

UNIVERSIDAD DE OVIEDO
FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA

**VALORACIÓN EMPRESARIAL Y CALIDAD DEL
ENTORNO LEGAL E INSTITUCIONAL**

VICTORIO RODRÍGUEZ GARCÍA

ENERO DE 2013

TRABAJO FIN DE MÁSTER
MÁSTER EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

ÍNDICE

Índice	2
Objetivo	4
Introducción	5
1. Factores determinantes de la valoración empresarial	10
1.1 Gobierno corporativo	10
1.1.1 Estructura del capital.....	11
1.1.2 Estructura y concentración de la propiedad	15
1.1.3 Nivel de corrupción.....	20
1.2 Opciones de crecimiento.....	29
1.3 Entorno y origen legal.....	34
1.3.1 Derechos de accionistas	38
1.3.2 Derechos de acreedores.....	44
1.4 Apertura económica	49
2. Diseño y datos empíricos.....	58
2.1 Q de tobin.....	60
2.2 Derechos de accionistas y acreedores	66
2.3 Aplicación de la ley	69
2.4 Transparencia financiera.....	71
2.5 Riesgo país	73
2.6 Riesgo de crisis de deuda soberana.....	74
2.7 Corrupción	76
2.8 Ventas	78
2.9 Endeudamiento	79
2.10 Libertad económica.....	81

2.11	Concentración de propiedad.....	83
2.12	Crecimiento del PIB	85
2.13	Gasto en I+D	87
2.14	Gasto de capital	89
2.15	Apertura comercial.....	91
2.16	Inversión extranjera.....	93
2.17	Tipo impositivo	95
3.	Análisis de los determinantes de la valoración empresarial	97
3.1	Los datos	97
3.2	Metodología del ajuste por mínimos cuadrados	99
3.3	Resultados empíricos	101
3.3.1	Efectos del gobierno corporativo	101
3.3.2	Efectos de las opciones de crecimiento.....	110
3.3.3	Efectos de las opciones de apertura económica y régimen fiscal .	113
3.3.4	Efectos combinados	116
4.	Conclusiones.....	119
	Referencias.....	122

OBJETIVO

El presente Proyecto Fin de Máster se enmarca como asignatura obligatoria de 18 créditos ECTS del segundo curso del Máster de Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Oviedo (MADE), en el curso académico 2012 – 2013.

El objetivo básico del trabajo es revisar, analizar, actualizar y, en la medida de lo posible, ampliar los conocimientos acerca de los determinantes legales, institucionales y empresariales que afectan a la valoración empresarial.

De manera singular, podemos resaltar tres objetivos totalmente diferenciados – correspondientes a cada uno de los capítulos –, pero complementarios para ensalzar el primordial, antes mencionado.

Un primer objetivo será hacer una revisión de la literatura para identificar los principales factores, tanto de origen institucional y legal, como de origen empresarial y de gobierno corporativo, tratando de analizar y comprender de manera teórica como influyen en la valoración empresarial.

Una vez determinados estos factores, deberemos definir las variables que sean capaces de cuantificar tanto el propio factor como la influencia en la valoración empresarial. Tras determinar estas variables se deberá analizar su implicación atendiendo al origen legal, grado de desarrollo económico y orientación a entidades bancarias o mercados de capitales de los diferentes países.

El objetivo último del trabajo será analizar la influencia que la calidad del entorno legal e institucional tiene sobre la valoración empresarial. Se deberá realizar en un amplio periodo temporal, para tener en cuenta tanto periodos caracterizados por momentos alcistas en los ciclos bursátil y económico como momentos bajistas además de poder añadir variabilidad a las características legales e institucionales dentro de cada país. Se analizará en una muestra amplia para permitir analizar países con características legales e institucionales muy diferentes entre sí y con muy diferente grado de desarrollo económico.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo pretende proporcionar evidencias sobre la influencia que las características legales e institucionales de los países tienen sobre la valoración de las empresas y la relación existente entre estos aspectos legales e institucionales, las características empresariales y los mecanismos de gobierno corporativos a la hora de influir sobre la valoración de las empresas en los mercados financieros.

Desde el punto de vista financiero, los países desarrollados se diferencian de los no desarrollados, en que los primeros, incrementan la inversión en sus industrias en crecimiento, a la vez que la disminuyen en las industrias en declive, lo que se traduce en una mejor asignación de los recursos (Carlin y Mayer, 1999; Beck *et al.*, 2000). Un dato relevante parece residir en que los países cuyos mercados de valores extraen más información específica en los precios de las acciones individuales, permiten al inversor una medida del valor corporativo más precisa y realista, distinguiendo entre buenas y malas inversiones. Siguiendo esta tónica, podríamos matizar que la asignación de capital en un país cuyo entramado empresarial tenga una alta propiedad estatal, su valoración estará condicionada por una asignación de capital que se guiará más por motivos políticos – gubernamentales que por el fin último de la maximización del valor, además de las limitaciones presupuestarias y la supervisión deficiente, transmitiendo a los gerentes de las empresas propiedad del Estado pocos incentivos para la eficiencia. Tal como señala Shleifer (1998) “la eliminación de la asignación de recursos por motivos políticos ha sido, sin duda, el principal beneficio de la privatización en todo el mundo”. Una mejor distribución de capital parece condición *sine qua non* se ven fortalecidos los derechos de los inversores minoritarios. Los países con una mala asignación de capital padecen una sobreinversión en las industrias en declive, en lugar de la mejora de la oferta de financiación de industrias atractivas. Este resultado puede ser explicado por la teoría de cash flow libre, en la que el efectivo generado de las operaciones está siendo ineficientemente reinvertido en las industrias en declive, especialmente en países donde los inversores minoritarios no están en condiciones de oponerse (Jensen, 1986). Aparecen de esta forma evidencias de que no sólo una correcta asignación de capital, sino que la propia protección legal del accionista y la propiedad del cash flow de éstos, proporcionan una mayor valoración corporativa.

La extensión de la protección legal de los inversores es determinante para el desarrollo de los mercados financieros (La Porta *et al.*, 2002), pues los inversores externos están dispuestos a pagar más por financiar activos (acciones, patrimonio o deuda), ya que con una mejor protección legal reconocen que más beneficios retornarán a ellos. La Porta *et al.* (2002) y Wurgler (2000) han proporcionado evidencias consistentes con una mayor valoración de las empresas en entornos caracterizados por un mayor grado de protección legal de los inversores. En este contexto, a su vez resulta importante reconocer las diferencias en la estructura de la propiedad y el control de las empresas dentro y a través de países. Los accionistas mayoritarios tendrán la capacidad y la intención de expropiar a los accionistas minoritarios, así como a los acreedores, dentro de las limitaciones impuestas por la ley (La Porta *et al.*, 2002). Sin embargo, este poder de expropiación está moderado por los incentivos financieros (propiedad del cash flow, entre otros). Así, teniendo dos empresas idénticas en que sólo cambia el porcentaje de cash flow en propiedad, en aquella que se posea un mayor valor del cash flow en propiedad, existirá una menor expropiación (Jensen y Meckling, 1976). Se encuentran evidencias de que un fuerte control empresarial afecta de forma adversa a la valoración, mientras que la propiedad del cash flow afecta positivamente (Claessens *et al.*, 2002).

Las industrias y las empresas en mejores regímenes jurídicos, dependen más de la financiación externa para financiar su crecimiento (La Porta *et al.*, 1998; Kunt y Maksimovic, 1998; Rajan y Zingales, 1998). Las empresas con mejores oportunidades de inversión, mayor concentración de la propiedad y mayores necesidades de financiación externa, practican mejor gobierno y tienen una mayor valoración, siendo estas relaciones más fuertes en regímenes jurídicos débiles.

Recientes estudios muestran que las diferencias a través de las infraestructuras legales y sociales afectan a la valoración en todo el mundo. Un factor relevante es la tradición jurídico – legal del país donde se encuentra domiciliada la empresa (ley común vs ley civil), que además está íntimamente relacionado con la variable protección del accionista (anteriormente citada). Así pues, empresas domiciliadas en países anglosajones de ley común, donde los derechos de los inversores están relativamente bien protegidos, reciben una mayor valoración que las empresas de países de ley civil francesa o alemana, donde la protección del inversor es relativamente pobre. Lee y Ng (2004) documentan que existe una relación negativa significativa entre el nivel de

corrupción del país y la valoración corporativa. Claessens *et al.* (2002) y Lemmon y Lins (2003) muestran como las interacciones entre gobierno corporativo y propiedad afectan a la valoración de la empresa. La totalidad de los estudios indican que los sistemas legales vigentes, gobiernos limpios y prácticas gerenciales transparentes mejoran la valoración corporativa, ya que los inversores pueden esperar recibir ingresos justos bajo estos ambientes.

Los estudios citados están relacionados mayormente con el establecimiento de la relevancia del valor de un conjunto de variables (ej. variables de gobierno corporativo). A pesar de que estos estudios proporcionan una evidencia robusta sobre la relevancia en la valoración de las variables relacionadas con el gobierno corporativo, se tiene un menor conocimiento sobre la importancia relativa de esas variables en la repercusión de las diferencias entre países en materia de valoración corporativa. A parte de los factores de gobierno, la valoración corporativa está influenciada por una multitud de otros factores críticos, tales como opciones de crecimiento (como pueden ser los gastos en I+D o la inversiones de capital sobre el PIB), regímenes de comercio e inversión, y la estructura de impuestos corporativos.

A su vez, la valoración corporativa podría estar afectada por el grado de apertura económica, pues la apertura de mercados favorece una distribución del riesgo más eficiente entre los inversores internacionales, disminuyendo los costes de capital y aumentando la valoración corporativa (Henry, 2000). De una forma similar, el libre comercio también podría mejorar la valoración corporativa, ya que induce a las empresas a especializarse en las áreas de producto donde poseen las verdaderas ventajas comparativas y una mayor competitividad, de cara a obtener una mayor ventaja en mercados globales.

En lo que a relación entre variables respecta, Durnev y Kim (2005) ponen de manifiesto que las decisiones de gobierno corporativo y de transparencia informativa están relacionadas positivamente con las oportunidades de crecimiento, la necesidad de financiación externa y el grado de concentración de la propiedad y que estas relaciones positivas son más fuertes en países con entornos legales más débiles, constatando que las empresas se adaptan a entornos legales de menor protección a través de prácticas de gobierno corporativo más eficientes.

En el presente trabajo intentamos proporcionar un tablero de análisis de las diferencias en valoración, a través de múltiples países, basándonos en una amplia gama de factores. Estructuramos el trabajo en tres capítulos adicionales. El primer capítulo engloba y evalúa las variables legales, institucionales y empresariales que afectan a la valoración empresarial. En el segundo capítulo se describen una serie de variables, en gran medida tratadas teóricamente en el capítulo anterior, sobre los países muestra del estudio y se analiza su evolución según el origen legal del país, su nivel de ingresos, orientación (al mercado o a las entidades bancarias) y su nivel de desarrollo. En el tercer capítulo se plantean una serie de modelos que expliquen la valoración empresarial (Q de Tobin del país) – variable dependiente –, a partir del resto de variables tratadas en el segundo capítulo – variables independientes –. Realizaremos una serie de regresiones considerando primero independientemente las variables de gobierno corporativo, opciones de crecimiento y apertura económica y régimen fiscal, para finalmente considerarlas en modelos conjuntos. El cuarto y último capítulo lo dedicaremos a las conclusiones más destacadas del presente trabajo que evaluarán los alcances de los cuatro grandes aspectos con influencia sobre la valoración de la empresa.

El primero de estos aspectos sería el gobierno corporativo. La Porta *et al.* (2002) y Lee y Ng (2004) documentan que la protección del inversor y el nivel de corrupción del país afectan a la valoración corporativa. En la misma línea Bhattacharya y Daouk (2002) encuentran que tras el primer proceso judicial en un país debido a la violación de la ley de información privilegiada el agregado del coste de capital disminuye significativamente, hecho que pone de manifiesto una mayor valoración empresarial. Claessens *et al.* (2002), Lemmon y Lins (2003) y La Porta *et al.* (2002) demuestran que colectivamente el valor de la empresa aumenta a medida que aumenta la propiedad de los grandes accionistas, principalmente en casos con pobres protecciones de los derechos de los accionistas y siempre y cuando no se conviertan en dominantes los efectos de afianzamiento.

En un segundo lugar podríamos mencionar las opciones de crecimiento. A parte del origen legal, las empresas domiciliadas en un mismo país comparten las dotaciones de recursos naturales como mano de obra y capital humano así como otros activos tangibles e intangibles. También las empresas domiciliadas en un mismo país se ven afectadas por las mismas políticas monetarias, fiscales y de comercio. Hasta cierto punto, por lo tanto las empresas de un país pueden compartir las opciones específicas de

crecimiento, afectando a la Q de Tobin del país. De esta manera, el crecimiento del PIB – como medida de las opciones de crecimiento – tendría un efecto positivo en la valoración (Chua *et al.*, 2006). En una tónica similar, McConnell y Muscarella (1985) documentan un incremento (decremento) de la cotización en el mercado de valores de empresas industriales cuando anuncian un incremento (decremento) del gasto de capital – como medida de las opciones de crecimiento – en sus planes.

Otro factor es la apertura económica. Alexander *et al.* (1987) y Henry (2000), sugieren que un mercado de capitales liberalizado implica una disminución del coste de capital a través de una diversificación del riesgo, lo que conlleva una mayor valoración corporativa. Si como medida de la apertura económica consideramos el “*cross listing*”¹, a través de la mejora de los entornos informativos que esto supone, se mejorará la valoración empresarial (Chua *et al.*, 2006). Una apertura del comercio podría también impulsar la valoración corporativa, ya que les permite especializarse en las áreas de producto donde ellas tienen ventajas competitivas, sin embargo también podría considerarse que sus márgenes de beneficio pueden ser exprimidos como resultado de una mayor competencia.

En último lugar, mencionar el impuesto de sociedades. La ventaja del impuesto de sociedades de residir y hacer negocios en un país determinado (definida como 1 menos el impuesto de sociedades en tanto por uno) presenta un efecto positivo sobre la valoración de las empresas del país. Sin embargo, diversos métodos corporativos que las empresas emplean para minimizar sus impuestos puede ocasionar que el efecto sobre la valoración sea más débil e incluso también más difícil de medir (Chua *et al.*, 2006). Según esto cabría esperar una relación negativa entre el impuesto de sociedades y la valoración corporativa.

¹ Método para hacer las acciones corporativas comercializables internacionalmente.

1. FACTORES DETERMINANTES DE LA VALORACIÓN EMPRESARIAL

En este primer capítulo trataremos de identificar una serie de variables de distinta naturaleza (institucionales, legales y de origen empresarial o de gobierno corporativo), que influyan, bien sea de forma positiva – aumentando la valoración empresarial – o por el contrario negativa – disminuyendo el valor empresarial –, sobre la valoración de las empresas. Además de identificar las variables justificaremos, de forma teórica, el motivo de la relación variable – valoración de empresa.

En un primer momento hemos agrupado estas variables en distintas categorías, de la forma que sigue:

- I. Gobierno corporativo.
- II. Opciones de crecimiento.
- III. Entorno y origen legal.
- IV. Apertura económica.

1.1 GOBIERNO CORPORATIVO

Los factores de gobierno corporativo que tienen influencia en la valoración empresarial son diversos. En el presente trabajo nos vamos a centrar en la estructura de capital, el nivel de corrupción y la estructura y la concentración de la propiedad. En el caso de la estructura del capital, la medida en que se combina deuda y recursos propios, parece indicar que una mayor deuda supone ciertas ventajas fiscales; sin embargo, ¿hasta qué nivel de deuda frente a los recursos propios mejora la valoración empresarial?. Los estudios sobre la afectación de la concentración de propiedad a la valoración empresarial, no llegan a ser concluyentes, existiendo discrepancias entre ellos. Sin embargo, el efecto “atrincheramiento” en la gerencia con una elevada concentración de propiedad, implican una pérdida de productividad en el objetivo de maximización de valor ocasionando una disminución en la valoración empresarial. La corrupción, por su parte, tiene unos elevados costes asociados, tanto de mantener el

secretismo como costes de transacción, lo que supondría una menor valoración empresarial. Además, la corrupción influye negativamente en la internacionalización de las empresas en caso de cooperar con corporaciones del país destino, siendo los problemas originados por los elevados costes que tienen lugar en estos países.

A continuación se detallan estos factores de gobierno corporativo con mayor detenimiento.

1.1.1 Estructura del capital

La estructura de capital, esto es, la forma en que deuda y recursos propios se combinan en la financiación de la empresa, es uno de los factores de gobierno corporativo que teóricamente tiene una influencia sobre la valoración empresarial.

Después de cuatro décadas de un intenso examen, los efectos de la estructura del capital sobre la valoración de empresas continúan siendo un tema de investigación habitual en la literatura financiera. Diversas teorías como la óptima estructura del capital (paradigma de Miller y Modigliani, 1958), el orden jerárquico (Myers y Majluf, 1984), la teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976) o la señalización (Leland y Pyle, 1977), han contribuido de forma útil en la búsqueda de decisiones financieras que generan un mayor valor para la empresa. Destaca una nueva dirección en la búsqueda mediante el empleo de la idea de estructura de capital relativa, que está definida como la variación en la estructura de capital que surge con una decisión de financiación relativa al ratio promedio de la industria (Ariff y Lau, 1996 y Hull, 1999).

La esencia del director financiero es la creación de valor para el accionista. El valor de un negocio es el valor presente de todos los cash flow futuros esperados, a ser generados por los activos, descontados al coste de capital medio ponderado (CCMP). A partir de esto se puede ver que el CCMP tiene un impacto directo en el valor de un negocio (Johannes y Dhanraj, 2007).

La elección entre deuda y patrimonio tiene como objetivo encontrar la correcta estructura de capital que maximice la riqueza en manos de los accionistas. El CCMP se utiliza para definir el valor de una empresa mediante el descuento de los cash flow futuros. Minimizando el CCMP para la empresa podríamos maximizar el valor de la empresa (Messbacher, 2004).

Si el racionamiento de capital es duro, restricción a la que se enfrentan los gestores de las empresas, los proveedores de fondos en el momento de emisión de la deuda son susceptibles de ser influenciados por la forma en que modifican la estructura de capital de la empresa en relación con la estructura de capital promedio, mientras el tiempo de gestión revelará las decisiones de financiación al mercado. Baker y Wurgler (2002) y Kayhan y Titman (2004) muestran las reacciones originadas en el precio de la acción por las decisiones de estructura de capital.

Para tratar de entender como la estructura de capital influye en la valoración de las empresas conviene hacer un inciso, recordando la Teoría de la estructura de capital óptima de Miller y Modigliani. Esta teoría sugiere que existe un nivel de apalancamiento óptimo con el cual las empresas obtienen un valor máximo, minimizando los costes promedios ponderados de capital, teniendo en cuenta las imperfecciones del mercado, entre otras, la deducibilidad de los costes de interés del impuesto sobre sociedades. Este modelo afirma que el valor de una empresa, teniendo en cuenta la existencia de impuestos que gravan el beneficio de las empresas, es igual al valor de todo el capital empresarial más el ahorro fiscal.

$$V_D = V_{SD} + \tau \cdot D \quad [1]$$

Donde “V” es el valor (“D”, se refiere a la empresa con deuda; mientras “SD”, hace mención a la empresa no endeudada), “τ” es el tipo impositivo y “D” el nivel de deuda.

Varias investigaciones financieras modificando los supuestos de Miller y Modigliani (1958), han descubierto que las dificultades financieras y los costes de quiebra pueden proporcionar una justificación económica para la existencia de una estructura de capital óptima (Robichek y Myers, 1966; Baxter, 1967; Bierman y Thomas, 1972; Kraus y Litzenberger, 1973 y Scott, 1976). Estos estudios han concluido que el nivel óptimo de endeudamiento está definido por la relación:

$$V_D = V_{SD} + Tax\ shields^2 - Costes\ de\ quiebra \quad [2]$$

Se introducen los costes de quiebra que afectan de forma negativa cuando los niveles de deuda van más allá del nivel óptimo. La ecuación predice que el valor de la

² Escudos fiscales originados por la exención tributaria de la deuda de la empresa.

empresa se maximiza cuando algunas empresas mantienen el nivel de deuda adecuado para la estructura de capital óptima. La teoría no especifica la estructura de capital óptima para una empresa, y por lo tanto hay una necesidad de tratar de mostrarla a partir de las prácticas de mercado. La literatura reciente sugiere que los proveedores de fondos pueden estar utilizando el promedio de la industria, como referencia para la toma de un óptimo en el mercado, entonces es factible emplear la estructura de capital relativa de una industria para saber si el mercado está valorando la empresa de la manera sugerida por la teoría.

Jensen y Meckling (1976) introducen los costes de agencia como añadido a la explicación de la estructura de capital óptima. Basándonos en su teoría, la empresa es vista como una relación contractual entre gestores y proveedores de capital. Como maximizadores de utilidad, estas partes son las principales de la empresa, pero la dirección puede no actuar en el mejor interés de los propietarios, dada la separación generalizada entre propiedad y control de las empresas. Los costes de agencia de deuda se incrementan con la deuda utilizada, y como generalmente las empresas toman más y más deuda, los costes de agencia de la deuda aumentan a un ritmo creciente. Por tanto el valor óptimo podría ser determinado en el punto donde el coste total de agencia tome un valor mínimo, dados los costes de quiebra y el valor de los *tax shields*. Esto es representado por:

$$V_D = V_{SD} + Tax\ shields - Costes\ de\ quiebra - Costes\ de\ agencia \quad [3]$$

Los estudios citados en párrafos anteriores muestran que los beneficios fiscales – *tax shields* –, inicialmente se incrementan conforme la empresa toma más deuda. Una vez que la empresa alcanza una posición de endeudamiento en la que los costes de utilización de la deuda equilibran la ventaja de los escudos fiscales, se consigue la estructura óptima de capital con un valor máximo. Sin embargo, estos estudios sobre deuda no incorporan probables impactos de otras formas de financiación de la empresa. Más allá de este punto, asumiendo más deuda ya no se beneficia la empresa, sino que disminuye su valor debido a que los costes asociados a la deuda anulan sus beneficios. Los costes de dificultades financieras y costes de agencia por lo tanto constituyen una explicación para la existencia de una estructura de capital óptima.

Stulz (1990) argumenta que la deuda puede tener un efecto positivo o negativo sobre el valor de la empresa (incluso en ausencia de impuestos a las empresas y los costes de quiebra). Se desarrolla un modelo en el que la financiación mediante deudas puede tanto paliar los problemas de sobreinversión como de subinversión. Stulz (1990) supone que los gerentes no tienen participación accionarial en la empresa y tienen en sus manos la gestión de la misma. Esto puede inducir a los gerentes interesados en el cumplimiento de sus propios objetivos a llevar a cabo proyectos con un valor actual negativo. Para solucionar este problema, los accionistas deben obligar a las empresas a emitir deuda. Pero si las empresas se ven obligadas a pagar fondos, pueden verse obligadas a renunciar a proyectos con un VAN positivo. Por lo tanto, en la estructura de deuda óptima – ecuación [3] –, debemos equilibrar el coste de agencia óptimo de la deuda y el coste de agencia derivado de la discrecionalidad directiva.

Basado en la teoría anterior de la estructura óptima de capital, donde el uso de la deuda es promovido, la emisión de acciones se denota como un movimiento que se aleja del óptimo (cambios de reducción de valor), mientras que la propia emisión de deuda se manifiesta como un movimiento hacia el óptimo (cambios de aumento de valor). Es argumentado que las mejoras de la estructura de capital pueden dar lugar a una valoración mejorada de la empresa, y por ello provocar un efecto positivo (aumento) en el precio.

