. (2005). Elaboración de códigos de las mejores prácticas para el gobierno corporativo.  
Recuperado [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/f82a590048a7e813ae97ef6060ad5911/ Combined.pdf](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/f82a590048a7e813ae97ef6060ad5911/Combined.pdf).
- Banco Mundial (2013), *Raising the Bar on Corporate Governance: A Study of Eight Stock Exchange Indices* Washington D.C, Estados Unidos.
- Banco Mundial, Deloitte (2006) *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance Practices in Latin America: The Case of Mexico*, Ciudad de México, México.
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2008). *How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea*.  
Recuperado de <https://admin.darden.virginia.edu/emUpload/uploaded2009/black-kim-jang-park-081208-clean.pdf>
- BM&FBOVESPA. (2007). Nivel1 BM&FBOVESPA. Recuperado de [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-1](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-1)
- Briozzo, Anahí y otros. (2008) *Gobierno corporativo en la Argentina*. Jornadas XXVIII de SADAF (Sociedad Argentina de Docentes en Administración Financiera).
- Burdisso, T (1997), *Estimación de una función de costos para los bancos privados argentinos utilizando datos de panel*, Documento de Trabajo N 3, Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina.
- Bustos, J. (2005). *Medición y Control de Riesgos Financieros en empresas del sector real*, Trabajo Final de Grado, Universidad Pontificia Javeriana.  
Recuperado de <http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/economia/tesis01.pdf>
- Campos, E., Newell, R. & Wilson, G. (2002) *Corporate Governance Develops in Emerging Markets*. McKinsey on Finance.

- Carril, T. (2001). *Shareholder's rights, slowly moving in the right direction*. Banco Santander Central Hispano New York.
- Centro de Gobierno Corporativo. (2016). *Hacia dónde va el Gobierno Corporativo en Chile*. Universidad de Chile, Santiago de Chile.
- CNV/Régimen de Transparencia de la Oferta Pública. (2001). Decreto 677/2001. Recuperado de <http://www.cnv.gov.ar/leyesyreg/decretos/esp/dec677-01.htm>
- Comisión Nacional de Valores, Código de Gobierno Societario. (2007). Resolución General 516/2007. Recuperado de <http://servicios.infoleg.gov.ar/infolegInternet/verNorma.do;jsessionid=B276981270C47FF4817C0443A08677D0?id=133520>
- Comisión Nacional de Valores, Código de Gobierno Societario. (2012). Resolución General 606/2012. Recuperado de <http://servicios.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/195000-199999/198057/norma.htm>
- Di Benedetto, P., & Grimminger, A. (2013). *Ocho índices de Gobierno Corporativo en el Mundo*. Recuperado de [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/2099b400419384689637b78d8e2dafd4/Ocho\\_Indices\\_de\\_Buen\\_Gobierno\\_Corporativo\\_en\\_el\\_Mundo.pdf?MOD=AJPERES](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/2099b400419384689637b78d8e2dafd4/Ocho_Indices_de_Buen_Gobierno_Corporativo_en_el_Mundo.pdf?MOD=AJPERES)
- Farfan, K y Lizarzaburu, E (2016); *Gobierno Corporativo en Mercados Emergentes: Impacto en la Bolsa de Valores de Lima*, BV, Revista Journal Globalización, Competitividad y Gobernabilidad, Volumen 10, N 3.
- Flores Konja J.V y Rozas Flores, A.E (2008), *El Gobierno Corporativo: un enfoque moderno. Un gobierno corporativo pobre introduce factores de riesgo. Un buen gobierno corporativo reduce el riesgo*. Quipukamayoc Publicaciones, Universidad de Ciencias Contables, Perú.
- Fornero. (2007) *El valor de parecer bueno. Perspectiva financiera de las buenas prácticas de gobernanza empresarial*. Jornadas XXVII de SADAF (Sociedad Argentina de Docentes en Administración Financiera).
- Fregona de Costamagna, Rosana y Batistella del Valle Silvana. (2009). *Estados Contables: Comprensión y Análisis para no contadores*. Córdoba: Eudecor
- Granados, R (2011), *Efectos fijos o aleatorios: Test de especificación*. Documentos de Trabajo en Economía Aplicada. Universidad de Granada. España.