Bowen *et al.* (1982), Claggett Jr. (1991), Ghosh y Cai (1999) encontraron que las empresas tienden a moverse hacia la media del nivel de endeudamiento de su industria. Hasta el momento, una prueba empírica directa sobre la estructura de capital óptima utilizando este enfoque ha sido tratada por Ariff y Lau (1996) y Hull (1999). Sin embargo, el *benchmark* como norma del sector para la estructura de capital, ha sido empleado por los profesionales a través del examen empírico de la información contable. Estos estudios han indicado, para una amplia muestra en EEUU y Singapur una verificación empírica de los efectos sobre la industria, que sugiere que las empresas pertenecientes a la misma industria tienden a una estructura de capital similar.

La ratio deuda – patrimonio es cuasi – estable en el tiempo dentro de las industrias menos afectadas por los cambios en los impuestos, o la ley de quiebra. Como referencia para dicha ratio, tenemos unos valores de 0,40 – 0,65 para las empresas de países atlánticos y un rango de 0,70 – 0,85 para los países asiáticos (Ariff y Lau, 1996).

Solomon (1963) afirma que existen diferencias significativas en las ratios de deuda entre empresas que operan en diferentes industrias, mientras que dentro de un mismo grupo industrial el agregado de los ratios tiende a ser constante en el tiempo. Estudios similares, en los que se ponen de manifiesto los efectos industriales para la selección de una estructura de capital óptima son los realizados por: Schwartz y Aronson (1967), Scott (1972), Scott y Martin (1975), Cordes y Sheffrin (1983) y Titman y Wessels (1988) en EEUU; para Australia por Hamson (1989), Shuetrim *et al.* (1993) y Love y Wickramanayake (1996); para países europeos Prasad *et al.* (1996). Bowen *et al.* (1982), Castanias (1983) y Bradley *et al.* (1984) encontraron que las empresas se basaron en el apalancamiento de la industria en el diseño de su estructura objetivo.

Dentro de otros estudios complementarios podríamos incluir el de Ozkan (2001) que pone de manifiesto que las empresas tienen objetivos de relaciones de endeudamiento a largo plazo, pero son capaces de corregir su apalancamiento relativamente rápido. Clagget Jr. (1991) complementa esta última observación ofreciendo resultados en que empresas con un ratio de deuda superior al de la industria, tienden a ajustar su apalancamiento hacia la industria más que aquellos cuyo ratio de deuda se encuentra por debajo de la industria.

1.1.2 Estructura y concentración de la propiedad

Un análisis de la estructura de propiedad de las empresas en diferentes países pone de manifiesto la existencia de diferencias en cuanto a la concentración de la propiedad. Considerando el porcentaje accionarial en manos de los 3 mayores accionistas de las 10 mayores empresas no financieras de cada país, podemos observar una media mundial de un 46%. No obstante, países de ley civil escandinava o alemana presentan tan sólo un 33% de acciones en manos de los tres mayores accionistas, en contraposición tenemos países de ley civil francesa con un 55%. A lo largo de países concretos nos encontramos con países como Reino Unido o Estados Unidos con una medida de concentración de propiedad que no llega al 20%, o por el contrario países como Sri Lanka, Colombia, Grecia o México superan el 60%.

Se presentan dos ejemplos claramente antagonistas, como es la dicotomía presentada por empresas del este asiático frente a las estadounidenses. Las primeras están en su mayoría (dos tercios) controladas por un único accionista capaz de operar en la empresa con una participación relativamente pequeña en los derechos de cash flow

(Claessens *et al.*, 2000). Mencionar también, que los dirigentes de las corporaciones del este asiático suelen estar relacionados con la familia del accionista mayoritario. Por su parte, las empresas estadounidenses destacan por una estructura de capital con muy baja concentración, es decir, con una gran atomización de pequeños accionistas y por lo tanto no se encuentran relaciones significativas entre la familia de los accionistas de la corporación y su dirigente (La Porta *et al.*, 1999). Resulta lógico pensar que hay un amplio abanico de estructuras de propiedad entre los dos extremos mencionados y por ello pensar en ¿qué implicación tienen para la valoración empresarial estas diversas estructuras de propiedad?

Los efectos de las estructuras de propiedad sobre el valor de las empresas se han investigado con atención especial al papel de grandes inversores. Sin embargo, en algunos de los casos se han encontrado resultados contradictorios. Parece obvio pensar que inversores con grandes paquetes accionariales poseen fuertes incentivos para maximizar el valor de la empresa, siendo capaces de implicarse y supervisar a los administradores. De esta manera, pueden ayudar a superar uno de los principales problemas de agencia en la empresa moderna, como es el conflicto de intereses entre accionistas y directivos (Jensen y Meckling, 1976). Las adquisiciones de paquetes accionariales sólo tienen repercusión como un dispositivo eficaz para la monitorización gerencial cuando sean de notable volumen (Shleifer y Vishny, 1986). Excesivos accionistas con muy baja participación no ofrecen interés ni se benefician de la monitorización de los directivos. Según el argumento expuesto por Shleifer y Vishny (1986), Mikkelson y Ruback (1985), Holderness y Sheehan (1985) y Barclay y Holderness (1990), surgen informes positivos de elevados rendimientos en torno a la fecha del anuncio de compra de grandes paquetes accionariales. Los estudios informan, sin embargo, que estas ganancias son en parte disipadas con una adquisición o reestructuración corporativa, incluyendo la renovación de la gestión.

En los orígenes de estos tipos de estudios, encontramos a Demsetz (1983) argumentando que la estructura de la empresa está determinada de forma endógena para maximizar los intereses de los accionistas, concluyendo que no hay relación entre estructura de propiedad y rentabilidad. Demsetz y Lehn (1985) analizaron empíricamente los beneficios obtenidos por compañías estadounidenses en 1980 sobre diferentes medidas de concentración de propiedad, sin lograr obtener ningún coeficiente significativo. En oposición se muestran tanto los trabajos de Hermalin y Weisbach

(1988), el de Morck *et. al* (1988) o el llevado a cabo por McConnell y Servaes (1990). Atendiendo al primer estudio, las investigaciones empíricas hallan una relación no monótona entre la Q de Tobin y la fracción accionarial de la gerencia. La relación entre la Q de Tobin y la propiedad accionarial es positiva del 0 al 1%, negativa ente 1 y 5%, positiva entre 5 y 20% y negativa para fracciones accionariales superiores. En el segundo caso, con una muestra de 371 empresas para 1980, se pone de manifiesto una regresión lineal por tramos, en la que la variable dependiente es la Q de Tobin y la variable independiente principal es la fracción de acciones en propiedad de la gerencia empresarial. En dicha regresión la valoración aumenta a medida que se incrementa la propiedad gerencial hasta el 5%, luego desciende a medida que la propiedad se incrementa hasta el 25% para finalmente elevarse ligeramente para mayores niveles de propiedad. En el tercer caso, con dos muestras ligeramente superiores a mil empresas cada una, para los años 1976 y 1986, se encuentra una relación curvilínea. La Q de Tobin primero se incrementa y luego decrece según las acciones se concentran en las manos de los gerentes y miembros del consejo de administración. Ahora bien, ¿a qué se deben estas diferencias? Los autores achacan las diferencias a diversas causas. Morck *et al.* (1988) sugieren que Demsetz y Lehn (1983) trataron de buscar exclusivamente relaciones monótonas, por lo que parece poco probable que se percataran de la relación no – monótona de varios trozos. El propio Demsetz (1983) argumentó que la propiedad gerencial es endógenamente determinada para maximizar el valor de la empresa. Por este motivo, previamente a realizar las regresiones, debió haberse tratado de controlar los efectos específicos observables y no observables, así como los modelos de propiedad en el pasado para tratar de mitigar el problema de endogeneidad. Lee y Ryu (2003) advierten que los tres trabajos se basaron en estudios transversales (“*cross sectional*”), sin embargo, este tipo de estudios sólo tendrán sentido cuando la participación del accionariado fuese estable en el tiempo. Argumentos como la historia de la propiedad gerencial o la ley de información privilegiada deben ser controlados para destacar la relación entre propiedad gerencial y valor empresarial. El historial de la propiedad gerencial implica que dos empresas con la misma ratio de accionariado gerencial pueden mostrar valores corporativos muy diferentes. Si la gerencia de una empresa reduce su accionariado recientemente, es probable que el valor de la empresa sea menor que el de la empresa que mantuvo su paquete accionarial o que lo incrementó. En lo que a ley privilegiada se refiere, Seyhun (1992) da fe del incremento

de las sanciones en la década de 1980 sobre la información privilegiada, mostrando los datos un incremento en el volumen y beneficios anormales de la información privilegiada con el tiempo. Debemos considerar en la medida de la valoración empresarial la diferencia de trabajar con la ratio de beneficios (Demsetz y Lehn, 1983) de emplear la Q de Tobin (Morck *et al.*, 1988 y McConnell y Servaes, 1990). El valor de mercado de la empresa refleja los beneficios futuros de la empresa así como los beneficios actuales. Sin embargo, como la teoría de la microestructura del mercado sugiere, el valor de mercado está posiblemente afectado por el grado de información asimétrica, la frecuencia o volumen de operaciones con información privilegiada y la liquidez. Por su parte, el beneficio corriente es bastante más inmune a estos efectos. Para concluir, Lee y Ryu (2003) evidencian la dependencia de los resultados obtenidos de la especificidad de las muestras empleadas, aconsejando el empleo de paneles de datos en lugar de datos transversales con el objetivo de controlar mejor las diferencias no observables entre empresas.

A priori, un análisis acerca de si un determinado tipo de propiedad – familiar, estatal, corporaciones con multitud de accionistas e instituciones financieras – podría condicionar los resultados obtenidos, da lugar a dos conclusiones. La primera es que existe una correlación ligeramente positiva entre la concentración de la propiedad (en cualquiera de los cuatro tipos de propiedad citados con anterioridad) y la ratio Q de Tobin. Un segundo hallazgo es que las empresas controladas por familias y en cierto modo controladas por el estado, disponen de una mayor brecha en la diferenciación control frente a propiedad, lo que origina una menor valoración corporativa. Las diferencias en la valoración por el tipo de propiedad podrían plantearse desde el hecho de que la propiedad en corporaciones sostenidas por multitud de accionistas y las instituciones financieras tienen menos formas de desviar los beneficios para sí mismo en comparación con los directivos de empresas de propiedad familiar o estatal (Claessens *et al.*, 2002).

En este entorno toma una especial relevancia la diferencia entre derechos de control y derechos de cash flow de los accionistas mayoritarios, que conducen a un descuento en el valor y este descuento se incrementa en la medida en que lo hace la separación entre derechos de control y de cash flow. Berle y Means (1932) señalan que los posibles conflictos de intereses surgen entre los directores de empresas y accionistas dispersos cuando los gerentes no tienen un interés específico o participación en la

empresa, teniendo que recurrir a mecanismos de disciplina para controlar al directivo³. Jensen y Meckling (1976) formalizan la relación entre valor corporativo y participación gerencial en el accionariado, de forma que una mejor proporción de acciones en propiedad gerencial, otorgará una mejor valoración de la empresa. Los hallazgos de Claessens *et al.* (2002), ponen de manifiesto empíricamente el hecho de que la valoración empresarial aumenta con la propiedad de cash flow en las manos del directivo. Este resultado es consistente con la literatura de los efectos positivos de los incentivos asociados con un incremento de los derechos de cash flow en manos de uno o varios gerentes. De esta manera a más concentración de derechos de cash flow, más fuerte es el incentivo que tienen los accionistas de que la empresa funcione correctamente, ya que si ésta funciona de manera correcta su riqueza aumentará. Del mismo modo, su incentivo para reducir el valor de la empresa mediante la extracción de beneficios privados es más débil, debido a que al hacerlo reducirá su riqueza. En las investigaciones de Claessens, *et al.* (2002) se informa de un efecto negativo del aumento de los derechos de control por parte del accionista mayoritario sobre el valor de la empresa. Este efecto es especialmente severo para grandes desviaciones entre derechos de control y derechos de propiedad.

Existen otra serie de implicaciones extendidas de la estructura de propiedad de capital. Podemos encontrar que el efecto “atrincheramiento” de permanecer tiempo con los derechos de control tiene un efecto negativo en valor de la empresa (Morck *et al.*, 2000). Estos últimos determinaron empíricamente, para empresas canadienses, que un control corporativo concentrado impide el crecimiento. El efecto se atribuye principalmente a los accionistas mayoritarios afianzados, poseedores de un gran interés en preservar el valor del capital existente. Otra implicación es que las empresas de países con una menor protección de accionistas minoritarios (generalmente son países con estructuras de propiedad más concentradas) obtienen una menor valoración corporativa (La Porta *et al.*, 2002).

³ Entre los mecanismos de control de directivos podemos citar: el mercado de trabajo de directivos (Fama, 1980), el mercado de productos y servicios (Hart, 1983), el control corporativo (Jensen y Ruback, 1983 y Stulz, 1988), sistemas de remuneración (Conyon, 1997), el mercado de capitales (Easterbrook, 1984 y Rozeff, 1984) o la amenaza de una adquisición (Manne, 1965 y McConnell, 1990).

1.1.3 Nivel de corrupción

En esta índole, también se hace relevante el nivel de corrupción existente en un país, y por extensión en sus entornos empresariales. Un gobierno menos corrupto hace que sea difícil para los directivos, que gozan en mayor o menor medida de una asimetría informativa, y los burócratas expropiar a los inversores repercutiendo directamente en la valoración empresarial.

Corrupción definida como “mal uso de un cargo público para obtener un beneficio privado” ha emergido como una cuestión mayor en la economía global. Dado que los mercados internacionales se integran más, el interés en los efectos de la corrupción están en aumento. Recientes estudios académicos han examinado el efecto de la corrupción sobre una amplia gama de fenómenos sociales y económicos, incluyendo el crecimiento económico, inversión extranjera directa, la calidad de la atención sanitaria o los servicios educativos.

Comenzando por Left (1964) y Huntington (1968) algunos autores sugieren que la corrupción podría aumentar el crecimiento económico, a través de dos tipos de aspectos. Primero estaría la facilidad que les ofrece a los empresarios para superar trámites engorrosos, evitando retrasos burocráticos; sin embargo, este mecanismo sólo aumentaría la probabilidad de beneficio en el caso de países donde las regulaciones burocráticas son incómodas, tediosas, largas y mal gestionadas u organizadas. Un segundo mecanismo sería la motivación para los empleados públicos mediante incentivos económicos, llegando a maximizar la utilidad de los burócratas alcanzando en ciertas condiciones su máximo exponente mediante el “trabajo a destajo”. Este segundo mecanismo operaría independientemente del nivel de trámites. En contraste a esta corriente de pensamiento aparece una línea mucho más apoyada y extensa (Gould y Amaro – Reyes, 1983; Naciones Unidas, 1989; Klitgaard, 1988 y Murphy *et al.*, 1991, entre otros), concluyendo que el soborno es mucho más costoso que su actividad hermana (los impuestos), provocando el secretismo y la clandestinidad del soborno una mayor distorsión que los impuestos.

Podemos concluir que son dos las razones de más peso por las que la corrupción es costosa para el desarrollo económico. Una primera razón se basa en la debilidad del Gobierno Central, lo que permite que varias agencias gubernamentales y las burocracias impongan sobornos independientes sobre agentes privados que soliciten permisos

complementarios. Una buena ilustración de este problema es la Rusia postcomunista. Para invertir en una compañía rusa, el extranjero debe sobornar a todos los organismos involucrados en la inversión extranjera, el ministerio de industria correspondiente, el ministerio de economía, la rama ejecutiva del gobierno local, el poder legislativo, el banco central, la oficina de propiedad estatal y así sucesivamente. El resultado más evidente es que los extranjeros no invierten en Rusia. Estas burocracias competitivas, cada una de las cuales puede detener un procedimiento del proyecto, obstaculizan la inversión y el crecimiento en todo el mundo, pero especialmente en los países de gobiernos débiles. La segunda razón general de que la corrupción es costosa son las disposiciones que conlleva el secretismo necesario de la corrupción. Las exigencias de clandestinidad pueden cambiar las inversiones de un país fuera de los proyectos de mayor valor, como salud y educación, en otros proyectos potencialmente menos útiles, como defensa e infraestructura, si estas últimas ofrecen mejores oportunidades para el secretismo de la corrupción. Las exigencias de secreto también pueden ocasionar que líderes de un país mantengan tendencias monopolísticas, para prevenir la entrada y para desalentar la innovación por los forasteros si dichas expansiones pueden mostrar al exterior las prácticas existentes de corrupción. Estas distorsiones de la corrupción pueden desalentar la inversión útil y el crecimiento.

Existen evidencias de que efectivamente los países más pobres tienen su componente del gasto público especialmente reducido para los ámbitos de salud y educación. Mauro (2003) muestra evidencias de que los gobiernos inestables gastan menos en educación, estando esta notación en consonancia con Shleifer y Vishny (1993) que indican que la corrupción ofrece oportunidades menos abundantes en educación que en otros componentes del gasto público. También Mauro (2003) trata de explicar los múltiples hallazgos empíricos que sugieren que los países pobres tienden a tener burocracias corruptas, engorrosas y ser políticamente inestables. Debido a que la ineficiencia institucional es persistente en el tiempo, las malas instituciones en el pasado, juegan un papel importante en la existencia de un bajo crecimiento económico, lo que conduce a la pobreza actual.

Las conjeturas de los efectos nocivos de la corrupción están muy extendidas, sin embargo, las evidencias directas sobre las consecuencias económicas han sido relativamente escasas. La corrupción está asociada con una variedad de otros males sociales y económicos – incluyendo un crecimiento económico anémico, reducción de

la inversión extranjera, disminución de la protección de los accionistas y un menor gasto en educación y salud – y su impacto directo sobre la asignación de recursos en sociedad, y diversas medidas de bienestar económico, que pueden ser difíciles de aislar.

Para fijar ideas, consideremos el gobierno como un modelo de producción de bienes, como podría ser la fabricación de pasaportes, licencias de importación o el derecho de uso de una carretera gubernamental. Supongamos que el precio oficial para ese bien es “p”, y el coste de producción del bien es completamente irrelevante para el funcionario ya que es el gobierno el que paga este coste. Pero realmente, ¿cuál es el coste marginal de provisión de bienes? Se podrían distinguir dos casos:

- a) Caso “sin robo”: El funcionario vende un bien al precio de gobierno “p”, además de un soborno. Él se guarda el soborno, pero el valor “p” va parar a las arcas del gobierno, por lo que “p” será su coste marginal (ver figura 1).
- b) Caso “con robo”: El funcionario no entrega nada al gobierno y simplemente oculta la venta. En este caso, el precio que el comprador paga es equivalente al soborno, y podría ser incluso menor que el precio oficial. En este caso el coste marginal oficial es cero (ver figura 2).

Si bien conceptualmente ambos casos son similares – sólo difieren en el coste marginal y oficial – en el primer caso la corrupción siempre eleva el precio total del bien, mientras que en el segundo caso podría reducirse. Si el funcionario no puede discriminar precios entre compradores, como en un monopolio, simplemente se establecerá el ingreso marginal igual al coste marginal.

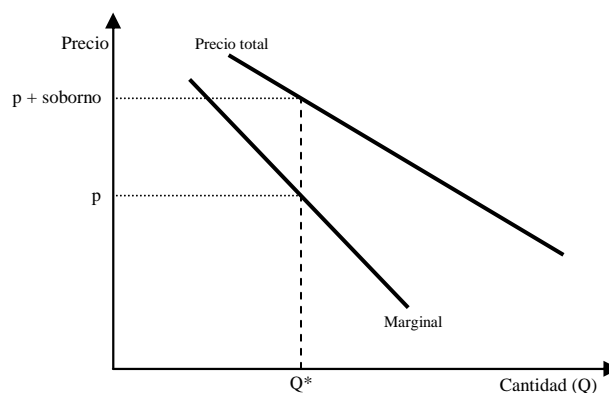


Fig. 1 Corrupción “sin robo” (Fuente: Elaboración propia a partir de Shleifer y Vishny (1993))

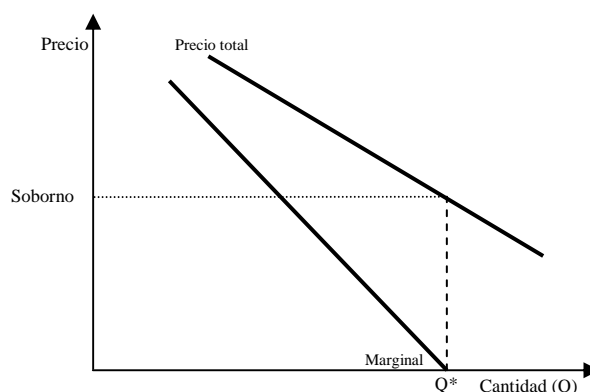


Fig. 2 Corrupción “con robo” (Fuente: Elaboración propia a partir de Shleifer y Vishny (1993))

La penalización oficial de la corrupción cambia el nivel de soborno exigido, pero no cambia la esencia del problema. Si la probabilidad de descubrimiento y sanción es independiente del soborno y de la gente que lo paga, el funcionario repercutirá un soborno similar a todos los compradores. Por el contrario, si la sanción se incrementa con el nivel de soborno, podría reducir la cuantía del soborno y tratar de aumentar el número de ellos. En un tercer caso, si las sanciones se elevan según el número de personas que pagan el soborno (por ejemplo, debido a la mayor probabilidad de una queja), se reducirá la oferta y se elevará el soborno (Becker y Stigler, 1974; Rose – Ackerman, 1975 y Klitgaard, 1988). Otra variable que afecta al nivel de sobornos es la competencia entre funcionarios por un lado y entre compradores por otro. En el caso de los funcionarios, multitud de países corruptos distribuyen los trabajos entre los funcionarios a través de un mecanismo de subasta, por lo que los que más pagan por un trabajo lo consiguen, mientras que potenciales funcionarios que no cobran sobornos, simplemente no pueden permitirse el empleo. La competencia entre los funcionarios asegura una recogida de sobornos más elevada. La competencia entre los compradores se hace más importante en el caso de la corrupción “con robo”. Si un comprador A puede comprar servicios gubernamentales más baratos que otro comprador B, es porque A encontró la forma de hacerlo con un soborno más bajo que B. Si A pudo hacerlo, el comprador B también podrá, estando en disposición de competir reduciendo sus sobornos. La competencia entre los compradores de servicios de gobierno, en estos casos, asegura la propagación de la reducción del coste de corrupción.

África tiene fama de ser un continente muy corrupto y también el más pobre. América Central y del Sur también conocen la corrupción y pobreza extremas. Mauro

(2003) presenta el primer análisis empírico centrando en la relación entre inversión y corrupción, cuyos resultados son consistentes con lo visto acerca de que la corrupción es mala para el desarrollo. En un mundo en el que se pondría a cada grupo de funcionarios que se dedican a vender un bien gubernamental a un agente privado como si de un monopolio se tratase, estos fijarán los sobornos, de manera similar a como el soberano grava de manera óptima los distintos bienes y actividad. En este mundo, así presentado, resulta complicado distinguir entre impuestos y sobornos. Los impuestos son el margen de beneficio sobre el precio que va a la tesorería, y los sobornos son el margen que entra en el bolsillo del monopolista. A pesar de estas similitudes, los sobornos se diferencian de los impuestos de una manera fundamental. A diferencia de los impuestos, la corrupción es generalmente ilegal y debe ser mantenida en secreto. Los esfuerzos para evitar la detección y el castigo, causan en la corrupción una mayor distorsión que los impuestos. En algunos bienes aceptar sobornos sin ser detectado es mucho más fácil que en otros. Los funcionarios del gobierno usarán su poder en la medida de lo posible para inducir la sustitución por los productos en que los sobornos pueden ser más fácilmente recogidos sin ser detectado. Por ejemplo, podrían prohibir algunas importaciones para inducir a la sustitución por otras, o incluso prohibir la entrada de alguna empresa para aumentar los ingresos por soborno de los monopolios existentes.

Un ejemplo del mundo real que ilustra estas distorsiones de la corrupción, es una fábrica embotelladora sita en Mozambique. En 1991, la fábrica tenía un equipamiento occidental moderno para fabricar las botellas; sin embargo, para el proceso de etiquetado de la botella usaba un método tradicional que gastaba múltiples recursos. Aparentemente, el proceso de etiquetado de botellas podría ser mecanizado con una máquina bastante simple con un coste de 10 000\$ y podría ser fácilmente comprada existiendo multitud de proveedores, incluso en el Tercer Mundo. Sin embargo, el director en lugar de comprar esa máquina se decantó por otra de 100 000\$ que no sólo servía para el proceso existente, también imprimía las etiquetas en 16 colores y diferentes formas, además de servir para multitud de tipos de botellas. Sólo un productor en el mundo hacía aquella máquina y el Gobierno de Mozambique aplicó un paquete de ayudas para comprarla. El coste social de la corrupción en este ejemplo puede ser muy grande, pues el precio de máquina es sólo de 20 000\$, el soborno al director de unos 30 000\$ y el coste de la corrupción social se cifra en 80 000\$. Las

oportunidades de corrupción en la compra de una máquina única y cara son mucho mejores que las oportunidades en la compra de productos más baratos genéricos. Si la fábrica compra una máquina genérica, el gerente probablemente tendría que utilizar las directrices internacionales de proveedores y estudiar varias ofertas, quedando una cantidad muy pequeña para él. En cambio, si la máquina es única, no habría que solicitar ofertas alternativas, y el proveedor estaría dispuesto a sobrefacturar la máquina y descontar algunos beneficios para el director y su contrapartida ministerial. La sobrefacturación proporciona la explicación obvia para esta preferencia por la tecnología avanzada. El gerente nacional y los burócratas de los países pobres quieren importar productos para los que los sobornos son más fáciles de tapar y no los productos más rentables para las empresas estatales. Es por ello que desalientan o incluso prohíben la tecnología apropiada y alientan la importación de bienes únicos en que el sobrepago y la sobrefacturación son más difíciles de detectar, terminando los países muy pobres con cierto equipamiento que va mucho más allá de sus necesidades.

Como se pone de manifiesto en el ejemplo, el menú tanto de bienes de consumo como de producción disponible en el país está determinado por las oportunidades de corrupción en lugar de los gustos o necesidades tecnológicas. Este argumento podría sugerir por qué tantos países pobres prefieren gastar sus limitados recursos en proyectos de infraestructura y de defensa donde las oportunidades de corrupción son más abundantes que en educación y salud, donde son mucho más limitadas. Sin la necesidad de mantener en secreto la corrupción, los funcionarios podrían cobrar su recompensa de formas mucho menos distorsionantes.

El imperativo del secreto implica otro coste potencialmente importante de la corrupción, es decir su hostilidad hacia el cambio y la innovación. Mantener en secreto la corrupción requiere mantener bajo el número de personas involucradas en dar y recibir sobornos. Entonces, la élite debe incluir sólo una pequeña oligarquía de políticos y empresarios, denegando la entrada a los recién llegados. Esta situación describe las Filipinas de Marcos, la Rusia comunista o ciertas dictaduras africanas. La innovación y el cambio a menudo se precipita por las nuevas llegadas a la oligarquía de políticos y empresarios. En la medida en que la élite les impide entrar, para mantener sus beneficios o simplemente para mantener bajos sus números de preservar el secreto, el crecimiento se verá afectado. Sigue siendo un rompecabezas interesante cómo pequeñas élites gobernantes de Corea han logrado mantener la innovación y el crecimiento a pesar

de la exclusión efectiva de personas ajenas a la participación económica y política (Shleifer y Vishny, 1993).

Desde otro ángulo podríamos ver la implicación que la internacionalización de empresas, en países con entornos en mayor o menor medida corruptos, presenta en la valoración de las mismas. Podemos observar que la ausencia de derechos de protección de la propiedad y los problemas de información asimétrica prevalecen en ambientes corruptos (Zhao, 2006) pudiendo disminuir el valor de intangibles aplicables en un ambiente corrupto en comparación con ambientes limpios. Desde un punto de vista teórico, la corrupción podría tener un impacto negativo si los inversores reconocen un riesgo adicional al que las multinacionales están expuestas, y consecuentemente ajustan el valor de la empresa a la baja. Por otra parte, debido a los mayores costes de transacción de países corruptos, empresas con una participación sustancial en países corruptos pueden beneficiarse de la internalización con la transferencia de intangibles a través de fronteras.

A partir de la teoría de la internalización podremos justificar como las multinacionales crean valor para los accionistas. La teoría sugiere que las empresas incrementan el valor por la internalización de mercados para la transferencia de activos intangibles a través de las fronteras nacionales. Los activos intangibles incluyen *know how* tecnológico, patentes, experiencias en marketing, capacidad de gestión, fondo de comercio de consumidores... Una empresa en posesión de altos niveles de activos intangibles puede recoger el beneficio de la reducción de costes de transacción mediante la creación de intra – empresas (es decir, internalizando) los mercados de dichos activos, pero ¿cómo la corrupción afecta al grado de dependencia de una multinacional sobre sus intangibles para generar valor para sus accionistas? Es ampliamente aceptado (Johnson *et al.*, 2002) que ambientes corruptos están asociados con peores derechos de protección de la propiedad así como costes de agencia y asimetrías informativas más pronunciadas (Acemoglu y Zilibotti, 1999, entre otros). Por tanto, se deduce que las multinacionales preferirían mantener un modo de alto control en ambientes corruptos y salvaguardar cuidadosamente su propiedad y las ventajas basadas en el conocimiento. Smarzynska y Wei (2002) y Smarzynska (2004) encuentran que inversores extranjeros con tecnología más sofisticada prefieren totalmente filiales de plena propiedad sobre las asociaciones con empresas locales, porque esas multinacionales esperan perder más si su ventaja basada en su conocimiento se disipa a los socios y otras empresas. Es por

esto que podemos decir que el impacto del valor de los intangibles es menor para las empresas multinacionales que operan principalmente en los países “limpios”.

La corrupción no es sólo un factor determinante macroeconómico, sino que a nivel microeconómico también podría tener un impacto sobre la valoración de multinacionales. Este argumento es sustentado por los descubrimientos de Hines (1995), Henisz (2000) y Wei (2000) quienes muestran que la corrupción tiene un impacto negativo sobre la inversión directa extranjera. Los inversores podrían asociar operaciones en países corruptos con exposición a un riesgo adicional y por lo tanto, podrían descontar valor al mercado de la empresa si la empresa está muy involucrada en ambientes corruptos. Sin embargo, esta pérdida de valoración es relativa y tenemos que recordar un factor de más peso como son los elevados costes de transacción, por lo tanto empresas con altos niveles de intangibles pueden compensar la infravaloración con los beneficios de las intra – empresas (internalización), cosa que las empresas con bajos niveles de intangibles no podrán hacer. Podemos concluir este argumento como sigue: en igualdad de circunstancias y en ausencia (posesión) de intangibles, expandir las operaciones extranjeras a dominios de países corruptos tiene un impacto negativo (positivo) en el valor del mercado (Lee y Ng, 2004).

La magnitud de los costes de transacción asociados con la transferencia de propiedad de las ventajas basadas en el conocimiento a través de las fronteras, la inversión directa extranjera en subsidiarias de propiedad total puede ser menos costosa que la organización de la transferencia a través de la contratación en el mercado externo. Por lo tanto, a mayor dependencia de las multinacionales sobre los activos intangibles, mayor es la posibilidad de que se intente expandir geográficamente a través de una red de filiales de propiedad. Begovic (2005) argumenta que las características específicas de la corrupción como un contrato ilegal generan costes de transacción sustanciales. Por lo tanto, en presencia de corrupción, debido a la naturaleza ilegal del contrato, los costes de transacción se multiplican en relación con el caso de los contratos legales estándar. En consecuencia, se argumenta que los costes de transacción en los mercados externos serán mayores en los países corruptos en relación a los países limpios. Este razonamiento implica que los beneficios de eficiencia (en términos de menores costes de transacción) de la creación de mercados intra – empresas para transferir las ventajas relacionadas con intangibles deberán ser mayores en un entorno corrupto que dentro de un ambiente sin corrupción. Este último análisis lo podemos

enunciar de la siguiente manera: la internalización de intangibles proporcionan una mayor valoración para las multinacionales que operan principalmente en los países corruptos que las multinacionales que operan mayoritariamente en países en ausencia de corrupción (Lee y Ng, 2004).

Estudios acerca de la corrupción se dividen en dos grandes categorías: los interesados en comprender los determinantes de la corrupción y aquellos dirigidos a evaluar sus efectos. Estudios del primer campo muestran que el nivel de corrupción en un país tiene raíces históricas, culturales, económicas y políticas. En este ámbito nos encontramos dos hallazgos dicotómicos, un primer grupo caracterizado por protestantes, antiguas colonias británicas, altos ingresos per cápita, un sistema legal basado en ley común, una alta proporción de importaciones en el PIB, una larga exposición a la democracia y una forma unitaria de gobierno son sectores orientados a una baja corrupción (Treisman, 2000). Por otra parte encontramos, países menos desarrollados, poblaciones altamente católicas o musulmanas y países con leyes francesas o socialistas que se ensalzan con medidas inferiores del desempeño del gobierno, incluyendo una alta corrupción (La Porta *et al.*, 1999 y Treisman, 2000). Rose – Ackerman (2001) manifiesta que mientras el grado actual de democracia no es importante para explicar la corrupción, esta se reduce después de una exposición más larga a una estructura democrática. El segundo grupo de estudios destinados a evaluar el impacto de la corrupción, tienen documentado el nivel de asociaciones entre el país y una variedad de dolencias sociales o económicas. Por ejemplo, Mauro (1995) muestra que la corrupción reduce la inversión e impide el crecimiento económico. Wei (2000) pone de manifiesto que un incremento en la corrupción disminuye la cantidad de inversión extranjera directa. La corrupción también se asocia con menores ingresos tributarios del gobierno (Haque y Sahay, 1996; Tanzi y Davoodi, 1997 y Johnson *et al.*, 1998), descendiendo el gasto operativo y de mantenimiento, tales como medicamentos y libros de texto (Tanzi y Davoodi, 1997), aumento del gasto militar (Gupta *et al.*, 2000), mayores tasas de mortalidad infantil y de abandono escolar (Gupta *et al.*, 2001), así como una mayor economía no oficial (Johnson *et al.*, 1998).

Examinando la relación empírica entre el nivel de corrupción interno del país y la valoración de sus empresas encontramos que empresas de países con más (menos)

corrupción se comercializan en menos (más) múltiplos de variables de mercado⁴ (Lee y Ng, 2004). La principal conjetura es que los inversores demandarán una mayor ratio de retorno operando en países más corruptos. La premisa para esta conjetura es que el nivel de corrupción público es ampliamente sintomático de la contratación y seguimiento de los costes dentro de un país. Estos elevados costes de transacción, al igual que el coste de la falta de liquidez (Amihud y Mendelson, 1986) o el elevado riesgo de información (Bhattacharya y Daouk, 2002; Bhattacharya *et al.*, 2003 y Easley y O'Hara, 2004), no son fácilmente diversificables. Los dos factores clave para los valores corporativos son: los cash flow futuros esperados y la tasa requerida de rendimiento sobre el capital. Empresas en países más corruptos no tienen por qué presentar futuros cash flow inferiores por el hecho de situarse en tal entorno. Sin embargo, los inversores demandan una mayor tasa de retorno requerida al aumentar el grado de corrupción del país. Es por esto que descontando los cash flow esperados a una tasa de rendimiento mayor, podemos observar que las empresas en países de elevada corrupción obtienen una valoración corporativa inferior. Adicionalmente y concluyendo, el nivel de corrupción pública en un país está negativamente correlacionado con el precio que los inversores están dispuestos a pagar por los beneficios de las compañías y su valor contable, siendo la evidencia consistente con las demandas de los accionistas de una mayor tasa de retorno de las inversiones de capital en los países más corruptos (Lee y Ng, 2004).

1.2 OPCIONES DE CRECIMIENTO

Las empresas domiciliadas en diferentes países podrían enfrentarse a perspectivas de crecimiento sustancialmente diferentes, dando lugar a las diferencias internacionales en la valoración de empresas. A parte de la tradición legal del país, las empresas domiciliadas en un país comparten las dotaciones de recursos naturales, mano de obra y capital humano, además de otros múltiples activos tanto tangibles como intangibles. También, empresas de un mismo país se ven afectadas por las mismas políticas monetarias, fiscales y de comercio. Hasta cierto punto, las empresas de un país pueden compartir las opciones específicas de crecimiento, afectando a la valoración de las empresas del país. Diferentes opciones de crecimiento enfrentan a los países, poniéndose de manifiesto en tasas de crecimiento económico, a menudo, absolutamente

⁴ Método de valoración empresarial de múltiplos (ej. El valor de las empresas de alimentación en el mercado español se sitúa en torno a 5 veces su EBITDA).

diferentes. Por poner un ejemplo, durante el periodo 1999 – 2004, la economía irlandesa creció rápido, con una tasa real anual del 7%, mientras otros países miembros de la UE, como Francia o Alemania, crecieron a un ritmo mucho más lento.

Las opciones de crecimiento son intrínsecamente difíciles de medir. Para hacer estimaciones de forma cuantitativa, Chua *et al.* (2006) proponen indicadores como el crecimiento del PIB, la ratio gastos en I+D frente a PIB o la de gastos de capital frente a PIB. De esta manera el ritmo actual de crecimiento del PIB prevé el crecimiento económico en un futuro próximo, mientras que el gasto en I+D o el gasto de capital allanan el camino a largo plazo de las inversiones corporativas y el crecimiento económico en el futuro.

La teoría de financiación corporativa tradicionalmente mantenía que los directivos de las empresas se enfrentaban a dos conjuntos de decisiones políticas importantes: por una parte las decisiones de financiación y por otra las de inversión. Mientras que la influencia del primer tipo de decisiones sobre el valor empresarial ha sido ampliamente tratada en multitud de estudios, no ha ocurrido así con las decisiones de inversión. Una cuestión analítica digna de estudio es si ante un anuncio de gasto de capital, el mercado responde con la revalorización de las acciones. Partimos de una idea básica de economía y finanzas que indica que si la tasa de descuento cae, la inversión debería aumentar. Si la tasa de descuento varía con el tiempo y la inversión se ajusta instantáneamente, esta idea da lugar a dos implicaciones. Primero, inversión y rendimiento accionario deberían covariar positivamente en el tiempo, ya que cuando caen las tasas de descuento, las empresas aumentan su inversión (pues el umbral mínimo de rentabilidad ha caído) y la valoración de la empresa y precio de las acciones aumenta (ya que la suma del descuento de flujos de caja ha aumentado). Segundo, la inversión debería covariar negativamente con la rentabilidad accionario futura, ya que cuando las tasas de descuento son bajas, la inversión debe ser alta y la rentabilidad futura esperada debería de disminuir.

Consideramos el conjunto de empresas que tienen oportunidades de inversión en proyectos que se espera tengan una rentabilidad superior a la rentabilidad del mercado requerida (empresas que poseen proyectos con VAN positivo). Si los directivos siguen la regla de maximización del valor de mercado, de acuerdo a la teoría de valoración

tradicional⁵, un anuncio inesperado de incremento en los gastos de capital debería tener un impacto positivo sobre el valor de mercado de la empresa, mientras que un descenso en los gastos de capital debería tener un impacto negativo sobre el valor de mercado de la empresa. La revalorización positiva asociada con el incremento de gastos de capital es la respuesta a la percepción de destinar mayor cantidad de recursos a proyectos por poseer estos unos VAN mayores que los inicialmente previstos. De forma análoga, la disminución de valor de la empresa no quiere decir que se estén llevando a cabo proyectos con un VAN negativo, pero sí con un valor actual neto menor al previsto inicialmente. En el caso en que consideremos empresas con tasas de retorno iguales a las requeridas por el mercado, no habrá tal afectación. Los anuncios de aumentos de inversión no repercuten en la valoración empresarial, puesto que apenas hay valor positivo a capitalizarse. Igualmente ocurre cuando los gastos de capital son reducidos inesperadamente debido a la ausencia previa de valor neto a capitalizar.

Sin embargo, existen teorías propuestas como posibles alternativas a la hipótesis de maximización de valor de mercado para la explicación de las decisiones de inversión corporativa. En la hipótesis de maximización del valor de mercado, los directivos invierten hasta el punto en el cuál la rentabilidad de la inversión es igual a la rentabilidad del mercado. Como hemos visto, esto explica el incremento (descenso) de valor accionario de anuncios inesperados de aumentos (disminuciones) de valor. No obstante, la hipótesis de maximización de tamaño tiene como premisa el aumento del tamaño de la empresa (llegándose a invertir excesivo capital en proyectos). Directivos bajo la presente hipótesis podrían invertir en proyectos con un valor actual neto negativo, siempre que dichos proyectos contemplen el aumento de tamaño de la empresa. Lógicamente y de forma inversa a la hipótesis de maximización de valor, la repercusión del incremento (descenso) de inversión tiene un impacto negativo (positivo) sobre los valores de mercado.

Las conclusiones empíricas, según muestran McConnell y Muscarella (1985), se manifiestan a favor de la hipótesis de maximización del valor de mercado. Siendo las muestras empíricas manifestaciones de que cuando existen proyectos que generan más (menos) beneficios de los esperados, los gastos de capital son incrementados

⁵ La valoración tradicional postula que el valor de mercado de la empresa es igual al valor descontado de los beneficios futuros que se espera sean generados por los activos existentes, más el valor actual neto de las oportunidades de inversión disponibles para la empresa (Miller y Modigliani, 1961).

(disminuidos), entrando en coherencia con la interpretación de Myers y Majluf (1984). Sin embargo, evidencias contrarias también las hay, como pueden ser los hallazgos mostrados por Lamont (1999), en los que a partir de datos agregados de la posguerra se concluye una variación contemporánea negativa entre inversiones y rentabilidades accionariales. Llegados a este punto, cabría matizar que retrasos en la inversión son una explicación para estos hechos, ya que los retrasos impiden a las empresas ajustar inmediatamente la inversión, cuando la tasa de descuento cambia pudiendo cambiar temporalmente las correlaciones de inversión y rentabilidad. Retrasos en los procesos de inversión (tales como retrasos de entrega, retrasos de planificación y retrasos en construcción), pueden hacer que la inversión actual esté correlacionada negativamente con los rendimientos actuales, complementando la hipótesis sugerida por Cochrane (1991)⁶.

Como queda patente, la valoración empresarial y por extensión la valoración de la ratio Q de Tobin, evolucionan en respuesta a las decisiones óptimas de inversión corporativa. En particular, Berk, *et al.* (1999) desarrollan un modelo en el cuál las rentabilidades esperadas están condicionadas por la tasa de interés vigente, el riesgo medio sistemático de los activos y el número y valor de las opciones de crecimiento. Según indica el modelo, el valor de la empresa es el valor de los activos y las opciones de crecimiento. La importancia relativa de activos y las opciones de crecimiento cambian con el tiempo en respuesta a las decisiones óptimas de inversión, cambiando así la exposición al riesgo del capital de la empresa. Cada periodo, las empresas encuentran nuevas oportunidades de inversión, toman decisiones relacionadas con la inversión y pierden activos agotados. Es por esto, que no sólo influyen las opciones de crecimiento en el modelo, sino que cambios en la cartera de activos durante su ciclo de vida, conducen a una explicación del papel del valor de mercado. Estos cambios afectan alterando la importancia relativa de las opciones de crecimiento en comparación con los activos existentes dentro de la empresa. Artículos posteriores perfeccionan los modelos que relacionan riesgo y rentabilidad para cambios en la valoración inducidos por factores microeconómicos o macroeconómicos (Gomes *et al.*, 2003; Carlson *et al.*, 2004 y Zhang, 2004).

A modo de síntesis, podríamos tratar tres hipótesis empíricamente demostradas:

⁶ “Si hay retrasos en los procesos de inversión, la inversión podría no ser incrementada en algunos periodos, pero las órdenes o los planes de inversión aumentan inmediatamente”.

- I. Rentabilidades accionariales actuales están positivamente relacionadas con inversiones futuras. Este hecho se puede analizar desde dos perspectivas distintas – con una tasa de descuento constante y con una variación temporal de esta –. Para el caso de una tasa de descuento constante, si la productividad futura del capital aumenta inesperadamente, el valor accionarial aumenta (reflejando el incremento del valor del capital) y la inversión se incrementa con posterioridad. Si la tasa de descuento es variable, un descenso de ésta implicaría que el precio accionarial aumentara inmediatamente y por consiguiente que la inversión también aumente. Empíricamente, esta hipótesis es demostrada por las investigaciones de Blanchard *et al.* (1993) y utilizando la Q de Tobin en lugar de rendimientos accionariales, Chirinko (1993).
- II. Inversiones actuales están negativamente relacionadas con rentabilidades accionariales futuras. Considerando que los precios se establecen racionalmente, las tasas de descuento y las rentabilidades futuras esperadas son las mismas. Un descenso de la tasa de descuento implicará, un aumento de la inversión y un aumento de la rentabilidad actual, pero también una disminución de la rentabilidad accionarial futura (considerando precios racionales, la variación de la tasa de descuento provocará una variación en el mismo sentido en la rentabilidad accionarial futura). Muestras empíricas de esto son los obtenidos por Cochrane (1991) con datos de la posguerra y por Baker y Wurgler (2000) con datos anuales entre los años 1928 y 1995.
- III. El crecimiento de la inversión está positiva y contemporáneamente correlacionado con los rendimientos accionariales. La rentabilidad de la inversión en una empresa y de invertir en un bien capital debe ser idéntico. La estimación de los rendimientos de la inversión (basado en una forma funcional específica para la proyección y la inversión) es esencialmente una función monótona de rendimiento de inversión. Por lo tanto, crecimiento de la inversión y rendimiento de las acciones debe ser contemporáneamente correlacionado positivamente (Cochrane, 1991). En un mundo de tasas de descuento con escasa varianza, donde los precios de las acciones se mueven mayoritariamente en respuesta a la información sobre la productividad del capital, rendimientos inesperados podrían ser correlacionados con posteriores cambios en inversión, de modo que en un horizonte lo suficientemente largo, rendimientos y

crecimiento de la inversión están correlacionados positivamente. Evidencia de estos hallazgos empíricos son los mostrados por Cochrane (1991) y por Barro (1990) empleando datos anuales agregados de la posguerra.

1.3 ENTORNO Y ORIGEN LEGAL

En las finanzas tradicionales de Miller y Modigliani (1958) los títulos eran reconocidos principalmente por los cash flow que llevaban asociados. Sin embargo, en la actualidad se podría completar que como característica definitoria se deberían incluir las garantías que estos títulos aportan a sus propietarios (Hart, 1995)⁷. Pero la opinión de que los valores están intrínsecamente caracterizados por los derechos que aportan, no es del todo completa. Para complementar la idea se debería de incluir una tercera variable correspondiente a las normas y determinantes legales de las jurisdicciones en las que son emitidos los valores. Teniendo esto en cuenta: ¿ser accionista en Francia da a un inversor los mismos privilegios que serlo en EEUU, la India o México?, ¿un acreedor en Alemania corre la misma suerte cuando no recibe los pagos del prestatario como otro en Sri Lanka o Italia, con el mismo valor de la garantía en todos los casos?

La ley y la calidad de su aplicación son determinantes potenciales de que derechos de seguridad tienen los titulares y cómo de bien son protegidos esos derechos. La protección de los inversores determina su disposición a financiar la empresa. Esto nos llevaría a poder comprender cuestiones como: ¿por qué compañías italianas rara vez son públicas? (Pagano *et al.*, 1998), ¿por qué Alemania tiene un mercado de acciones menor en comparación con sus bancos (grandes y poderosos)? (Edwards y Fischer, 1994), ¿por qué la prima de votación⁸ es pequeña en Suecia ó EEUU y mucho mayor en Italia e Israel? (Levy, 1983; Rydquist, 1987 y Zingales, 1995), ¿por qué las compañías rusas no tienen prácticamente financiación externa? (Boycko *et al.*, 1993) o ¿por qué es tan dispersa la propiedad de la mayoría de compañías americanas y británicas? (Berle y Means, 1932).