- Guzmán, A. (2016). *Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia*. Recuperado de [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/833586f7-8f09-469c-b4f7-5156f634b59a/Lineamientos\\_de\\_Gobierno\\_Corporativo\\_Revelacion\\_Transparencia.pdf?MOD=AJPERES](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/833586f7-8f09-469c-b4f7-5156f634b59a/Lineamientos_de_Gobierno_Corporativo_Revelacion_Transparencia.pdf?MOD=AJPERES)
- Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (2004), *Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina*, IAGO, Buenos Aires, Argentina.
- International Finance Corporation (2016), *Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia*, Editorial CESA, Bogotá, Colombia.
- Kaplan y Norton. (2004) *Mapas estratégicos*. Ediciones Gestión 2000.
- Lagar Melo A. (2002), *Retos y Avances del Gobierno Corporativo de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores a partir del 2002*, Tesis profesional, Departamento de Contaduría y Finanzas, Escuela de Negocios, Universidad de las Américas Puebla.
- La Porta, R., López, F. & Shleifer, A. (1999). *Gobierno Corporativo en Latinoamérica ¿Cómo ven los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos?* Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/0022-1082.00115>
- Leopoldo Trejo (15-12-2014), *Gobierno corporativo, eje del IPC sustentable*, El Economista, México.
- Ley Sarbanes-Oxley (2002) U.S. Congress Sarbanes-Oxley Act of 2002.
- Marcos, D. (2017). *Objetivos y valores corporativos*. En C. Albornoz, & G. Tapia (Ed), *Tratado de finanzas, negocios, empresas y organizaciones*. Tomo I (pp. 42-42). Buenos Aires: La Ley Thomson Reuters.

- Mayorga M. y Muñoz S, E (2000), *La técnica de datos de panel. Una guía para uso e interpretación*, División Económica, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica, Costa Rica.
- McKinsey on Finance. (2002). *Gobierno Corporativo en Latinoamérica ¿Cómo ven los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos?* Recuperado de [https://www.mckinsey.com/client\\_service/corporate\\_finance/latest\\_thinking/mckinsey\\_on\\_finance/~media/DD152F22B7CC4B099913E114AC5558FB.ashx](https://www.mckinsey.com/client_service/corporate_finance/latest_thinking/mckinsey_on_finance/~media/DD152F22B7CC4B099913E114AC5558FB.ashx)
- Mckinsey & Company. (2001). *Investor Protection Survey*. Junio de 2001
- Milei, J (2007), *Teoría de la inversión y mercados financieros: La “q” de Tobin y su uso para la valuación de empresas*, Revista Actualidad Económica, N°61 Enero-Abril, 15-19.
- OCDE (2004), *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*, Edición 2004.
- Pacific Credit Rating. (2004). *Sobre el Índice de Buen Gobierno Corporativo*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/ipgc/suplemento.pdf>
- PWC. (2016). *Gobiernos Corporativos en Chile: Una mirada a la implementación de la Norma de Carácter General N° 385*.
- Reporte Cadbury (1992), Reunión del Comité, *Los aspectos financieros del Gobierno Corporativo* Traducido por Jandi Vázquez.
- RobecoSAM (2017) *Dow Jones Sustainability Indices Methodology*, New York, Estados Unidos.
- Rodriguez, M (2010). *Contabilidad creativa o fraude en casos reales, Enron y Parmalat*. Montevideo, Uruguay, Facultad de Ciencias Económicas y Administración. Universidad de la República.
- Sampieri H. (2014) *Metodología de la investigación*, McGraw-Hill
- Tobin, J. (1969): *A general equilibrium approach to monetary theory*, JMCB 1(F): 15-29.
- Trejo, L., & El Economista. (2014). *Gobierno corporativo, eje del IPC sustentable*. Recuperado de <https://www.eleconomista.com.mx/empresas/Gobierno-corporativo-eje-del-IPC-sustentable-20141215-0136.html>
- Westerfield Jordan, R. (2006). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. México: Mc Graw Hill.
- Wigodski, T y Zúñiga, F. (2014). *Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de Opas Teodoro*, Departamento de Ingeniería Industrial. Universidad de Chile.
- Wooldridge, J. (2010). *Introducción a la econometría Un enfoque moderno*. Recuperado de [http://www.izt.uam.mx/mydes/wpcontent/uploads/2016/04/Wooldridge\\_4ta\\_espa%C3%B1ol\\_1y2.pdf](http://www.izt.uam.mx/mydes/wpcontent/uploads/2016/04/Wooldridge_4ta_espa%C3%B1ol_1y2.pdf)