⁷ Garantías como por ejemplo el derecho a voto de los consejeros de la empresa, en el caso de los accionistas; o el derecho a tomar posesiones de las garantías cuando la empresa no hace los pagos prometidos, en el caso de los acreedores.

⁸ Diferencia entre el precio de las acciones con elevados derechos de voto y el precio de las acciones con bajos derechos de voto.

Como punto de partida debemos reconocer que las normas relativas al ambiente jurídico y legal de un país no están escritas desde cero, sino que son la herencia de unas pocas familias o tradiciones jurídicas (Watson, 1974). En general los mencionados ambientes pueden provenir de 2 amplias tradiciones – orígenes legales –: la ley común (*common law*), que es de origen inglés y la ley civil (*civil law*), que deriva de las leyes romanas. Dentro del origen civil, hay 3 grandes familias que han originado las nuevas leyes de comercio: francesa, alemana y escandinava. Tanto la ley común como las leyes civiles francesas y alemanas se han extendido por todo el mundo a través de conquistas, imperialismos o imitaciones sutiles. Como resultado de esta propagación de familias legales y la evolución de las leyes, podemos comparar las familias legales a través de un gran número de países. Según comenzábamos el párrafo “las leyes no están escritas desde cero”, apuntaremos que si bien están basadas en el mismo origen legal, cada país tiene sus matizaciones a posteriori. Si bien los estudios agregan que no hay dos naciones exactamente iguales, algunos sistemas legales son suficientemente similares en ciertos aspectos para permitir la clasificación en las familias más importantes. Aunque no hay unanimidad entre los estudiosos del derecho sobre cómo se definen las familias jurídicas, los criterios propuestos y a menudo empleados están los que siguen: (1) antecedentes históricos y desarrollo del sistema legal, (2) teorías y jerarquías de las fuentes legales, (3) la metodología de trabajo de los juristas en los ordenamientos jurídicos, (4) las características de los conceptos legales empleados por el sistema, (5) instituciones legales del sistema y (6) la división que la ley emplea dentro de un sistema (Glendon *et al.*, 1994). Sobre la base de este enfoque, se puede identificar las dos tradiciones jurídicas (ley civil – francesa, alemana o escandinava – o ley común) que rigen multitud de países;

En la tabla siguiente (tabla 1) se presenta la relación de orígenes legales para los países que forman la muestra de la parte empírica del presente trabajo:

ORIGEN	PAÍSES	
Ley Común	Australia	Malasia
	Bangladesh	Nigeria
	Botsuana	Nueva Zelanda
	Canadá	Pakistán
	EEUU	Reino Unido
	Emiratos Árabes Unidos	Singapur
	Hong Kong	Sri Lanka
	India	Sudáfrica
	Irlanda	Tailandia

	Israel	Zambia
	Jamaica	Zimbabwe
	Kenia	
Ley civil alemana	Alemania	Japón
	Austria	Korea
	Bosnia Herzegovina	Letonia
	Bulgaria	Polonia
	China	República Checa
	Croacia	Suiza
	Eslovenia	Taiwán
	Hungría	
Ley civil escandinava	Dinamarca	Noruega
	Finlandia	Suecia
Ley civil francesa	Argentina	Kuwait
	Bélgica	Lituania
	Brasil	México
	Chile	Omán
	Colombia	Países Bajos
	Egipto	Perú
	España	Portugal
	Filipinas	Rumanía
	Francia	Rusia
	Grecia	Túnez
	Indonesia	Venezuela
	Italia	Vietnam
	Jordania	

Tabla 1: Origen legal de los países de la parte empírica (Fuente: Elaboración propia a partir de “Private credit in 129 countries” de Djankov *et al.*, 2007)

La tradición legal civil, o romano – germánica es la más vieja, la más influyente y la más ampliamente distribuida alrededor del mundo. Tiene su origen en la ley romana, utilizando estatutos y códigos integrales como medio principal de ordenar el material legal y depende en gran medida de los estudiosos del derecho determinar y elaborar su reglamento (Merryman, 1969). Los estudiosos legales tipifican tres familias de leyes dentro de la tradición legal civil; francesa, alemana y escandinava. El código comercial francés fue escrito por Napoleón en 1807 y llevado por sus ejércitos a Bélgica, Países Bajos, parte de Polonia, Italia y las regiones occidentales de Alemania. En la era colonial, Francia extendió su influencia legal a Oriente Próximo y del Norte, África sub-sahariana, Indochina, Oceanía y las Islas Francesas del Caribe. La influencia legal francesa ha sido significativa en Luxemburgo, Portugal, España, algunos de los Cantones Suizos e Italia (Glendon *et al.*, 1994).

El código comercial alemán fue escrito en 1897 después de la unificación de Alemania, y quizás porque fue producido varias décadas después, no fue tan

ampliamente adoptado como el código francés. Tiene una importante influencia sobre la teoría legal en Austria, Checoslovaquia, Grecia, Hungría, Italia, Suiza, Yugoslavia, Japón y Corea. Las leyes de Taiwán provienen de China que tomó en gran medida el código alemán durante su modernización.

La familia escandinava suele considerarse como parte de la tradición legal civil, aunque su ley deriva menos de la romana que las familias francesas y alemanas (Zweigert y Kotz, 1987). Aunque los Países Nórdicos tienen códigos civiles que se remontan al siglo XVIII, estos códigos no fueron extendidos. Muchos escritores describen las leyes escandinavas como similares entre sí, pero distintas de otras.

La familia “*common law*” incluye la ley de Inglaterra y otros modelos legales sobre Inglaterra. En países de ley común se encuentran jueces que tienen que resolver disputas específicas. Precedentes de decisiones judiciales, en añadido a las contribuciones de los estudiosos, forman la “*common law*”.

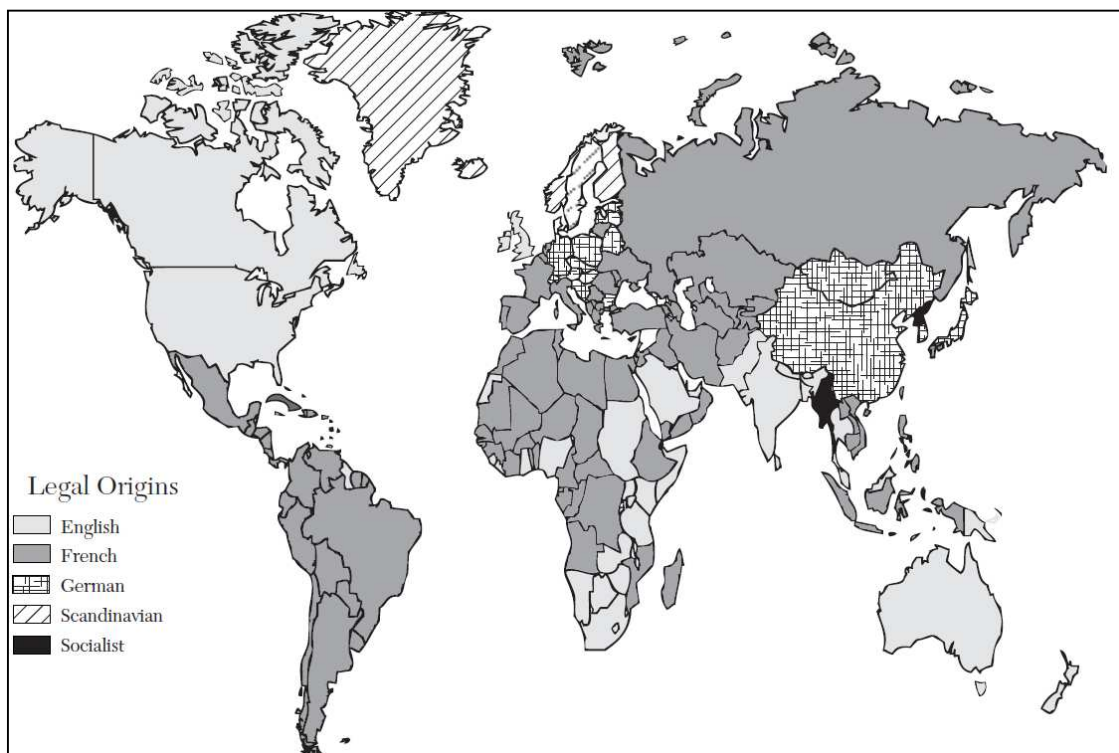


Fig. 3 : Distribución de los orígenes legales (Fuente: “The economic consequences of legal origins” de La Porta, López de Silanes y Shleifer, 2008)

Para evaluar las leyes resulta especialmente atractivo analizar tanto los derechos de los accionistas como de los acreedores. Por parte de los accionistas, normas que cubren los derechos de voto – en el caso de participación en el voto corporativo – o protección legal en el caso de expropiación por parte de los directivos. En el caso de los

acreedores, algunas de esas normas cubren la seguridad del préstamo, la capacidad de captar recursos en caso de incumplimiento del préstamo o la incapacidad de la dirección para buscar la protección de los acreedores. Es el momento de matizar, que un menor número de leyes podría ser corregido por una fuerte aplicación de éstas, sin embargo en las aportaciones empíricas de La Porta, López de Silanes y Shleifer (1998) no se manifiesta el caso. Una alta concentración de propiedad podría ser el reflejo de una pobre protección del inversor. Muestra de esta última hipótesis es la fuerte correlación negativa entre concentración de propiedad (medida por la participación combinada de los tres mayores accionistas) y la calidad de la protección legal de los inversores (Shleifer y Vishny, 1998).

1.3.1 *Derechos de accionistas*

Debido a que los accionistas ejercen sus poderes en la votación de directores y sobre cuestiones corporativas, expertos se centran en los procedimientos de votación para la evaluación de los derechos de los accionistas. A su vez, los inversores estarán mejor protegidos cuando los derechos de dividendo estén estrechamente vinculados a los derechos de voto (Grossman y Hart, 1998 y Harris y Raviv, 1995). Hay algunas variantes del principio “una acción – un voto” que las leyes de diferentes países acomodan. Las compañías pueden emitir acciones sin voto, acciones con bajo y alto voto, acciones de fundadores con extremadamente altos derechos de voto o acciones cuyos votos se incrementan según se mantienen más tiempo, como en Francia. Las compañías pueden restringir el número total de votos que dan a algún accionista, realizar asambleas, independientemente de cuantos votos controlen. Decimos que un país tiene “una acción – un voto” si ninguna de estas prácticas es permitida por la ley.

Los siguientes seis derechos, a los cuales nos referimos como derechos antidirector “*antidirector rights*” de La Porta *et al.* (1998), miden cuánto de fuertes son los favores hacia los accionistas minoritarios en contra de los directivos en el proceso de toma de decisiones corporativas, incluyendo el proceso de votación. Estos seis derechos toman forma de variable binaria, siendo “1” si son favorables para los accionistas y “0” en el caso de que no lo sean.

- i. En algunos países los accionistas deberían aparecer en persona o enviar un representante autorizado al encuentro entre accionistas para poder votar. En otros países, en contraste, pueden enviar su voto directamente a la empresa que a

la vez les permite ver la información relevante y hace que sea más fácil emitir sus votos. Este primer índice refleja la facilidad de votación de los accionistas. Será “1” si el país permite a los accionistas delegar su voto y “0” en el resto de supuestos.

- ii. En algunos países las leyes requieren que los accionistas depositen sus acciones en la corporación o en un intermediario financiero unos días antes de la asamblea. Las acciones se mantienen en custodia hasta unos días después de la asamblea. Esta práctica permite que los accionistas no vendan sus acciones en torno a la asamblea y se les mantiene con derecho a voto. Este segundo índice se enmarca dentro de la libertad de negociación de las acciones durante una junta de accionistas. Tomará el valor “1” cuando los accionistas no estén obligados a depositar sus acciones con anterioridad a la junta general de accionistas y “0” en el resto de casos.
- iii. Cierta número de países permiten el voto acumulativo para directores y mecanismos de representación proporcional en el consejo, para los intereses de los accionistas minoritarios podrían nombrar un número proporcional de directivos. El efecto de esta norma, en principio, da mayor poder a los accionistas minoritarios para nombrar a sus representantes en la junta de directivos. Se trata de tener la posibilidad de elegir a los directores a través de un mecanismo de voto acumulativo o la representación proporcional de las minorías en las juntas de accionistas. Tomará el valor “1” cuando el país permita el voto acumulativo o la representación proporcional de las minorías en la junta de directores y “0” en otros supuestos.
- iv. Algunos países proporcionan mecanismos legales a los accionistas minoritarios frente a la opresión recibida por los directivos (hechos que son ilegales en todos los países). Estos mecanismos podrían incluir el derecho a impugnar las decisiones directivas en los tribunales o el derecho para obligar a la empresa a recomprar acciones de los accionistas minoritarios que se oponen a ciertas decisiones fundamentales de la administración de la asamblea de accionistas, tales como fusiones o ventas de activos. Se valora por tanto un mecanismo de quejas para los accionistas minoritarios oprimidos, como una clase activa de pleitos o derechos de tasación para la toma de decisiones corporativas. Será “1”

si existen en el lugar mecanismos para las minorías oprimidas y “0” en caso de que no existan.

- v. En ciertos países se concede a los accionistas un derecho de preferencia para comprar nuevas emisiones de valores, que sólo podrá ser denegado por el voto de los accionistas. Este derecho tiene por objeto proteger a los accionistas de la dilución, por lo que se emiten acciones a los inversores favorecidos por debajo de los precios de mercado. Se valora la protección de los accionistas minoritarios frente a los nuevos accionistas. Para ello la variable tomará el valor “1” cuando los accionistas tengan un derecho de suscripción preferente, que sólo puede ser suspendido por la asamblea de accionistas y “0” si no se posee.
- vi. El sexto índice hace referencia al porcentaje de votos necesario para convocar una junta extraordinaria de accionistas. Presumiblemente, el mayor valor de este porcentaje implicará una mayor dificultad para los accionistas minoritarios a la hora de organizar una reunión para debatir o derrocar a la gestión. Este porcentaje varía desde un 3% para Japón hasta un 33% para México. Se otorgará “1” a la variable binaria en caso de que el porcentaje mínimo de capital social que da derecho a los accionistas a pedir una asamblea extraordinaria es menor o igual al 10%.

Finalmente se engloban estos seis índices en una puntuación conjunta, cuyos rangos van desde 0 para Bélgica a 5 para Canadá y EEUU, por ejemplo.

En la tabla que sigue (tabla 2) se muestran la relación de puntuaciones correspondientes a los países de la muestra que serán tratados en la parte empírica:

(1) “1” Si se permite a los accionistas delegar el voto, “0” en caso contrario. (2) “1” Si los accionistas no depositan sus acciones en fechas próximas a las juntas, “0” en caso contrario. (3) “1” Si se permite voto acumulativo / representación proporcional de minorías, “0” en caso contrario. (4) “1” Si existen mecanismos para las minorías oprimidas, “0” en caso contrario. (5) “1” Si existen derechos de suscripción preferentes, “0” en caso contrario. (6) % Accionarial para convocar una junta de accionistas. Para el computo global será “1” si es igual o menor a 10 y “0” en caso contrario. El total de derechos antidirector es la suma de los derechos individuales ya tratados								
PAÍS	ORIGEN	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	Total Antidirector
Alemania	Ley Civil Alemana	0	0	0	0	0	5	1
Austria	Ley Civil Alemana	0	0	0	0	1	5	2
Japón	Ley Civil Alemana	0	1	1	1	0	3	4
Korea	Ley Civil Alemana	0	0	0	1	0	5	2
Polonia	Ley Civil Alemana							3
República Checa	Ley Civil Alemana							2
Suiza	Ley Civil Alemana	0	0	0	0	1	10	2
Taiwán	Ley Civil Alemana	0	0	1	1	0	3	3
	Ley Civil Alemana	0	0.17	0.33	0.50	0.33	5.16	2.44

Dinamarca	Ley Civil Escandinava	0	1	0	0	0	10	2
Finlandia	Ley Civil Escandinava	0	1	0	0	1	10	3
Noruega	Ley Civil Escandinava	1	1	0	0	1	10	4
Suecia	Ley Civil Escandinava	0	1	0	0	1	10	3
Ley Civil Escandinava		0.25	1	0	0	0.75	10	3
Argentina	Ley Civil Francesa	0	0	1	1	1	5	4
Bélgica	Ley Civil Francesa	0	0	0	0	0	20	0
Brasil	Ley Civil Francesa	0	1	0	1	0	5	3
Chile	Ley Civil Francesa	0	1	1	1	1	10	5
Colombia	Ley Civil Francesa	0	1	1	0	1	25	3
Egipto	Ley Civil Francesa	0	1	0	0	0	10	2
España	Ley Civil Francesa	0	0	1	1	1	5	4
Filipinas	Ley Civil Francesa	0	1	1	1	0		3
Francia	Ley Civil Francesa	1	0	0	0	1	10	3
Grecia	Ley Civil Francesa	0	0	0	0	1	5	2
Indonesia	Ley Civil Francesa	0	1	0	0	0	10	2
Italia	Ley Civil Francesa	0	0	0	0	1	20	1
Jordania	Ley Civil Francesa	0	1	0	0	0	25	1
México	Ley Civil Francesa							1
Países Bajos	Ley Civil Francesa	0	0	0	0	1	10	2
Perú	Ley Civil Francesa	0	1	1	0	1	20	3
Portugal	Ley Civil Francesa	0	1	0	0	1	5	3
Venezuela	Ley Civil Francesa	0	1	0	0	0	20	1
Ley Civil Francesa		0.06	0.59	0.35	0.29	0.59	12.81	2.39
Australia	Ley Común	1	1	0	1	0	5	4
Canadá	Ley Común	1	1	1	1	0	5	5
EEUU	Ley Común	1	1	1	1	0	10	5
Hong Kong	Ley Común	1	1	0	1	1	10	5
India	Ley Común	0	1	1	1	1	10	5
Irlanda	Ley Común	0	1	0	1	1	10	4
Israel	Ley Común	0	1	0	1	0	10	3
Kenia	Ley Común	0	1	0	1	0	10	3
Malasia	Ley Común	0	1	0	1	1	10	4
Nigeria	Ley Común	0	1	0	1	0	10	3
Nueva Zelanda	Ley Común	1	1	0	1	0	5	4
Pakistán	Ley Común	0	1	1	1	1	10	5
Reino Unido	Ley Común	1	1	0	1	1	10	5
Singapur	Ley Común	0	1	0	1	1	10	4
Sri Lanka	Ley Común	0	1	0	1	0	10	3
Sudáfrica	Ley Común	1	1	0	1	1	5	5
Tailandia	Ley Común	0	1	1	0	0	20	2
Zimbabwe	Ley Común	0	1	0	1	0	5	3
Ley Común		0.39	1	0.28	0.94	0.44	9.16	4
MEDIA TOTAL		0.2	0.73	0.29	0.56	0.51	10.02	3.04

Tabla 2: Derechos Antidirector de los países de la parte empírica (Fuente: Elaboración propia a partir de "Law and Finance" de La Porta *et al.*, 1998)

Realizando un análisis a los datos de la tabla 2 podemos encontrar tres grados de aplicación de los diferentes ítems de los derechos de los accionistas minoritarios. La extensión tanto del derecho a delegar el voto, como la aplicación del voto acumulativo – o representación proporcional de minorías en las juntas de directores – están muy poco extendidas (sólo un 20 y 29% de países respectivamente las aplican). En un rango superior, se encuentran los mecanismos de protección de minorías oprimidas y los derechos de suscripción, extendidos a un 56% y 51% de los países respectivamente. Sin embargo, el derecho más extendido con una notable diferencia (73% de los países) es el derecho de exención de depósito de las acciones en los días cercanos a las juntas de accionistas.

La media de las variables de derechos de accionistas son significativamente diferentes entre las diferentes familias legales. La única variable que es similar y poco común en todas (y que nunca sucede en los países escandinavos) es la existencia de los votos acumulativos o representación proporcional, que abarca un rango del 28 al 35% de los países. Sin embargo, para el resto de variables, las diferencias entre los derechos de los accionistas y el origen legal son mucho más sustanciales.

Los dos hallazgos específicos más relevantes son los siguientes. Primero, visualizando de forma conjunta todas las dimensiones de los derechos antidirector, los países con ley común son los que ofrecen la mejor protección legal para los accionistas con un promedio global de 4. Son los que más desarrollado tienen la delegación del voto (39% de los países) y los mecanismos de defensa de minorías oprimidas (94% de los países) además de ser los que menos porcentaje accionarial necesitan para convocar una junta de accionistas (9.16%), excluyendo los países donde reina la ley civil alemana. La única dimensión sobre la cual los países con ley común no son específicamente protectores es en la existencia de derechos de suscripción preferente para los accionistas (44%). Un segundo hallazgo, a través de estas variables, es que la peor protección legal para los accionistas recae sobre los países con ley civil francesa, con un promedio global de 2.39. Destaca su mínima protección en la delegación de votos (6% de los países), los bajos mecanismos de protección de minorías oprimidas (29% de los países), además de ser la familia legal en la que más proporción accionarial se debe poseer para convocar una junta de accionistas (12.81%). Estos resultados sugieren que los accionistas de los dos regímenes jurídicos más extendidos – ley común y ley civil francesa – operan en ambientes legales muy diferentes.

Los países de ley civil alemana no son particularmente protectores de los accionistas, pues están muy ligeramente por encima de la ley civil francesa – que ofrece la peor protección – (2.44 frente a 2.39). Los países regidos por ley civil alemana no dejan en ningún caso que sus accionistas deleguen los votos, además sólo un 17% de los países permiten evitar el depósito de las acciones cuando se acercan juntas de accionistas y sólo en un tercio de los países existen los derechos de suscripción. En el lado más favorable, destaca que tan sólo se necesita un 5.16% de porcentaje accionarial para convocar una junta de accionistas. En cuanto a los dominios de la ley civil escandinava, ningún país presenta protección para las minorías oprimidas, existiendo una restricción total para la votación acumulativa o mecanismos de representación proporcional y sólo Noruega permite el voto por correo. Al mismo tiempo, los países escandinavos no bloquean las acciones antes de una junta de accionistas y solamente Dinamarca no otorga derechos de suscripción preferentes.

En resumen, los países con ley común son los más fuertes relativamente hablando, y los países de ley civil francesa son los más pobres en cuanto a protección de accionistas se refiere.

Por otra parte, en diversas investigaciones se expone que la extensión de la protección legal de los inversores en un país es un determinante importante del desarrollo de sus mercados financieros. En los países de gran protección legal para los inversores externos – y que evidentemente dichas leyes sean aplicadas –, los inversores están dispuestos a financiar empresas, siendo los mercados financieros más amplios y valiosos. En contraste, en los países donde las leyes no protegen a los inversores, el desarrollo de los mercados financieros es pobre. Complementando esto, las diferencias sistemáticas entre los países en cuanto a estructura legal – fundamentado inicialmente con el origen de las leyes – y su aplicación o cumplimiento, es un factor clave para las diferencias en el desarrollo financiero (La Porta *et al.*, 1998). Cuando los derechos de los inversores están mejor protegidos por la ley, estos están dispuestos a pagar más por financiar activos como acciones (patrimonio) y deuda. Están dispuestos a pagar más porque reconocen que con una protección legal mejor, más beneficios de la empresa retornarían a ellos, en lugar de ser expropiados por el accionista mayoritario o miembros de la gerencia. Con la limitación de la expropiación, la ley eleva el precio de los títulos a los que las acciones de la empresa cotizan en mercado. A su vez, esto permite que más empresarios financien sus inversiones externamente, expandiendo los mercados

financieros. Aunque el beneficio último de la protección legal es para el inversor en el desarrollo financiero ha sido bien documentado, el efecto de la protección en la valoración ha recibido menos atención.

Resulta importante reconocer las diferencias en la estructura de propiedad y control en las empresas dentro y a través de los países, debido a que estas diferencias influyen en el poder, así como en los incentivos de los accionistas mayoritarios para expropiar a los minoritarios. El poder de los accionistas mayoritarios para la expropiación de los inversores minoritarios es moderado por sus incentivos financieros, para tratar de que no se produzca. Una importante fuente de tales incentivos, es la propiedad del cash flow por parte de los accionistas mayoritarios. Considerando el principio de que la expropiación es costosa (Burkart *et al.*, 1998) se determina que altos valores de cash flow en propiedad conducen a una menor expropiación, en igualdad de condiciones. La Porta *et al.* (2002) complementan los estudios mostrando empíricamente que la mejor protección del accionista está asociada a una mayor valoración de los activos empresariales. Este hallazgo proporciona apoyo para la importancia cuantitativa de la expropiación de accionistas minoritarios, así como el rol de la ley limitando dicha expropiación. De manera similar, en el mismo estudio, surgen evidencias de que altos incentivos de propiedad de cash flow son asociados con altas valoraciones.

1.3.2 *Derechos de acreedores*

Conceptualmente los derechos de acreedores son más complejos que los derechos de los accionistas. La principal diferencia es que existen diferentes tipos de acreedores – que se podrían clasificar en garantizados y no garantizados –, así protegiendo los derechos de unos acreedores podría surgir un efecto de reducción de los derechos de los otros. En la evaluación de los derechos de acreedores tomaremos como referencia el punto de vista de los altos acreedores garantizados, debido a que la mayor parte de la deuda en el mundo tiene ese carácter.

El derecho más básico de un acreedor con garantía, en caso de incumplimiento, es el derecho a recuperar la posesión, para posteriormente liquidar o mantener (Hart, 1995). En algunos países, las leyes hacen que sea difícil para los acreedores recuperar esas garantías, en parte debido a que tal recuperación conduce a la liquidación de las empresas, que se considera socialmente indeseable. En estos países, los acreedores aún

pueden tener poderes frente a los deudores con su voto en las decisiones sobre cómo reorganizar la empresa. El debate entre la reorganización y la liquidación desde el punto de vista social ha sido amplia (Aghion *et al.*, 1992; White, 1993 o Baird, 1995), debatiéndose la cuestión de si los dos procedimientos – reorganización y liquidación – son necesarios, o si por el contrario sólo se necesita uno para proteger a los acreedores. De esta manera, un país con un perfecto procedimiento de liquidación pero con una reorganización totalmente inefectiva podría ser extremadamente protector para los acreedores, simplemente porque la reorganización nunca es empleada.

Para evaluar los derechos de acreedores, empleamos el índice de derechos de acreedores (“*Creditor Rights*”) de La Porta *et al.* (1998), que abarcan tanto la reorganización y liquidación, debido a que casi todos los países dependen en cierta medida de ambos procedimientos. Son cuatro los *creditor rights* tal y como se detallan a continuación:

- i. En algunos países el procedimiento de reorganización supone una suspensión automática de los activos, evitando así que los acreedores garantizados obtengan posesión de la garantía del préstamo. Esta norma protege obviamente a administradores y acreedores no garantizados frente a los acreedores garantizados. En Grecia por ejemplo, acreedores garantizados tienen derecho a embargar su propiedad cuando finaliza la demanda y no cuando el prestatario incumple (Houghton y Atkinson, 1993). En otros países, en contraste, acreedores garantizados pueden materializar la garantía de las empresas cuando están siendo reorganizadas, sin esperar a la finalización, un derecho que les aporta valor. Será “1” si no existe suspensión automática de los activos en los casos de reorganización y “0” en caso contrario.
- ii. Algunos países no aseguran al acreedor garantizado el derecho a las garantías en la reorganización. En estos países, ciertamente raros, el derecho al reintegro de la garantía, está supeditado a gobierno y trabajadores – entre otros –, que tienen prioridad absoluta sobre ellos. En México por ejemplo, los diversos grupos sociales tienen que ser pagados antes que los acreedores con garantía real, a menudo quedando sin activos para hacer frente a la reposición de las garantías. La variable tomará el valor “1” si los acreedores son los primeros en tomar sus garantías y “0” en caso de que no lo sean.

- iii. La gestión en algunos países puede buscar la protección de los acreedores de manera unilateral mediante reorganizaciones, sin el consentimiento del acreedor. Esto da a la dirección una gran cantidad de poder. En otros países, en contraste, el consentimiento de los acreedores es necesario para solicitar la reorganización, y por lo tanto los administradores no pueden escapar tan fácilmente de las demandas de los acreedores. Será “1” si existen restricciones a la reorganización sin contar con acreedores y “0” si no existen tales restricciones.
- iv. Por último, en algún país, la gestión se mantiene en espera de la resolución del procedimiento de reorganización, mientras que en otros países, como Malasia, la gestión se sustituye por una parte designada por el tribunal o los acreedores. De esta manera, intervenir en la decisión de la gerencia provisional puede mejorar el poder de los acreedores. Tomará el valor “1” si la administración no se mantiene en la gestión durante la reorganización y “0” si la administración se mantiene.

En la tabla que sigue (tabla 3) se muestran la relación de puntuaciones correspondientes a los países de la muestra que serán tratados en la parte empírica:

(1) “1” Si no existe suspensión automática de activos en los casos de reorganización, “0” en caso contrario. (2) “1” Si los acreedores son los primeros en tomar sus garantías, “0” en caso contrario. (3) “1” Si existen restricciones a la reorganización sin contar con acreedores, “0” en caso contrario. (4) “1” Si la administración no se mantiene en la gestión durante la reorganización, “0” en caso contrario. El total de derechos de acreedor (<i>creditor rights</i>) es la suma de los derechos individuales ya tratados						
PAÍS	ORIGEN	(1)	(2)	(3)	(4)	Creditor Rights
Alemania	Ley Civil Alemana	1	1	1	0	3
Austria	Ley Civil Alemana	1	1	1	0	3
Bosnia Herzegovina	Ley Civil Alemana					3
Bulgaria	Ley Civil Alemana					2
China	Ley Civil Alemana					2
Croacia	Ley Civil Alemana					3
Eslovenia	Ley Civil Alemana					3
Hungría	Ley Civil Alemana					1
Japón	Ley Civil Alemana					2
Korea	Ley Civil Alemana	1	1	0	1	3
Letonia	Ley Civil Alemana					3
Polonia	Ley Civil Alemana					1
República Checa	Ley Civil Alemana					3
Suiza	Ley Civil Alemana	0	1	0	0	1
Taiwán	Ley Civil Alemana	1	1	0	0	2
	Ley Civil Alemana	0.8	1	0.4	0.2	2.33
Dinamarca	Ley Civil Escandinava	1	1	1	0	3
Finlandia	Ley Civil Escandinava	0	1	0	0	1
Noruega	Ley Civil Escandinava	0	1	1	0	2
Suecia	Ley Civil Escandinava	0	1	1	0	2
	Ley Civil Escandinava	0.25	1	0.75	0	2
Argentina	Ley Civil Francesa	0	1	0	0	1

Bélgica	Ley Civil Francesa	1	1	0	0	2
Brasil	Ley Civil Francesa	0	0	1	0	1
Chile	Ley Civil Francesa	0	1	1	0	2
Colombia	Ley Civil Francesa	0	0	0	0	0
Egipto	Ley Civil Francesa	1	1	1	1	4
España	Ley Civil Francesa	1	1	0	0	2
Filipinas	Ley Civil Francesa	0	0	0	0	0
Francia	Ley Civil Francesa	0	0	0	0	0
Grecia	Ley Civil Francesa	0	0	0	1	1
Indonesia	Ley Civil Francesa	1	1	1	1	4
Italia	Ley Civil Francesa	0	1	1	0	2
Jordania	Ley Civil Francesa					1
Kuwait	Ley Civil Francesa					3
Lituania	Ley Civil Francesa					2
México	Ley Civil Francesa	0	0	0	0	0
Omán	Ley Civil Francesa					0
Países Bajos	Ley Civil Francesa	0	1	1	0	2
Perú	Ley Civil Francesa	0	0	0	0	0
Portugal	Ley Civil Francesa	0	1	0	0	1
Rumanía	Ley Civil Francesa					2
Túnez	Ley Civil Francesa					0
Venezuela	Ley Civil Francesa					3
Vietnam	Ley Civil Francesa					1
Ley Civil Francesa		0.25	0.56	0.38	0.19	1.42
Australia	Ley Común	0	1	0	0	1
Bangladesh	Ley Común					2
Botsuana	Ley Común					3
Canadá	Ley Común	0	1	0	0	1
EEUU	Ley Común	0	1	0	0	1
Emiratos Árabes Unidos	Ley Común					2
Hong Kong	Ley Común	1	1	1	1	4
India	Ley Común	1	1	1	1	4
Irlanda	Ley Común	0	1	0	0	1
Israel	Ley Común	1	1	1	1	4
Jamaica	Ley Común					2
Kenia	Ley Común	1	1	1	1	4
Malasia	Ley Común	1	1	1	1	4
Nigeria	Ley Común	1	1	1	1	4
Nueva Zelanda	Ley Común	1	0	1	1	3
Pakistán	Ley Común	1	1	1	1	4
Reino Unido	Ley Común	1	1	1	1	4
Singapur	Ley Común	1	1	1	1	4
Sri Lanka	Ley Común	1	0	1	1	3
Sudáfrica	Ley Común	0	1	1	1	3
Tailandia	Ley Común	1	1	0	1	3
Zambia	Ley Común					1
Zimbabwe	Ley Común	1	1	1	1	4
Ley Común		0.72	0.89	0.72	0.78	2.87
MEDIA TOTAL		0.51	0.79	0.56	0.42	2.17

Tabla 3: Derechos de Acreedores (*creditor rights*) de los países tratados en la parte empírica (Fuente: Elaboración propia a partir de "Law and Finance" de La Porta *et al.*, 1998)

En términos generales, la protección de los derechos de los acreedores aquí analizados, son ligeramente superiores que la protección de los accionistas tratada con anterioridad (54.25% frente a 50.67%). En torno a la mitad de los países no cuentan con una suspensión automática de los activos (51% de los países), el 79% de los países pagan al acreedor garantizado en primer lugar, más de la mitad (56%) restringen el derecho unilateral de los gerentes para llevar a cabo la reorganización y el 42% sustituyen la administración durante los procesos de reorganización.

Analizando, igual que en el subcapítulo anterior, de forma cruzada la valoración de los derechos en función del origen legal de los países podemos obtener ciertas conclusiones. Los países de ley común ofrecen una mayor protección legal para los acreedores en contraposición a los administradores (2,87). En un 72% de los países no existe suspensión automática de activos – sólo superado por países de ley civil alemana –, en el 89% de los países son los acreedores los primeros en cobrar las garantías, además es donde más extendida está la restricción de reorganizaciones de forma unilateral (72%) y donde más países no permiten mantener la administración de la empresa durante la reorganización (78%).

Los países de ley civil francesa ofrecen a los acreedores la peor protección. Estos son los que menos extendido tienen el derecho de que los acreedores tomen sus garantías en primer lugar o donde menos restricciones existen a la reorganización unilateral por parte de la corporación (con un 56 y 38% de los países respectivamente).

Los países de ley civil alemana son muy sensibles a los acreedores garantizados al no permitir la suspensión automática y hacerles tirar la garantía. Como consecuencia de hacer fácil la liquidación, estos países dependen menos de la reorganización de las empresas morosas y por lo tanto son blandos con estas empresas, permitiendo continuar a los administradores que las dirigían previamente, sin que sean un gran problema.

En la totalidad de los países escandinavos los acreedores son los primeros en tomar sus garantías, pero también en todos se mantiene la administración durante los procesos de reorganización.

Comparando las dos últimas tablas (2 y 3), podemos ver que el ranking de familias legales es de elevada similitud para la protección de los acreedores y los accionistas. No se da el caso de que algunas familias jurídicas protejan a los accionistas y otras a los acreedores. La única excepción posible es que los países de ley civil

alemana presentan una mayor protección para los acreedores que para los accionistas. En resumen, se constata que las leyes difieren a través de los países y en particular difieren porque provienen de familias legales diferentes. Hablando en términos relativos, los países de ley común son los más protectores, mientras que los países de ley civil francesa son los menos protectores. Los países de ley civil alemana se sitúan en un escalón intermedio, aunque más cerca del grupo de ley civil. Podríamos resaltar, a modo de excepción, las fuertes protecciones que los países de ley civil alemana permiten a los acreedores garantizados. Los países escandinavos se encuentran también en un punto intermedio.

1.4 APERTURA ECONÓMICA

Entendemos la apertura económica como el proceso a través del cual la economía se ajusta a las nuevas realidades del mercado y sus relaciones sociales, así como transformaciones comerciales y tecnológicas mundiales. Implica la homologación de la economía con la de los principales centros de desarrollo económico, para lo cual se requiere fortalecer la inversión privada e incentivar la inversión foránea, eliminando las regulaciones y el control de precios nacionales además de reducir restricciones en los campos financieros, fiscales, comerciales, de inversión y monetarios.

Estudios anteriores, sugieren que el coste de capital disminuiría con la liberalización del mercado de capitales, reflejando una distribución de riesgo más eficiente (Alexander *et al.*, 1987 y Henry, 2000). Menores costes de capital, a su vez, podrían transformar algún proyecto de inversión con un VAN previo negativo, en un proyecto con un VAN positivo después de la liberalización. Sin embargo, como medidas cuantitativas del desempeño de la apertura económica de un país podríamos optar por la suma de importaciones y exportaciones, o bien por el “*cross listing*”⁹. Como muestra Lang *et al.* (2003), el empleo del “*cross listing*” puede mejorar los entornos de información de la empresa (más cobertura de analistas, aumento de precisión en las previsiones...) y por lo tanto podría conducir a una mejora de la valoración empresarial. Una apertura del comercio podría también impulsar la valoración corporativa ya que permite a las empresas especializarse en las áreas de

⁹ Negociación y cotización de un activo en más de un mercado (generalmente acciones de empresas, siendo los mercados más representativos elegidos los EEUU y Reino Unido).

producto donde tienen ventajas competitivas y así obtener ganancias a nivel mundial antes que a nivel local. Se reconoce, sin embargo, que empresas operando en mercados globales abiertos están también expuestas a la competencia extranjera y sus márgenes de beneficios pueden ser exprimidos como resultado de esta competencia.

Para ofrecer una explicación teórica de la evolución de la valoración empresarial en función de la apertura comercial, optamos como parámetro de medida de la apertura comercial y por extensión como medio de explicación, por el *cross listing*. Podríamos preguntarnos ¿por qué por lo menos una de las 10 mayores compañías en la mayoría de países – que no sean estadounidenses – decide que sus acciones coticen en los mercados estadounidenses? A priori, los directivos perciben varios beneficios en la cotización estadounidense. En particular, mencionan que las empresas se benefician de unos menores costes de capital, dándoles acceso a mercados de capitales extranjeros, incrementándose su capacidad de obtener capital, incrementar su base de accionistas, aumentar la liquidez de sus acciones, añadir visibilidad y prestigio (Mittoo, 1992 y Fanto y Karmel, 1997). Al mismo tiempo, los costes asociados al *cross listing* son pequeños en comparación con los beneficios.

Si cabe, la cuestión más relevante es como afecta el *cross listing* a la valoración de las empresas, para lo cual comparamos el valor de empresas extranjeras de los mercados estadounidenses con el de otras empresas que no cotizan en él. Según Doidge, Karolyi y Stulz (2001), empleando la base de datos universal “*Worldscope*”, determinaron que la ratio Q de Tobin de las empresas con acciones en *cross listing* es un 16.5% superior, de forma promedia, de las que no lo practican.

La literatura más temprana sobre *cross listing* fue construida empleando perspectivas internacionales de modelos de valoración de activos con barreras a la inversión internacional. En estos modelos, una empresa localizada en un país que no está plenamente integrado en el mercado de capitales, normalmente presenta unos costes de capital elevados porque el riesgo es soportado únicamente por inversores de su país. Si la empresa encuentra una manera de hacer que sea menos costoso para los inversores extranjeros poseer sus acciones, estos inversores compartirán algunos riesgos de la empresa y por lo tanto, el coste de capital de la empresa cae. Desde esta perspectiva, el *cross listing* es un camino para las empresas que pretendan hacer sus acciones más accesibles a inversores extranjeros y ser empleadas también para reducir su coste de

capital. Por ejemplo, en el supuesto de que dos empresas con los mismos cash flow esperados en el horizonte temporal, pero una pone en el mercado de capitales estadounidense cierta participación accionarial a disposición de los inversores y la otra no, es precisamente la primera la que tendrá una mayor valoración.

Hay cuatro hipótesis alternativas que también han tratado de explicar los beneficios de que empresas extranjeras coticen en grandes mercados de capitales como el de EEUU o el del Reino Unido. La primera de estas hipótesis, dirigida por Karolyi (1999), evidencia que el *cross listing* en mercados de valores estadounidenses crea valor para las empresas si se amplía su base de accionistas. Cuando la base de accionistas de la empresa es ampliada, el riesgo de la empresa es compartido por más accionistas, lo que reduce el coste de capital de la empresa. La principal diferencia entre la hipótesis de la base de accionistas y la hipótesis de la segmentación del mercado de capitales es que esta reconoce que una simple enumeración de las acciones en los EEUU no implica que los accionistas lleguen a ser significativos. Inversores estadounidenses pueden elegir mantenerse alejados de las acciones de cuyas empresas no tengan información suficiente.

La segunda hipótesis, a cargo de Lins *et al.* (2000), es que las empresas extranjeras cotizando en los mercados de capitales estadounidenses ganan valor porque evitan los mercados de capitales locales subdesarrollados. Por lo tanto, la mayor liquidez y eficiencia de los mercados de capitales estadounidenses o británicos es valiosa para aquellas empresas que desean incrementar sus fondos. Lins *et al.* (2000) muestran que las empresas listadas en EEUU llegan a tener menos limitación del crédito como resultado de esto y que su inversión depende menos de su cash flow después de entrar en el mercado de capitales de EEUU que antes. Esta hipótesis crea el punto crítico de que las empresas listadas en EEUU, disfrutan de una ganancia de acceso a capital. Indirectamente sugiere que las empresas que más se benefician de esto son aquellas que presentan unas mejores oportunidades de inversión.

Una tercera hipótesis sugiere que la divulgación de la información juega un rol importante en la decisión de salir a mercados de capitales. Los modelos de Cantale (1996), Fuerst (1998) y Moel (1999) asumen una asimetría informativa o información incompleta (similar a la hipótesis de los accionistas base) y establecen un equilibrio de señalización, en el que las empresas tratan de comunicar su información privada en

cuanto a su calidad a los inversores externos para colocar sus acciones en los mercados extranjeros. Los mercados en todo el mundo asumen diferencias en términos del nivel de divulgación de información y mayores niveles de transparencia requeridos por algunos mercados, como el EEUU, reducen el coste asociado a los accionistas externos de monitorizar las acciones de los directivos. Como resultado, estos mercados proporcionan una mayor valoración a las empresas.

La cuarta hipótesis, lanzada por Coffee (1999), Stulz (1999) y Reese y Weisbach (2001), es que los mercados estadounidenses mejoran la protección de los inversores de empresas que provienen de países con una pobre protección de inversores y reducen los costes de agencia de control de accionistas. Existen documentos que proporcionan cierta evidencia de que la protección de inversores difiere a través de países y que la protección de los inversores es relevante para cómo las empresas están gobernadas y financiadas (La Porta *et al.*, 2000). Una pobre protección del inversor está asociada con mercados financieros poco desarrollados, altos costes de financiación externa y beneficios privados del control más valiosos. Comparado con el resto del mundo, los inversores están extremadamente bien protegidos en EEUU. Existen limitaciones para los inversores de las empresas extranjeras que cotizan en EEUU, en beneficio de las leyes y reglamentos estadounidenses. Por ejemplo, los accionistas de una empresa cotizada extranjera en EEUU pueden enfrentarse a obstáculos importantes en la obtención de la indemnización concedida por un tribunal estadounidense si los activos de la empresa en EEUU son pequeños en relación a los perjuicios (Siegel, 2001).

Cuando una empresa tiene elevados costes de agencia del accionista mayoritario, el acceso al mercado de capitales público puede ser muy caro. Esto es debido a que los proveedores de capital esperan que una parte significativa del cash flow de la empresa sea expropiada por el accionista mayoritario, por lo que sólo estarán dispuestos a pagar un precio por valores emitidos por la empresa que reflejen sus expectativas acerca de la medida de expropiación futura de los cash flow. Consecuentemente, muchas empresas encontrarán dificultades o incluso les será imposible financiar proyectos que requieran grandes cantidades de capital externo. Los accionistas mayoritarios de empresas que tienen oportunidades de crecimiento, que pueden ser aprovechadas sólo a través de la emisión de títulos en los mercados públicos, tendrán que encontrar la manera de alinear mejor los incentivos con los de los accionistas minoritarios. Existen mecanismos disponibles para que los accionistas mayoritarios se vinculen a sí mismos una menor

porción de beneficios privados. En particular, ellos pueden incurrir en el coste de desarrollar una reputación de no extraer grandes beneficios personales del control, pueden utilizar la deuda para ser objeto de monitorización de los acreedores, pueden comprometerse con una política de alta divulgación o pueden cotizar en el mercado estadounidense.

Las oportunidades de crecimiento que atraen a un accionista de control para que obtenga menores beneficios privados tienen que ser más valiosas en los países con peores derechos para los inversores, ya que el accionista de control obtiene mayores beneficios privados en estos países. Cabe esperar por esto, que la proporción de empresas foráneas listadas en los mercados de capitales estadounidenses esté inversamente relacionada con la protección de los derechos del inversor del país.

Como muestra Doidge (2001), las empresas no estadounidenses que cotizan en EEUU, tienen un gran accionista mayoritario. Por estar en los mercados estadounidenses, las empresas foráneas incrementan los derechos de sus inversores, especialmente de los inversores minoritarios y las limitaciones para extraer beneficios privados del control. Accionistas mayoritarios encuentran óptimo extraer la mayor cantidad de beneficios privados de la empresa y si pueden salirse con la suya no querrán que su empresa cotice en el mercado estadounidense, dado que al hacerlo ponen en peligro su capacidad de extraer beneficios.

La presencia el mercado estadounidense disminuye la habilidad de los accionistas para extraer beneficios privados del control, pero esto no supone un coste para los accionistas mayoritarios de empresas cuyos intereses están suficientemente alineados con los de los accionistas minoritarios. Después de todo, se han tomado medidas para comprometerse con consumos bajos de beneficios privados. Sin embargo, el *cross listing* beneficia a la empresa al reducir sus costes de financiación externa. Primero, la financiación de capital llega a ser barata para una empresa porque el accionista mayoritario expone a la empresa a una mayor divulgación, así como por estar sujeto al refuerzo de las leyes de Estados Unidos y señala el compromiso del accionista mayoritario para un bajo consumo de los beneficios privados. Segundo, la empresa puede acceder mejor a las profundidades del mercado de EEUU. Existen investigaciones que muestran que esos beneficios son importantes. Reese y Weisbach (2001) proporcionan evidencias de que las empresas recaudan más capital con

posterioridad a la entrada en el mercado. Sorprendentemente, ellos muestran que la mejor protección para accionistas, como resultado de un *cross listing*, significa que llega a ser más ventajoso para las empresas, incrementando el capital recaudado en el país origen posteriormente a la inclusión en el mercado estadounidense. La habilidad de incrementar el capital en el origen, para dichas empresas, proviene de la disminución del coste del capital social resultante de la mayor participación de los accionistas de control para limitar el consumo de beneficios privados.

A la hora de decidir si se debe salir en EEUU, el accionista mayoritario de empresas extranjeras debe analizar el *trade off* entre el coste de la restricción en el valor de los beneficios privados de control y el beneficio de un acceso más barato a la financiación externa. Por lo tanto, se esperaría que las empresas que más se benefician de la financiación externa sean las que opten por el *cross listing*. Empresas con mejores opciones de crecimiento y menores costes de agencia de los accionistas mayoritarios son las que presentan también un mayor interés en el *cross listing*. Estas empresas, por lo tanto, deberían estar más altamente valoradas frente a las que no apliquen estas prácticas. El valor de sus acciones cotizadas refleja el valor de estas mayores oportunidades de crecimiento y debido a que estarán en mejores condiciones para aprovechar estas oportunidades de crecimiento, al tener un menor coste de capital y por tener acceso a mercados de capitales estadounidenses e internacionales.

El valor de mercado de la deuda y patrimonio de una empresa es el valor de los activos más el valor actual de las opciones de crecimiento. Para un valor dado de los activos, la Q de Tobin aumenta con las oportunidades de crecimiento. Se desprende de este razonamiento que las empresas que practica el *cross listing* deberían tener la ratio Q de Tobin mayor que las que no lo hacen y las oportunidades de crecimiento de las empresas que sí lo practican serán valoradas más altamente.

Un papel importante es el jugado por la ejecución del *cross listing* en EEUU y su relación con el entorno informativo de las empresas que no lo practiquen. Una amplia literatura sobre *cross listing* internacional sugiere que las consideraciones informativas son un factor clave en las decisiones de *cross listing*. Se encuentran evidencias empíricas directas sobre la relación entre *cross listing* y el entorno informativo de la empresa. Lang *et al.* (2003) documentan hallazgos empíricos sobre esta temática. Primero, documentan una mayor cobertura por parte de los analistas así como un

aumento de la precisión de los pronósticos de las empresas foráneas listadas en EEUU, frente a las que no lo están. Segundo, realizando un análisis de series temporales los autores ponen de manifiesto la detección de cambios en la cobertura de los analistas y la precisión de los pronósticos alrededor del *cross listing*. Tercero, se documenta que la cobertura de los analistas y la precisión de los pronósticos están positivamente relacionadas con el valor de la empresa. Finalmente también se pone de manifiesto que el cambio en el valor corporativo en torno al *cross listing* está correlacionado con cambios en los seguimientos de los analistas y la precisión de los pronósticos, sugiriendo que el efecto de incremento del valor de la empresa se produce a través del efecto informativo a través del entorno informativo de la empresa. En conclusión los hallazgos de Lang *et al.* (2003) sostienen la hipótesis de que hay importantes efectos informativos que tienen lugar con el *cross listing* y que esos efectos están positivamente asociados con el valor de la empresa.

Varios documentos (Errunza y Losq, 1985; Alexander *et al.*, 1987; Karolyi, 1998; Foerster y Karolyi, 1999 y Miller, 1999 – entre otros –) ofrecen explicaciones de por qué el *cross listing* en los mercados de capitales. Sin embargo, un componente crucial en todas estas explicaciones es el ambiente informativo de la empresa. La noción de que el ambiente informativo debería ser función del *cross listing* es natural, como una de las características más sobresalientes de esta, pues la empresa debe cumplir con las regulaciones para conciliar sus cuentas en EEUU. Empresas listadas en los mercados estadounidenses están, en efecto, comprometiéndose a un mayor nivel de divulgación y escrutinio debido a las regulaciones y los requisitos bursátiles estadounidenses. Estos cambios en la transparencia podrían afectar al valor de la empresa disminuyendo el coste de capital, incrementando el cash flow, o ambos.

Para el coste de capital, Merton (1987) argumenta que la emisión de acciones al mercado estadounidense crea valor porque la mejoría en el ambiente de divulgación reduce el coste de seguimiento de la empresa. Esto aumenta la base de inversores y, por lo tanto, la demanda de títulos de la empresa. Barry y Brown (1985) sugieren que el coste de capital es función de la “estimación del riesgo” y que si los mejores inversores son capaces de evaluar las perspectivas de una empresa, menor será el coste esperado de capital. A lo largo de esta línea de razonamiento, Lang y Lundholm (1996) muestran que las previsiones de los analistas son más precisas para las empresas que más divulgan, mientras que Gebhardt *et al.* (2000) encuentran que las empresas con

pronósticos más precisos disfrutan de un menor coste de capital implícito en la valoración. Así, si los inversores son capaces de evaluar con mayor precisión las expectativas de este tipo de empresas el coste de capital debería reducirse. Tomando en conjunto, el reconocimiento de los inversores y la hipótesis de estimación de riesgo, se determina que el entorno informativo puede jugar un papel importante en la determinación de los costes de capital.

A pesar de la importancia teórica, hay sorprendentemente poca evidencia directa sobre la relación entre el entorno informativo y el *cross listing*. Un factor que prueba la dificultad de esta relación es que no es posible medir directamente el entorno informativo de una empresa. Por ello, Bailey *et al.* (2002) usan la volatilidad de los precios y el volumen de reacción a los anuncios de beneficios – dividendos – para realizar pruebas del entorno informativo de las empresas con *cross listing*. Baker *et al.* (2002) prueban si la “visibilidad” se incrementa en las empresas que llevan a cabo esta práctica, con medidas de seguimiento de analistas y cobertura de medios. Continuando el enfoque de las investigaciones de Lang y Lundholm (1996), Healy y Palepu (2000) y Gebhardt *et al.* (2000) usan las características de análisis de previsiones como una aproximación al ambiente informativo. En particular, hay una focalización en dos medidas: el número de analistas seguidores de la empresa y la exactitud de las proyecciones de los analistas. Estudios previos sugieren que teniendo más analistas con pronósticos más precisos es indicativo de una empresa con un entorno informativo mejor.

El seguimiento de los analistas está relacionado con el *cross listing* y la valoración por diversas razones. Primero, en la medida en que el *cross listing* incrementa la cantidad de información disponible para el mercado, reduce el coste de seguir una empresa, lo que a su vez, incrementa el seguimiento por los analistas de inversión. Segundo, el *cross listing* amplía la base potencial de inversión de una empresa. Esto debería ser asociado con un incremento de la actividad de análisis porque los analistas se centran en empresas que los inversores encuentran interesantes y los inversores consideran empresas seguidas por los analistas. Estas predicciones son también consistentes con la literatura que sugiere que un beneficio del incremento de la divulgación es el mayor seguimiento por parte de los analistas. Finalmente, analistas adicionales deberían dar lugar a un mayor escrutinio, que en presencia de costes de agencia, deberían mejorar el valor de la empresa mediante el aumento de cash flow

acreditado por los accionistas. En resumen, un incremento de los analistas siguiendo a la empresa debido al *cross listing* puede influir en aspectos del ambiente informativo de la empresa que se han argumentado que afectan tanto a los flujos de efectivo como al coste de capital.

Los argumentos anteriores sugieren que las divulgaciones de la empresa y la generación de información por parte de los analistas son complementarias. Consistente con estas hipótesis, Lang y Lundholm (1996) y Healy *et al.* (1999), encuentran que, para empresas estadounidenses, el incremento de divulgación está asociado con un alto seguimiento por parte de analistas. Bushman *et al.* (2001) encuentran resultados similares internacionalmente.

Para resumir los argumentos teóricos sobre *cross listing* mucha de la literatura implica que las empresas que lo practican tienen un ambiente informativo más rico que las empresas que no lo hacen. Empíricamente, existe soporte para la idea de que un entorno de información más rica para una empresa lleva a los analistas a pronósticos más precisos. Es importante notar que mientras existe soporte para una relación positiva entre la actividad de los analistas y el incremento de la divulgación, la asociación no es obvia. Por ejemplo, Lang y Lundholm (1996) observan que un extra de divulgación nivela el campo de juego entre analistas, pudiendo reducir su ventaja competitiva, que reduciría los incentivos para cubrir a la empresa. Botosan (1997) encuentra que cuando empresas ya tienen un elevado número de analistas siguiéndola, el incremento de transparencia no está asociado con una disminución del coste de capital.

2. DISEÑO Y DATOS EMPÍRICOS

Este capítulo está dedicado a describir las variables que se toman para realizar los análisis de regresión. En los sucesivos apartados se tendrán en cuenta el tipo de variable de que se trata y su definición, la fuente de donde ha sido obtenida y un análisis descriptivo de la variable según el origen legal, el nivel de ingresos, la orientación (a mercados o a entidades bancarias) y el grado de desarrollo de los países.

Para el diseño de la base de datos partimos de 557 387 observaciones de empresas, de 79 países diferentes y para una serie temporal anual de 18 años, concretamente desde 1994 hasta 2011. Los países sobre los que se realiza el presente estudio son los que se muestran en la tabla siguiente (tabla 4):

Alemania	Bulgaria	Emiratos Árabes Unidos	India	Jersey	Mauricio	Portugal	Suiza
Argentina	Canadá	Eslovenia	Indonesia	Jordania	México	Qatar	Tailandia
Australia	Chile	España	Irlanda	Kenia	Nigeria	Reino Unido	Taiwán
Austria	China	Estonia	Isla de Man	Corea	Noruega	República Checa	Trinidad y Tobago
Bangladesh	Chipre	Filipinas	Islas Caimán	Kuwait	Nueva Zelanda	Rumanía	Túnez
Bélgica	Colombia	Finlandia	Islas Vírgenes	Letonia	Omán	Rusia	Venezuela
Bermudas	Croacia	Francia	Israel	Lituania	Países Bajos	Singapur	Vietnam
Bosnia Herzegovina	Dinamarca	Grecia	Italia	Luxemburgo	Pakistán	Sri Lanka	Zambia
Botsuana	EEUU	Hong Kong	Jamaica	Malasia	Perú	Sudáfrica	Zimbabwe
Brasil	Egipto	Hungría	Japón	Malta	Polonia	Suecia	

Tabla 4: Países incluidos en la muestra (Fuente: Elaboración propia)

A continuación se enumeran las variables empleadas (tabla 5), evaluadas de forma singular en los sucesivos apartados:

VARIABLE	MEDIDA	FUENTE
Valoración Empresarial	Q Tobin	$\frac{\text{Valor de acciones} + \text{deudas}}{\text{Valor contable de los activos}}$ Base de datos Compustat
Gobierno Corporativo	Derechos antidirector	Grado de protección que presentan los accionistas Law and Finance (La Porta et al., 1998)
	Derechos de acreedores	Grado de protección que poseen los acreedores Law and Finance (La Porta et al., 1998)
	Aplicación de la ley	Percepción del grado de cumplimiento de las normas de la “sociedad” Indicadores Mundiales de Gobernabilidad (WGI) del Banco Mundial www.govindicators.org
	Transparencia financiera	Transparencia con la que opera el Banco Central a lo largo de dimensiones políticas, económicas y operativas Financial Development Report (World Economic Forum) www.weforum.org/reports
	Riesgo país	Probabilidad de que el gobierno sea desestabilizado o derrocado por medios inconstitucionales Indicadores Mundiales de Gobernabilidad (WGI) del Banco Mundial www.govindicators.org
	Riesgo de crisis de deuda soberana	Capacidad de los países para pagar esta deuda en su totalidad y de manera oportuna Financial Development Report (World Economic Forum) www.weforum.org/reports
	Corrupción	Percepción de la extensión del poder público empleado para obtener un beneficio priva Indicadores Mundiales de Gobernabilidad (WGI) del Banco Mundial www.govindicators.org
	Ventas	Logaritmo natural del promedio de las ventas de las empresas de un mismo país en un año Base de datos Compustat
	Endeudamiento	Cociente de las deudas que presentan las empresas de un país sobre el total de activos Base de datos Compustat
	Libertad económica	Evaluación de las libertades y derechos de producción distribución y consumo de bienes y servicios Index of Economic Freedom (Heritage Foundation) www.heritage.org/index
Concentración de propiedad	Promedio accionarial en manos de los tres principales accionistas de las 10 mayores empresas no financieras de propiedad privada de un país Law and Finance (La Porta et al., 1998)	
Opciones de Crecimiento	Crecimiento del PIB	Tasa de crecimiento porcentual y anual del PIB Indicadores del Banco Mundial datos.bancomundial.org
	Gasto en I+D	Porcentaje del PIB que se deriva en trabajo creativo realizado para incrementar los conocimientos Indicadores del Banco Mundial datos.bancomundial.org
	Gasto de Capital	Porcentaje sobre el PIB que se destina a pagos por actividades operativas para la provisión de bienes y servicios Indicadores del Banco Mundial datos.bancomundial.org
Apertura Económica y Régimen Fiscal	Apertura comercial	Suma de las importaciones y exportaciones del país Indicadores del Banco Mundial datos.bancomundial.org
	Inversión extranjera	Entrada neta de inversión en un país distinto al del inversionista para tener un control de la gestión duradero Indicadores del Banco Mundial datos.bancomundial.org
	Tipo impositivo	Impuesto de Sociedades del país Variables macroeconómicas de Heritage Foundation www.heritage.org/index

Tabla 5: Variables empleadas en el análisis de regresión y su origen (Fuente: Elaboración propia)

2.1 Q DE TOBIN

La ratio Q de Tobin fue desarrollada por James Tobin (1969), como el cociente entre el valor de mercado y el valor de reposición de los activos físicos de una empresa. Dicha ratio representa una medida de la valoración de una empresa. Sin embargo, se podría extrapolar a una economía o país, englobando la totalidad de empresas que lo constituyen. En el caso que nos ocupa realizamos la medición por cada país y cada año (1994 – 2011).

Calculamos la Q de Tobin del país para cada año como la ratio del valor de mercado del agregado y el valor contable de los activos en poder de todas las empresas de la muestra domiciliadas en el país. El valor de mercado es estimado como la suma del valor de las acciones – ordinarias y preferentes – y el valor contable de las deudas. Para el valor contable utilizamos los datos registrados al final del año fiscal. De esta manera la Q de Tobin se calcula como muestra la expresión siguiente (expresión [4]):

$$Q_{Tobin} = \frac{\text{Valor de mercado del agregado}}{\text{Valor contable de los activos}} = \frac{\text{Valor de acciones} + \text{deudas}}{\text{Valor contable de los activos}} \quad [4]$$

Las tres cuantías necesarias para determinar la Q de Tobin, valor de las acciones, de las deudas y de los activos se han obtenido de la base de datos “*Compustat*”.

“*Compustat*” es una base de datos de información financiera, estadística y de mercado de las empresas globales de todo el mundo. Su servicio comenzó en 1962. Ofrece datos que cubren empresas comerciales de más de 80 países, que representan en torno al 90% de la capitalización del mercado mundial. Es la base de datos de la firma “*Standard & Poor’s*” y proporciona información sobre los mercados financieros a nivel de unas 12 000 empresas que cotizan en bolsa. La base de datos está diseñada para su uso en investigación, destacando sus contenidos bursátiles y contables, con una serie histórica de datos de hasta 20 años, además de conservar los datos históricos de empresas inactivas. La información que recoge esta base de datos proviene de la documentación que obligatoriamente las empresas deben aportar a los organismos reguladores de los distintos mercados de capitales. Ofrece información financiera, contable, bursátil y de prácticas contables, siendo la principal fuente de análisis del mercado accionario y líder en la información y análisis de fondos de inversión. La frecuencia de actualización es trimestral.

A continuación se muestran tres estudios descriptivos. El primero, la tabla 6, proporciona la estimación de la Q de Tobin¹⁰ para los 79 países del estudio, promediada para los años 1994 – 2011. La tabla proporciona también el valor contable de los activos, el valor contable de la deuda, así como también, el valor de mercado accionarial – expresados en millones de dólares –. Atendiendo al valor de mercado, destacan entre los 6 primeros países 5 europeos – Rusia, Jersey, Suiza, España y Países Bajos – y por supuesto, como era de esperar, el puesto libre del ranking lo ocupa EEUU. Países Bajos, España y Suiza se mantienen en las primeras posiciones atendiendo al valor contable de los activos, completando los primeros puestos Túnez, Italia y Alemania, estando de nuevo 5 países europeos en lo más alto del ranking. Respecto a los países con deudas más cuantiosas, se corresponden en parte a los que presentan un mayor valor – bien contable o de mercado – y son: Países Bajos, España, Túnez, Suiza y Alemania.

CÓDIGO PAÍS	PAÍS	ACTIVOS MEDIOS (\$ M)	DEUDA MEDIA (\$ M)	VALOR DE MERCADO MEDIO (\$ M)	Q TOBIN - PAÍS
ARE	Emiratos Árabes Unidos	3327.98	2460.22	1765.56	1.270
ARG	Argentina	1468.34	991.69	778.96	1.206
AUS	Australia	1622.95	1338.96	664.28	1.234
AUT	Austria	8470.50	7534.26	1121.05	1.022
BEL	Bélgica	14396.01	13215.24	1937.62	1.053
BGD	Bangladesh	467.62	410.22	246.72	1.405
BGR	Bulgaria	1985.93	1781.18	265.66	1.031
BHR	Bosnia Herzegovina	3343.14	2879.69	545.06	1.024
BMU	Bermudas	851.17	448.95	529.84	1.150
BRA	Brasil	4859.45	3511.55	3006.88	1.341
BWA	Botsuana	507.52	446.23	279.53	1.430
CAN	Canadá	5903.00	4907.29	1915.18	1.156
CHE	Suiza	16130.83	14262.87	4465.90	1.161
CHL	Chile	1752.28	1141.72	1112.23	1.286
CHN	China	2649.15	2240.07	1583.96	1.443
COL	Colombia	4957.36	3635.15	2293.20	1.196
CYM	Islas Caimán	502.54	286.41	528.20	1.621
CYP	Chipre	3315.95	2961.40	283.64	0.979
CZE	República Checa	4350.53	2944.48	2861.35	1.335
DEU	Alemania	14907.28	13670.74	2188.01	1.064
DNK	Dinamarca	4015.86	3528.15	1052.31	1.141
EGY	Egipto	3206.50	2595.12	1309.37	1.218
ESP	España	18794.11	16513.64	4279.51	1.106
EST	Estonia	219.78	127.36	130.97	1.175
FIN	Finlandia	2150.61	1418.97	1827.97	1.510
FRA	Francia	14092.49	12470.06	2644.85	1.073
GBR	Reino Unido	7983.58	6966.71	2057.33	1.130
GRC	Grecia	3274.04	2867.73	635.36	1.070
HKG	Hong Kong	3521.78	2152.02	2211.53	1.239

¹⁰ Calculada según la expresión [4].

HRV	Croacia	1927.13	1426.56	748.31	1.129
HUN	Hungría	3109.20	2229.29	1465.12	1.188
IDN	Indonesia	796.30	616.35	455.24	1.346
IMN	Isla de Man	317.28	176.59	193.48	1.166
IND	India	747.88	582.29	628.29	1.619
IRL	Irlanda	9163.59	7987.74	2809.67	1.178
ISR	Israel	2567.76	2194.39	730.92	1.139
ITA	Italia	14966.57	13057.27	2606.29	1.047
JAM	Jamaica	972.09	800.76	307.60	1.140
JEY	Jersey	8298.31	5755.02	5378.31	1.342
JOR	Jordania	585.37	476.38	233.58	1.213
JPN	Japón	3918.72	3213.74	1103.43	1.102
KEN	Kenia	682.08	416.08	525.47	1.380
KOR	Korea	1403.00	1074.84	455.30	1.091
KWT	Kuwait	1828.85	1364.96	896.76	1.237
LKA	Sri Lanka	138.49	102.48	63.29	1.197
LTU	Lituania	437.38	282.99	156.64	1.005
LUX	Luxemburgo	6962.35	4780.55	3380.90	1.172
LVA	Letonia	134.37	39.40	68.90	0.806
MEX	México	3831.19	2622.18	2476.11	1.331
MLT	Malta	1391.14	1226.59	306.43	1.102
MUS	Mauricio	693.64	430.85	327.09	1.093
MYS	Malasia	648.02	468.64	290.73	1.172
NGA	Nigeria	1122.59	900.62	523.28	1.268
NLD	Países Bajos	21261.21	19361.69	3781.40	1.089
NOR	Noruega	3095.83	2463.39	1137.88	1.163
NZL	Nueva Zelanda	456.92	256.11	363.29	1.356
OMN	Omán	392.64	304.69	200.46	1.287
PAK	Pakistán	374.04	300.03	146.39	1.194
PER	Perú	811.23	590.53	645.94	1.524
PHL	Filipinas	677.32	469.34	379.53	1.253
POL	Polonia	947.18	712.37	478.00	1.257
PRT	Portugal	6914.53	5960.26	1603.60	1.094
QAT	Qatar	3390.72	2441.13	2371.95	1.419
ROU	Rumanía	1697.69	689.81	658.81	0.794
RUS	Rusia	7672.28	3919.15	7547.57	1.495
SGP	Singapur	1441.00	1078.11	719.66	1.248
SVN	Eslovenia	1191.61	835.69	472.64	1.098
SWE	Suecia	4707.12	4033.47	1361.56	1.146
THA	Tailandia	773.88	610.84	306.92	1.186
TTO	Trinidad y Tobago	1360.66	1050.82	744.48	1.319
TUN	Túnez	15385.88	14411.98	687.19	0.981
TWN	Taiwán	1362.37	1048.16	559.80	1.180
USA	EEUU	9000.74	7329.55	4576.97	1.323
VEN	Venezuela	2088.34	1558.70	331.65	0.905
VGB	Islas Vírgenes	330.99	131.78	308.43	1.330
VNM	Vietnam	389.09	323.26	127.16	1.158
ZAF	Sudáfrica	2857.24	2345.95	1112.03	1.210
ZMB	Zambia	273.65	213.78	203.84	1.526
ZWE	Zimbabwe	5515.75	1875.66	2612.24	0.814

Tabla 6: Valores implicados y cálculo de la Q de Tobin. (Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la base de datos "Compustat").

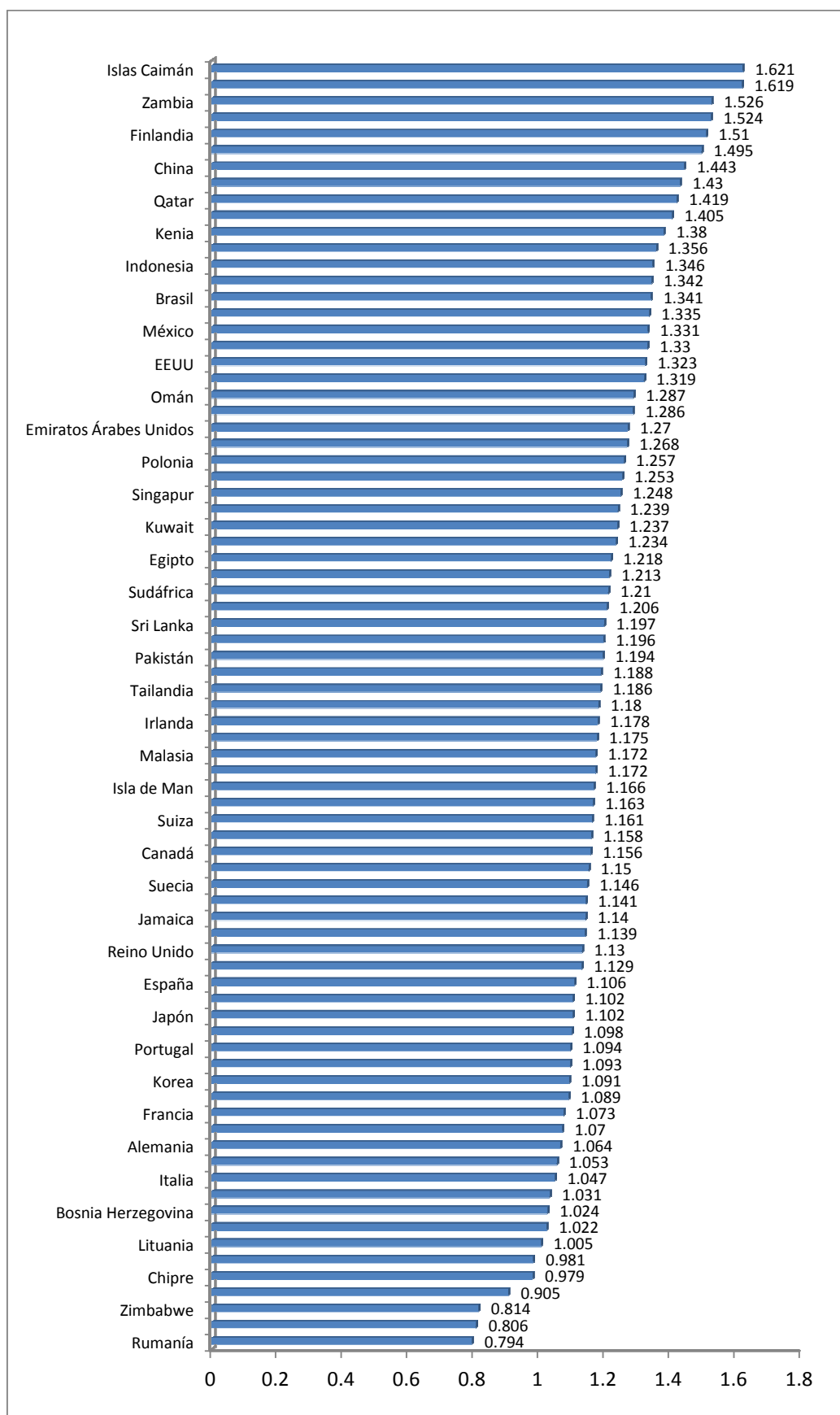


Fig. 4: Clasificación de los países de mayor a menor valoración (según Q de Tobin para los años 1994 - 2011).
(Fuente: Elaboración propia)

El segundo descriptivo, la figura 4, muestra el ranking de países según su ratio Q de Tobin. Destacan con una valoración mayor: Islas Caimán (1.621), India (1.619), Zambia (1.526), Perú (1.524) y Finlandia (1.510). En la parte opuesta, con la menor valoración de toda la muestra, se encuentran: Rumanía (0.794), Letonia (0.806), Zimbabwe (0.814), Venezuela (0.905) y Chipre (0.979). Específicamente, el recorrido de la Q de Tobin abarca desde 0.794 (Rumanía) hasta 1.621 (Islas Caimán), con una media muestral de 1.145. Según lo visto, es obvio que la valoración empresarial varía de ampliamente a través de los países.

Pasando ya a trabajar con datos anuales, en el último descriptivo, la tabla 7, se recoge la Q de Tobin promedia atendiendo a 4 factores. Primero al origen legal, según los cuatro tipos vistos en el capítulo 1.3 – ley común, ley civil francesa, ley civil alemana y ley civil escandinava –. Segundo al nivel de ingresos del país¹¹ – bajos, bajos/medios, medios/altos y altos (según sean miembros de la OECD o no) –. Se clasifican también atendiendo a la orientación del país – a bancos o al mercado – y según el desarrollo – países desarrollados y no desarrollados –.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Q Tobin Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	385	1.279	0.346	0.235	4.052
Ley civil francesa	422	1.195	0.361	0.152	3.672
Ley civil alemana	242	1.159	0.294	0.140	2.581
Ley civil escandinava	72	1.288	0.423	0.996	4.084
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	110	1.344	0.394	0.235	2.713
Ingresos bajos – medios	244	1.231	0.382	0.152	3.163
Ingresos medios – altos	276	1.209	0.409	0.140	4.052
Ingresos altos (miembros OCDE)	414	1.192	0.263	0.888	4.084
Ingresos altos (no miembros OCDE)	219	1.296	0.531	0.386	5.427
Orientación del país					
Orientación a los bancos	411	1.238	0.254	0.664	3.359
Orientación al mercado	516	1.193	0.318	0.235	4.084
Grado de desarrollo					
Desarrollado	909	1.222	0.389	0.140	5.427
No desarrollado	354	1.266	0.389	0.152	3.163

Tabla 7: Estadísticos descriptivos de las estimaciones de la Q de Tobin, según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

A priori, el descriptivo que más nos interesa sería el de la Q de Tobin según el origen legal del país. Parece relevante la implicación del origen legal del país a la hora

¹¹ Clasificación empleada por el Banco Mundial para fines operativos y analíticos, según el ingreso nacional bruto (INB) per cápita. Los países de alto INB per cápita se clasifican a su vez según sean miembros o no de la OCDE (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico).

de valorar las empresas, con resultados notablemente diferentes. De forma coherente con La Porta *et al.* (2002), en tabla 7 encontramos que los países de ley común reciben una mayor valoración (1.279) que los países de ley civil francesa y alemana (1.195 y 1.159, respectivamente). Por su parte, los países de ley civil escandinava, que asumen unas condiciones muy similares entre ellos y que difieren bastante del resto de grupos, poseen la más alta valoración (1.288). Sin embargo, y de forma complementaria a este primer hallazgo, la valoración varía sustancialmente dentro de una misma familia legal. Expresado de forma numérica, el recorrido de la muestra abarca desde 0.235 (Zimbabwe, 2008) hasta 4.052 (Botsuana, 2000), para el caso de ley común; desde 0.152 (Rumanía, 2001) hasta 3.672 (Rusia, 2006), en los supuestos de ley civil francesa; desde 0.140 (Letonia, 1998) hasta 2.581 (China, 1995), en las muestras de ley civil alemana y desde 0.996 (Dinamarca, 2011) hasta 4.084 (Finlandia, 1999), en los países regidos por ley civil escandinava. Estas amplias horquillas en la valoración dentro de cada familia legal sugieren que además de los orígenes legales, otros factores juegan un rol importante en la valoración empresarial en todo el mundo.

El segundo descriptivo, acerca de cómo influye el nivel de ingresos sobre la valoración, nos revela que un mayor nivel de ingresos repercute negativamente a la valoración, de forma que países con mayor nivel de ingresos es de esperar, a priori, que posean una peor valoración frente a países con INB¹² per cápita mucho menores. De forma cuantitativa, obtenemos una valoración de: 1.344 para países con ingresos bajos, 1.231 para países con niveles de ingresos bajos – medios, 1.209 para países con ingresos medios – altos y 1.192 para países con ingresos altos – y que no son miembros de la OCDE –. El cuanto a los países con elevados ingresos, es digno de destacar, que los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) tienen una prima significativa en la valoración (1.296 vs 1.192). Este incremento de la valoración podría tener su explicación en una mayor dedicación de los países miembros a las mejoras de políticas económicas y sociales, así como su contribución a una sana expansión económica, al mantenimiento de la estabilidad financiera y al desarrollo de la economía mundial.

En cuanto a los dos últimos análisis podríamos indicar simplemente que los países con orientación a los bancos presentan una valoración ligeramente inferior que

¹² INB es el acrónimo de Ingreso Nacional Bruta, una de las maneras de determinar los ingresos de un país.

aquellos que se encuentran más orientados al mercado (1.193 vs 1.238), de forma similar a lo que ocurre con los países desarrollados frente a los que no lo son (1.222 vs 1.266).

2.2 DERECHOS DE ACCIONISTAS Y ACREEDORES

Tal y como habíamos definido en los capítulos “1.3.1 Derechos de accionistas” y “1.3.2 Derechos de acreedores”, con estas variables tratamos de medir el grado de protección que ofrece el país a los accionistas y acreedores, respectivamente.

En el caso de los accionistas medimos su grado de protección con los derechos antidirector “*antidirector rights*”, desarrollados por La Porta *et al.* (1998). Este índice conjunto es la suma de las aplicaciones de 6 ítems individuales, considerados como variables binarias, siendo: “1” en caso de que se cumpla el ítem y “0” en el caso de que no se cumpla. De forma pormenorizada, computará para el cálculo global:

- “1” Si se permite a los accionistas delegar el voto, “0” en caso contrario.
- “1” Si los accionistas no depositan sus acciones en fechas próximas a las juntas, “0” en caso contrario.
- “1” Si se permite voto acumulativo o representación proporcional de minorías, “0” en caso contrario.
- “1” Si existen mecanismos para la protección de las minorías oprimidas, “0” en caso contrario.
- “1” Si existen derechos de suscripción preferentes, “0” en caso contrario.
- “1” Si el porcentaje accionarial necesario para convocar una junta de accionistas es igual o menor al 10 %, “0” en caso contrario.

Para evaluar los derechos de acreedores, medimos su grado de protección empleando el índice de derechos de acreedores (“*creditor rights*”) de La Porta *et al.* (1998). Este índice conjunto es la suma de las aplicaciones de 4 ítems individuales, considerados como variables binarias, siendo: “1” en caso de que se cumpla el ítem y “0” en el caso de que no se cumpla. De forma pormenorizada, computará para el cálculo global:

- “1” Si no existe suspensión automática de activos en los casos de reorganización, “0” en caso contrario.
- “1” Si los acreedores son los primeros en tomar sus garantías, “0” en caso contrario.
- “1” Si existen restricciones a la reorganización sin contar con acreedores, “0” en caso contrario.
- “1” Si la administración no se mantiene en la gestión durante la reorganización, “0” en caso contrario.

En las dos tablas siguientes, tabla 8 y tabla 9, se muestran los valores de ambas variables – *antidirector rights* y *creditor rights* – en función del origen legal del país, del nivel de ingresos, de la orientación del país (a los bancos o al mercado) y del desarrollo del país.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Antidirector rights	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	324	4	0.944	2	5
Ley civil francesa	342	2.42	1.229	0	5
Ley civil alemana	162	2.44	0.834	1	4
Ley civil escandinava	72	3	0.712	2	4
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	90	3.8	0.985	3	5
Ingresos bajos – medios	162	2.44	0.687	1	3
Ingresos medios – altos	180	3.1	1.379	1	5
Ingresos altos (miembros OCDE)	396	2.95	1.366	0	5
Ingresos altos (no miembros OCDE)	72	3.75	0.835	3	5
Orientación del país					
Orientación a los bancos	450	2.68	1.192	0	5
Orientación al mercado	378	3.52	1.297	1	5
Grado de desarrollo					
Desarrollado	648	3.08	1.342	0	5
No desarrollado	252	2.93	1.035	1	5

Tabla 8: Estadísticos descriptivos de los derechos de accionistas según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Creditor rights	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	414	2.58	1.101	1	4
Ley civil francesa	450	1.32	0.982	0	3
Ley civil alemana	268	2.33	0.819	1	3
Ley civil escandinava	72	1.76	0.831	1	3
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	144	2.38	1.322	1	4
Ingresos bajos – medios	270	1.48	0.923	0	3
Ingresos medios – altos	268	1.92	1.132	0	3
Ingresos altos (miembros OCDE)	396	2.02	1.094	0	4
Ingresos altos (no miembros OCDE)	126	2.87	0.657	2	4
Orientación del país					

Orientación a los bancos	504	2.012	1.205	0	4
Orientación al mercado	396	2.076	1.158	0	4
Grado de desarrollo					
Desarrollado	790	2.12	1.101	0	4
No desarrollado	414	1.79	1.159	0	4

Tabla 9: Estadísticos descriptivos de los derechos de acreedores según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Analizando los derechos de accionistas y acreedores, según los orígenes, llegamos a las mismas conclusiones que hemos analizado en el capítulo 1.3 y que se resumen como siguen:

- La clasificación de las diferentes familias legales sigue un orden de elevada similitud en la protección de accionistas y acreedores. Las familias legales protegen con aproximadamente la misma intensidad a acreedores y accionistas, no dándose el caso de desequilibrios en dicha intensidad – la única posible excepción podría considerarse la ley civil alemana que presenta una mayor protección para los acreedores frente a los accionistas –.
- Los países más protectores son los de ley común en contraposición a los de ley civil francesa que son los que ofrecen una menor protección. Los países de ley civil alemana se sitúan en un escalón intermedio, más próximo de la ley civil francés – exceptuando la alta valoración en el caso de los acreedores que la sitúan más cerca de la ley común –. Los países escandinavos se encuentran también en un punto intermedio.

Estudiando el grado de protección según el nivel de ingresos, curiosamente encontramos que los países con ingresos extremos – bajos ingresos y altos ingresos sin ser miembros del OCDE – son los que mejor protección ofrecen, mientras que los que poseen ingresos medios presentan una peor protección. Resulta digno de mención que los países de altos ingresos miembros del OCDE protegen menos a los accionistas y acreedores que aquellos que no son miembros. Este hallazgo da que pensar, puesto que en su objetivo fundamental del desarrollo de política económica y social, la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico, debería de poseer buenas protecciones tanto para accionistas como para acreedores. Sin embargo, esto no se cumple e incluso tienen unos valores por debajo de la media de los países muestra. En el caso de los accionistas, la media de la muestra se sitúa en 3.04, frente a una puntuación de 2.95 de los miembros de la OCDE. El hecho es semejante en el caso de los acreedores, mientras el valor de los *creditor rights* para la muestra es de 2.17, la

calificación alcanzada es este aspecto por los países de altos ingresos miembros del OCDE es de tan sólo 2.02.

Como cabría esperar, los países que presentan una mayor orientación al mercado poseen a su vez mayores protecciones para los accionistas que los países que lo hacen principalmente a entidades bancarias (3.52 vs 2.68). En el caso de los acreedores, las dos posibles orientaciones no suponen diferencias significativas en la protección de estos.

Finalmente, ateniéndonos al grado de desarrollo de los países, observamos que los desarrollados, aunque de forma muy sutil, ofrecen una mejor protección tanto a accionistas como a los acreedores.

2.3 APLICACIÓN DE LA LEY

La aplicación de la ley (*rule of law*) complementa a los derechos de los accionistas y acreedores, puesto que para que sean efectivos no basta con la existencia de la ley, sino que esta debe ejecutarse con rigor. Esta medida surge de la diferencia en la permisibilidad de la normativa de los países, si bien en dos países existe una misma norma, la severidad de su aplicación permitirá obtener diferencias en la propia valoración empresarial de los países.

En principio, un sólido sistema de aplicación de la ley podría sustituir unas normativas débiles debido a la actividad y buen funcionamiento de los tribunales, pudiendo intervenir a favor de inversores o acreedores que sufren abusos por parte de la administración. Sin embargo, las muestras empíricas de ello son escasas.

Los datos institucionales de aplicación de la ley o *rule of law* se han obtenido a partir de los indicadores mundiales de gobernabilidad (WGI)¹³. La propiedad de mencionados indicadores recae sobre el Banco Mundial (*World Bank*). Son un conjunto de datos de investigaciones llevadas a cabo por Kaufmann, *et al.* (2010), que resumen los puntos de vista sobre la calidad de la gobernabilidad proporcionada por un gran número de encuestados: empresas, ciudadanos y expertos de los países industriales y en vías de desarrollo. Estos datos se obtienen de una serie de institutos de estudio, centros de investigación, organizaciones no gubernamentales y empresas del sector privado.

¹³ Indicadores y puntuaciones de países en la Web www.govindicators.org

Además del indicador que nos interesa (*rule of law*), los indicadores mundiales de gobernabilidad ofrecen otros 5 complementarios: voz y rendición de cuentas, estabilidad política y ausencia de violencia, efectividad gubernamental, calidad regulatoria y control de la corrupción.

La variable que nos atañe, *rule of law* o aplicación de las leyes es definida como la percepción del grado de cumplimiento de las reglas de la sociedad y en particular el cumplimiento de los contratos, los derechos de propiedad, el desempeño del cuerpo de policía y los tribunales, así como la probabilidad de crímenes y violencia. El rango de puntuación de la aplicación de las leyes va desde -2.5 para bajos desempeños de gobierno – peor aplicación de leyes – hasta 2.5 para altos desempeños de gobierno – fuerte aplicación de las leyes –.

A continuación, en la tabla 10 se muestra como varía la aplicación de las leyes en función del origen legal, nivel de ingresos, orientación del país al mercado o a entidades bancarias y el grado de desarrollo del país.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Aplicación de la ley	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	414	0.42	1.060	-1.820	1.928
Ley civil francesa	467	0.23	0.823	-1.642	1.824
Ley civil alemana	270	0.72	0.760	-0.687	1.962
Ley civil escandinava	72	1.89	0.068	1.763	2.002
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	144	-0.77	0.498	-1.820	0.290
Ingresos bajos – medios	269	-0.25	0.353	-0.977	0.550
Ingresos medios – altos	324	0.27	0.678	-1.642	1.371
Ingresos altos (miembros OCDE)	414	1.53	0.384	0.280	2.002
Ingresos altos (no miembros OCDE)	234	1.01	0.345	0.094	1.764
Orientación del país					
Orientación a los bancos	414	0.96	0.833	-0.759	1.952
Orientación al mercado	557	0.40	1.074	-1.820	2.002
Grado de desarrollo					
Desarrollado	972	0.98	0.736	-1.642	2.002
No desarrollado	413	-0.431	0.479	-1.820	0.550

Tabla 10: Estadísticos descriptivos de la variable aplicación de la ley, según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Atendiendo al origen legal del país, no se manifiestan evidencias de que una normativa legal más pobre sea compensada con una fuerte aplicación de las leyes. Esto se explica ante la evidencia de que países con ley común – con el mayor grado de protección de accionistas y acreedores – posee una calificación ligeramente más alta en *rule of law* que los países de familia legal francesa – con las leyes más pobres en cuanto

a protección de accionistas y acreedores –. Sin embargo, ambos orígenes presentan una aplicación de las leyes mucho menor que los países con ley civil alemana o escandinava. Al analizar esta variable, se vuelve a poner de manifiesto la singularidad de los países con ley civil escandinava, ofreciendo una protección mucho mayor que el resto de orígenes legales – hay que añadir que la totalidad de estos países a lo largo de los 18 años de la muestra tienen unos elevados valores de *rule of law*, con un recorrido que va desde 1.763 hasta 2.002 –.

La situación de la variable en función de los ingresos de los países, pone de manifiesto una fuerte relación positiva de dicha variable respecto al nivel de ingresos. La mayor aplicación de las leyes tiene lugar en países con altos ingresos y, como era de esperar, debido a los objetivos de los países miembros de la OCDE estos tienen una mayor valoración de *rule of law* que los que no son miembros (1.53 vs 1.01).

Por último mencionar el agravante que supone en los países no desarrollados una muy baja aplicación de las leyes. Si bien en cuanto a la diferencia entre países desarrollados y no desarrollados en materia de derechos de acreedores y accionistas no era muy significativa, estos derechos pierden gran parte de su valor al no ser aplicados con firmeza.

2.4 TRANSPARENCIA FINANCIERA

La transparencia financiera es una variable institucional, que muestra el grado de transparencia existente en las acciones políticas de los bancos centrales. Los valores de esta variable son recogidos por los “*Financial Development Report*” del *World Economic Forum*¹⁴. El índice abarca un rango desde 0 hasta 15, donde las altas puntuaciones indican que el banco central opera con mayor transparencia. Este índice es la suma de las puntuaciones de las respuestas a 15 cuestiones que evalúan la transparencia a lo largo de dimensiones políticas, económicas, procedimentales u operativas. Las cuestiones están tomadas de la metodología creada por Nergiz Dincer y Barry Eichengreen en “*Central Bank transparency: where, why and to what effect?*” (2007) y cuyos datos han sido actualizados por Pierre L. Siklos (2010).

¹⁴ En la página web www.weforum.org se recogen dichos reportes.

En la siguiente tabla (tabla 11), analizamos los estadísticos descriptivos sobre transparencia financiera según: origen legal, niveles de ingresos, orientación del país y grado de desarrollo.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Transparencia financiera	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	252	7.61	3.430	2	12.5
Ley civil francesa	324	7.51	3.101	2	11
Ley civil alemana	144	9.5	2.023	4.5	11
Ley civil escandinava	72	10.38	3.008	7.5	15
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	54	3.17	0.858	2	4
Ingresos bajos – medios	180	6.58	2.482	2	9.5
Ingresos medios – altos	144	7.69	2.380	3	11
Ingresos altos (miembros OCDE)	342	10.63	1.548	7.5	15
Ingresos altos (no miembros OCDE)	72	5.13	3.270	2	9.5
Orientación del país					
Orientación a los bancos	342	8.22	3.029	2	11
Orientación al mercado	324	9.11	2.694	2	15
Grado de desarrollo					
Desarrollado	558	9.16	2.877	2	15
No desarrollado	234	5.79	2.640	2	9.5

Tabla 11: Estadísticos descriptivos de la variable transparencia financiera, según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

En dicha tabla se pone de manifiesto nuevamente, otra característica peculiar de la ley civil escandinava como es una alta transparencia financiera, siendo Suecia el único país que logra obtener la máxima calificación (15 puntos). Estableciendo las pertinentes comparaciones entre la tabla 11 (transparencia financiera) y la tabla 10 (aplicación de la ley), vemos que ambas variables se rigen por principios de orígenes legales similares. Esto se explica empíricamente con unas bajas puntuaciones en ambas variables para la ley común y la ley civil francesa, si bien son ligeramente superiores en el caso de ley común y unas altas puntuaciones en caso de la ley civil alemana y escandinava, en esta última familia legal son aún mayores las calificaciones.

Se pone también de manifiesto, que existe una relación positiva entre el nivel de ingresos y la transparencia financiera, siendo los países que presentan unos mayores ingresos los que más transparencia financiera ofrecen. Como cabría esperar, teniendo en cuenta la visión de los países miembros de la OCDE, son estos países los que ofrecen una mayor transparencia.

En cuanto a la orientación del país podemos destacar que son más transparentes aquellos países que presentan una orientación al mercado, sobre los que lo hacen hacia

entidades bancarias. De igual manera, aunque con un mayor margen, se muestran datos empíricos de una mayor transparencia en países desarrollados que en los no desarrollados (9.16 vs 5.79).

2.5 RIESGO PAÍS

Esta variable institucional, de forma similar a la aplicación de la ley, trata de cuantificar la calidad del gobierno de un país. Las valoraciones del riesgo país se han obtenido a partir de los indicadores mundiales de gobernabilidad (WGI) del Banco Mundial (*World Bank*). Dichos valores son los resultados de investigaciones llevadas a cabo por Kaufmann *et al.* (2010).

La variable que nos atañe, trata de evaluar la estabilidad política y la ausencia de violencia. Más concretamente, definiremos la variable como un índice que refleja la percepción de la probabilidad de que el gobierno sea desestabilizado o derrocado por medios inconstitucionales o violentos, incluidas motivaciones políticas, violencia y terrorismo. El rango de puntuación del riesgo país va desde -2.5 para bajos desempeños de gobierno – alto riesgo país – hasta 2.5 para altos desempeños de gobierno – bajo riesgo país –. Estas puntuaciones se recogen en la tabla siguiente (tabla 12) clasificadas según los criterios que venimos considerando:

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Riesgo país	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	414	-0.06	1.061	-2.73	1.49
Ley civil francesa	468	-0.01	0.856	-2.38	1.66
Ley civil alemana	270	0.60	0.568	-0.90	1.49
Ley civil escandinava	72	1.34	0.160	0.99	1.67
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	144	-0.93	0.767	-2.73	0.56
Ingresos bajos – medios	270	-0.56	0.704	-2.38	0.53
Ingresos medios – altos	324	0.27	0.674	-1.45	1.17
Ingresos altos (miembros OCDE)	414	0.98	0.413	-0.33	1.67
Ingresos altos (no miembros OCDE)	224	0.64	0.677	-1.7	1.54
Orientación del país					
Orientación a los bancos	558	-0.08	1.111	-2.73	1.67
Orientación al mercado	414	0.51	0.742	-1.70	1.56
Grado de desarrollo					
Desarrollado	962	0.66	0.654	-1.7	1.67
No desarrollado	414	-0.69	0.747	-2.73	0.56

Tabla 12: Estadísticos descriptivos de la variable riesgo país según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Analizando los resultados obtenidos en la tabla previa, podemos decir, al igual que hicimos con las variables aplicación de la ley o transparencia financiera, que los países de ley común o ley civil francesa poseen un desempeño de gobierno mucho menor (es decir, alto riesgo país) que los países regidos por ley civil alemana o escandinava. Estos últimos, una vez más, vuelven a destacar siendo los que menor riesgo país o mayor desempeño gubernamental ofrecen.

Al igual que con la transparencia financiera y aplicación de la ley, también podemos observar un crecimiento del desempeño gubernamental, es decir un descenso del riesgo país con el nivel de ingresos. Además, se detecta una prima adicional sobre la valoración gubernamental en los países miembros de la OCDE, es decir, poseen menos riesgo país.

Como veníamos observando en las dos variables previas, también podemos mencionar mejores desempeños en países desarrollados y orientados al mercado, que en los no desarrollados u orientados a los bancos.

2.6 RIESGO DE CRISIS DE DEUDA SOBERANA

Esta variable institucional, representa una medida de estabilidad financiera. Proviene de un informe del *World Economic Forum* (WEF), que es una fundación sin fines de lucro. Se autodefine como una organización internacional independiente, comprometida a mejorar el estado del mundo mediante la participación de empresas, líderes políticos, académicos y de la sociedad para dar forma a las agendas globales, regionales e industriales.

Concretamente, los datos provienen del *Financial Development Report*, que mide y analiza los factores que permiten el desarrollo de sistemas financieros a lo largo de una serie de economías de todo el mundo. Su objetivo es proporcionar un medio integral para que los países desarrollen el *benchmark* en varios aspectos de sus sistemas financieros y establezcan prioridades de mejora. Se publica anualmente, de modo que los países pueden compararse y seguir su evolución en el tiempo.

El documento no trata de informar sobre acontecimientos actuales o de corto plazo, tales como las últimas novedades que afectan a la zona euro. Su objetivo es servir

a las personas o entidades al cargo de la toma de decisiones en el desarrollo de una perspectiva equilibrada en cuanto a qué aspectos del sistema financiero de su país son los más importantes en el largo plazo y calibrar empíricamente este punto de vista con respecto a otros países.

El informe desarrolla un índice de desarrollo financiero, en colaboración con la comunidad académica, las organizaciones multilaterales y líderes empresariales. Reúne una gran cantidad de datos para crear una evaluación de los diferentes aspectos de complejos sistemas financieros, incluyendo el entorno institucional, el entorno empresarial, estabilidad financiera, bancos, mercados de capitales y disponibilidad total de capital y acceso a él.

La variable define la capacidad de gestión de la deuda pública (deuda pública total sobre PIB). La capacidad de los países para pagar esta deuda en su totalidad y de manera oportuna, se recogen en las calificaciones de crédito soberano, una variable importante en el riesgo de este tipo de crisis. En particular, estas variables aumentan en importancia debido a la transferencia de la deuda del sector privado al sector público. Los datos se obtienen como un promedio de las calificaciones del crédito soberano local. Una calificación de crédito soberano alta significa una menor probabilidad de impago ocasionada por una crisis de deuda soberana. Además las medidas macroeconómicas, como la inflación y el crecimiento del PIB están incluidas, ya que también repercuten en la capacidad de los países para afrontar su deuda. La variable se puntúa entre 1 y 7 tomando valores más altos para un menor riesgo de crisis de deuda soberana, mientras que para un alto riesgo de crisis de deuda soberana se corresponden valores bajos del índice.

En la tabla 12 analizamos la variación de los resultados de la variable según: el origen legal de los países, el nivel de ingresos, la orientación de los países (a bancos o a mercados), o el grado de desarrollo de los países.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Riesgo de crisis de deuda soberana	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	288	4.92	1.300	1.975	6.625
Ley civil francesa	378	4.22	1.223	2.15	6.15
Ley civil alemana	162	5.40	0.887	3.275	6.525
Ley civil escandinava	72	6.29	0.142	6.067	6.45

Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	90	2.96	0.627	1.975	3.8
Ingresos bajos – medios	198	3.97	0.814	2.65	5.78
Ingresos medios – altos	180	4.27	1.218	2.15	5.825
Ingresos altos (miembros OCDE)	342	5.91	0.560	4.45	5.526
Ingresos altos (no miembros OCDE)	90	5.55	0.501	4.975	6.275
Orientación del país					
Orientación a los bancos	396	4.50	1.475	1.975	6.35
Orientación al mercado	342	5.35	0.993	3.3	6.625
Grado de desarrollo					
Desarrollado	612	5.37	1.083	2.15	6.625
No desarrollado	288	3.65	0.892	1.975	5.775

Tabla 13: Estadísticos descriptivos de la variable riesgo de crisis de deuda soberana según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Continuando la tónica del resto de variables institucionales de gobierno, tales como aplicación de la ley, transparencia financiera y riesgo país, los países con ley común y ley civil francesa presentan un mayor riesgo de crisis de deuda soberana, mientras que los países de ley civil alemana y escandinava ofrecen un riesgo notablemente menor, sobre todo los últimos que son los que presentan una mayor valoración (6.29 sobre 7) y por tanto el mínimo riesgo de crisis de deuda soberana.

Según el nivel de ingresos de los países obtenemos conclusiones similares a los casos previos, el riesgo de crisis de la deuda soberana se hace menor – la variable toma un valor más alto – según nos movemos hacia países con mayores ingresos. Asimismo, dentro de los países con ingresos altos, obtienen una mayor puntuación, es decir, menor riesgo de crisis de deuda soberana aquellos que son miembros del OCDE.

Como era de suponer, los países desarrollados tienen menos probabilidad de impago de su deuda, o lo que es lo mismo un valor más alto de la variable de crisis de deuda soberana. Aquellos países que están orientados al mercado también presentan un menor riesgo de este tipo de crisis en contraposición a los orientados a los bancos (5.35 frente a 4.50).

2.7 CORRUPCIÓN

Los datos institucionales de corrupción tienen la misma procedencia que los de aplicación de las leyes y riesgo país, concretamente provienen de los indicadores mundiales de gobernabilidad (WGI), propiedad del Banco Mundial (*World Bank*). Se desprenden de la investigación llevada a cabo por Kaufmann, *et al.* (2010), resumiendo los puntos de vista sobre la calidad de la gobernabilidad proporcionada por un gran

número de encuestados: empresas, ciudadanos y expertos de los países industriales y en vías de desarrollo.

La variable corrupción refleja la percepción de extensión del poder público que se emplea para obtener un beneficio privado, incluyendo formas de corrupción tanto en pequeña como en gran escala, así como la toma del Estado por minorías selectas e intereses privados. El rango de puntuación de la aplicación de las leyes va desde -2.5 para pobres desempeños de gobierno – alto grado de corrupción – hasta 2.5 para fuertes desempeños de gobierno – bajo grado de corrupción –.

A continuación, en la tabla 14, se muestra como varía el grado de corrupción en función del origen legal, nivel de ingresos, orientación del país al mercado o a entidades bancarias y el grado de desarrollo del país.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Corrupción	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	414	0.507	1.221	-1.49	2.45
Ley civil francesa	468	0.220	0.838	-1.25	2.32
Ley civil alemana	270	0.616	0.853	-0.82	2.23
Ley civil escandinava	72	2.32	0.157	1.88	2.59
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	144	-0.85	0.312	-1.49	-0.25
Ingresos bajos – medios	270	-0.30	0.277	-1.13	0.55
Ingresos medios – altos	324	0.19	0.627	-1.25	1.57
Ingresos altos (miembros OCDE)	414	1.67	0.649	-0.15	2.59
Ingresos altos (no miembros OCDE)	224	1.11	0.532	-0.09	2.42
Orientación del país					
Orientación a los bancos	558	0.45	1.16	-1.49	2.59
Orientación al mercado	414	1.08	0.99	-0.83	2.45
Grado de desarrollo					
Desarrollado	962	1.04	0.892	-1.25	2.59
No desarrollado	414	-0.49	0.391	-1.49	0.55

Tabla 14: Estadísticos descriptivos de la variable corrupción según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Con esta variable institucional, encontramos la misma tónica que con las últimas variables gubernamentales estudiadas (aplicación de la ley, transparencia financiera, riesgo país o riesgo de crisis de deuda soberana). En cuanto al origen legal podemos ver que la ley civil francesa es la que presenta unos índices más elevados de corrupción, seguida de la ley común – si bien, en este caso, se encuentra más cerca a la ley civil alemana – y por último la familia legal menos corrupta, con una diferencia significativa es la civil escandinava.

En el caso del análisis según el nivel de ingresos, continúa la tónica del resto de variables gubernamentales, es decir valores más altos de desempeño gubernamental – menor índice de corrupción – a medida que el nivel de ingresos va en aumento. Dentro de los países de nivel de ingresos altos, destacan aquellos que son miembros del OCDE, con una valoración susceptiblemente mayor que los que no son miembros del OCDE (1.67 vs 1.11).

La corrupción también es notablemente inferior en países orientados al mercado que en aquellos países orientados a las entidades bancarias (1.08 vs 0.45). En el caso de los países desarrollados también es mucho menor el índice de corrupción – mayor calificación de la variable corrupción – que en los países subdesarrollados – menor calificación de la variable corrupción – (1.04 vs -0.49).

2.8 VENTAS

Los datos de las ventas, al igual que el resto de los datos empresariales, provienen de la base de datos “*Compustat*”. Es un agregado total de las ventas de las empresas de un mismo país y un año. Con el fin de obtener unos valores más coherentes y reducir posibles distorsiones, aplicamos el logaritmo natural al agregado de las ventas. El recorrido de la variable comienza en - 0.218 para Botsuana en 1995, alcanzando una cifra de 11.975 para Zimbabwe en 2007.

En la tabla siguiente (tabla 15) se incluyen los estadísticos descriptivos del nivel de ventas o tamaño según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Ln Ventas	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	410	5.75	1.339	-0.218	11.975
Ley civil francesa	438	6.32	1.448	1.802	10.225
Ley civil alemana	254	6.38	1.167	3.169	9.158
Ley civil escandinava	72	7.07	0.464	5.970	8.175
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	136	5.18	1.166	1.979	11.975
Ingresos bajos – medios	255	5.50	1.122	2.479	10.225
Ingresos medios – altos	296	5.89	1.404	-0.218	10.031
Ingresos altos (miembros OCDE)	414	7.26	0.798	4.265	9.133
Ingresos altos (no miembros OCDE)	227	5.62	0.951	2.211	9.158

Orientación del país					
Orientación a los bancos	543	6.20	1.398	-0.218	11.975
Orientación al mercado	411	6.55	1.084	3.585	9.158
Grado de desarrollo					
Desarrollado	937	6.43	1.293	-0.218	10.031
No desarrollado	391	5.39	1.146	1.979	11.975

Tabla 15: Estadísticos descriptivos de la variable ventas según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

En el caso de las ventas, atendiendo a la familia legal de los países encontramos 3 niveles: en el más bajo se encuentran los países de ley común, con los menores niveles de ventas; en el escalón intermedio se encuentra la ley civil francesa y alemana, si bien esta última es ligeramente superior (6.38 vs 6.32) y por último con los mayores niveles de ventas se encuentra la ley civil escandinava.

En cuanto al nivel de ingresos, la relación positiva hallada entre ventas e ingresos es más ligera que en los casos previos, llegando incluso a no completarse en el caso de países con ingresos altos sin ser miembros del OCDE – que presentan unas ventas ligeramente menores que en el caso de países con ingresos medios/altos –. Sin embargo, se mantiene que los países con mayores niveles de ventas son los de ingresos altos y miembros del OCDE.

En cuanto a la orientación del país, las ventas son ligeramente menores en el caso de países orientados a entidades financieras, frente a los orientados a los mercados (6.20 vs 6.55). Más notable es la diferencia entre países desarrollados y no desarrollados, con un 6.43 frente a 5.39, indicando que los países subdesarrollados presentan unas menores ventas que los desarrollados, quizá motivado por su mayor capacidad productiva.

2.9 ENDEUDAMIENTO

Los datos empresariales del endeudamiento, se obtienen del cociente entre las deudas del país y los activos totales de este. Las deudas y los activos, al igual que el resto de las variables empresariales del presente estudio, se obtienen de los balances de las empresas que recoge la base de datos “*Compustat*”. Los resultados de dichos balances se promedian por año y por país, para finalmente realizar el cociente (deuda/activos) y obtener la ratio de endeudamiento – por país y por año –. Por definición ideal de esta ratio, podría abarcar, a lo sumo, un rango de valores de 0 a 1. Si

bien, en los datos prácticos que se han hallado, estos valores tienen un recorrido desde 0.052 (Colombia, 1994) hasta 0.967 (Grecia, 1994).

Los resultados de la variable endeudamiento según: el origen legal, el nivel de ingresos, la orientación del país y el grado de desarrollo, se muestran en la tabla siguiente (tabla 16).

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Endeudam.	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	401	0.75	0.141	0.115	0.938
Ley civil francesa	439	0.73	0.161	0.052	0.967
Ley civil alemana	254	0.75	0.174	0.075	0.953
Ley civil escandinava	72	0.79	0.083	0.626	0.896
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	129	0.71	0.179	0.115	0.938
Ingresos bajos – medios	257	0.74	0.147	0.052	0.954
Ingresos medios – altos	297	0.65	0.164	0.075	0.907
Ingresos altos (miembros OCDE)	414	0.83	0.086	0.525	0.967
Ingresos altos (no miembros OCDE)	237	0.68	0.179	0.117	0.944
Orientación del país					
Orientación a los bancos	545	0.78	0.148	0.052	0.967
Orientación al mercado	412	0.76	0.107	0.372	0.908
Grado de desarrollo					
Desarrollado	948	0.74	0.163	0.075	0.967
No desarrollado	386	0.73	0.159	0.052	0.954

Tabla 16: Estadísticos descriptivos de la variable endeudamiento según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

En principio, el nivel de endeudamiento, como se mostró en la teoría depende más del sector de la empresa en que nos encontremos. A la vista de los datos encontrados no podemos obtener grandes relaciones.

En cuanto al origen legal no podemos discernir en qué tipo de familia legal las empresas están más endeudadas. Todas ellas se mueven entre un 73% y un 79% de deuda sobre los activos, si bien parece que la familia civil escandinava es donde se presenta un mayor endeudamiento y la familia de ley civil francesa donde se presenta el menor.

Atendiendo al nivel de ingresos, los países de bajos o bajos/medios ingresos presentan un mayor endeudamiento (71 y 74%) que los países con unos ingresos medios/altos o altos (65 y 68%). Sin embargo, con una diferencia más significativa, los países que presentan el mayor endeudamiento son los que tienen ingresos altos y son miembros del OCDE.

Respecto al nivel de desarrollo y orientación del país a mercados o entidades bancarias las diferencias son prácticamente imperceptibles, teniendo un endeudamiento ligerísimamente mayor los países desarrollados y los orientados a los bancos.

2.10 LIBERTAD ECONÓMICA

La variable institucional de libertad económica se corresponde con el “*Index of Economic Freedom*” de la *Heritage Foundation*¹⁵. Durante más de una década, *The Wall Street Journal* y *The Heritage Foundation* han seguido la evolución de la libertad económica en todo el mundo mediante el índice de Libertad Económica. Mediante la creación de 10 parámetros representativos, mide el éxito económico de 184 países de todo el mundo.

Una definición amplia de la libertad económica debe abarcar todas las libertades y derechos de producción, distribución o consumo de bienes y servicios. La forma más elevada de la libertad económica debe proporcionar un derecho absoluto de la propiedad, la libertad plena de movimientos de mano de obra, capital y bienes y la ausencia absoluta de coerción o restricción de la libertad económica más allá de la medida necesaria para que los ciudadanos protejan y mantengan su propia libertad. En otras palabras, los individuos en una sociedad económicamente libre serían libres y tienen derecho a trabajar, producir, consumir e invertir de cualquier manera que elijan bajo un estado de derecho, con su libertad pero a la vez protegidos y respetados por el Estado.

El Índice de Libertad Económica adopta una visión amplia e integral, que mide el desempeño del país en 10 áreas separadas de la libertad económica. Algunos de los aspectos medidos de la libertad económica tienen que ver con las interacciones de un país con el resto del mundo, por ejemplo el grado de apertura de una economía a la inversión o al comercio mundial. La mayoría, sin embargo, se centran en las políticas de un país, la evaluación de la libertad de los individuos para utilizar su trabajo o finanzas sin restricciones indebidas y sin la interferencia del gobierno.

Cada una de las libertades económicas juega un papel vital en el desarrollo y sostenimiento de la prosperidad personal y nacional. No son excluyentes entre sí, sin

¹⁵ Más información y consulta del índice en la Web: www.heritage.org/index

embargo, el progreso en un área, a menudo, es probable que refuerce o incluso inspire el progreso en otra. Del mismo modo, la libertad económica reprimida en un área puede hacer que sea mucho más difícil lograr altos niveles de libertad en otras categorías. Para mejorar la capacidad de comprensión y claridad de presentación las 10 libertades económicas se han agrupado en cuatro grandes categorías o pilares de libertad económica, como se muestra a continuación:

- El estado de derecho (derechos de propiedad y libertad frente a la corrupción).
- Gobierno limitado (libertad fiscal y gasto público).
- Eficiencia reguladora (libertad comercial, libertad laboral y libertad monetaria).
- Apertura de los mercados (libertad de comercio, libertad de inversión y libertad financiera).

Cada una de las libertades incluidas dentro de estas cuatro amplias categorías es calificada en una escala de 0 a 100. La puntuación general de libertad económica de un país es un promedio simple de las puntuaciones de las diez libertades individuales.

En la tabla siguiente (tabla 17) se muestran las calificaciones promedias de libertad económica atendiendo al origen legal de país, el nivel de ingresos, la orientación del país y el nivel de desarrollo de este.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Libertad económica	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	389	66.37	13.129	21.4	90.5
Ley civil francesa	438	61.92	8.140	37.1	78.6
Ley civil alemana	232	62.74	8.961	29.4	81.9
Ley civil escandinava	65	69.68	4.34	61.4	79.6
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	136	50.96	7.947	21.4	64.2
Ingresos bajos – medios	252	59.02	6.90	29.4	71.3
Ingresos medios – altos	298	63.84	8.099	37.1	78.6
Ingresos altos (miembros OCDE)	367	70.81	6.771	57.4	82.6
Ingresos altos (no miembros OCDE)	162	70.85	10.046	50.4	90.5
Orientación del país					
Orientación a los bancos	516	61.79	8.992	21.4	79.6
Orientación al mercado	372	71.91	8.995	48.1	90.5
Grado de desarrollo					
Desarrollado	827	68.31	8.649	37.1	90.5
No desarrollado	388	56.19	8.227	21.4	71.3

Tabla 17: Estadísticos descriptivos de la variable libertad económica según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Estudiando la incidencia del origen civil en la libertad económica del país no podemos obtener pensamientos concluyentes debido a que los valores de la libertad económica de los 4 orígenes están en sintonía, con un recorrido muy corto, que abarca desde 61.92 (para la ley civil francesa) hasta una puntuación de 69.68 (para la ley civil escandinava).

La relación con el nivel de ingresos si es más concluyente y determinante, estableciéndose una fuerte relación positiva entre el nivel de ingresos y la libertad económica, de forma que los países con mayores ingresos disponen de una mayor libertad económica. Sin embargo, en este caso no parece que exista ninguna distorsión debida a que el país sea o no miembro del OCDE (la diferencia entre ambos es de tan sólo un 0.04%).

Se manifiesta también una mayor libertad económica en países desarrollados, así como también en los orientados al mercado, frente a los subdesarrollados u orientados al mercado, obteniendo puntuaciones superiores al 10% que sus respectivos.

2.11 CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD

La concentración de propiedad además de presentar interés en sí misma y cómo influye en la valoración de las empresas, está íntimamente relacionada con la protección legal de accionistas y acreedores. Según los estudios de Shleifer y Vishny (1997), una alta concentración de propiedad podría ser el reflejo de una pobre protección del inversor.

Según esta hipótesis cabría esperar que los países de ley civil francesa y alemana tuvieran unos valores más elevados de concentración de propiedad mientras que los países con un origen legal común o civil escandinavo deberían ser los que menos valoración obtuvieran. En cuanto al nivel de ingresos, los países con ingresos bajos y altos – que sean miembros del OCDE – deberían de tener la menor concentración de propiedad, mientras que los países con ingresos medios – bajos deberían tener la mayor concentración de propiedad. Aquellos países orientados a las entidades bancarias deberían disponer de un mayor valor de la variable que en el caso de países orientados al mercado. En el marco del grado de desarrollo, continuando la hipótesis de Shleifer y Vishny (1997), los países no desarrollados tener una mayor concentración de propiedad que aquellos que sí son desarrollados.

La variable “concentración de propiedad” se define como el promedio accionarial en propiedad de los tres principales accionistas de las 10 mayores empresas no financieras, de propiedad privada de un país. Consideramos una empresa como privada, siempre que el Estado no sea accionista conocido en ella. Los datos son tomados de La Porta *et al.* (1998). Los rangos de la variable abarcan desde un 0.18 (18% de propiedad accionarial) para Japón y Taiwán hasta valores de 0.67 (67% de propiedad accionarial) para Kenia.

En la siguiente tabla (tabla 18) se muestran los valores de concentración de propiedad atendiendo al origen legal, nivel de ingresos, orientación del país o nivel de desarrollo.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Concent. de propiedad	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	324	0.44	0.126	0.19	0.67
Ley civil francesa	324	0.54	0.082	0.34	0.67
Ley civil alemana	108	0.34	0.156	0.18	0.58
Ley civil escandinava	72	0.37	0.061	0.28	0.45
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	90	0.48	0.115	0.37	0.67
Ingresos bajos – medios	162	0.57	0.047	0.47	0.63
Ingresos medios – altos	108	0.53	0.057	0.45	0.64
Ingresos altos (miembros OCDE)	396	0.40	0.134	0.18	0.67
Ingresos altos (no miembros OCDE)	72	0.43	0.146	0.18	0.54
Orientación del país					
Orientación a los bancos	450	0.51	0.098	0.34	0.67
Orientación al mercado	378	0.41	0.145	0.18	0.64
Grado de desarrollo					
Desarrollado	576	0.43	0.135	0.18	0.67
No desarrollado	252	0.54	0.090	0.37	0.67

Tabla 18: Estadísticos descriptivos de la variable concentración de propiedad según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

En cuanto al origen legal de los hallazgos no están enfocados totalmente en la línea de Shleifer y Vishny, si bien las mayores concentraciones de propiedad en la ley civil francesa, así como los bajos valores de la ley civil escandinava si se corresponden; pero no ocurre lo mismo con la ley común y ley civil alemana.

Atendiendo al nivel de ingresos, los hallazgos si se corresponden, siendo los extremos – ingresos bajos e ingresos altos – los que menor concentración de propiedad presentan – a la vez incorporan una mayor protección para los accionistas. Por la parte contraria, los países con ingresos bajos – medios que disponían de la menor protección

para los accionistas, presentan la mayor concentración de propiedad (57%). Manifestándose así, y en este ámbito, los hallazgos de Shleifer y Vishny (1997).

Podemos corroborar la hipótesis de Shleifer y Vishny (1997) tanto en el caso de la orientación del país, como en el del grado de desarrollo. En el primer caso, los países orientados a los bancos, que generalmente poseen una menor protección para los accionistas, presentan mayores concentraciones de propiedad accionarial, concretamente un 51% frente al 41% que tiene lugar en países orientados a las entidades bancarias. Respecto al grado de desarrollo, los países no desarrollados, que son los que presentan valores más bajos de los derechos antidirector (protección de los accionistas), son los que tienen una mayor concentración de propiedad (54%), en contraposición a los países desarrollados, que disponen de mayor protección para los accionistas, acompañada de una menor concentración de propiedad (43%).

2.12 CRECIMIENTO DEL PIB

Empleamos el crecimiento del PIB como indicador principal de las opciones de crecimiento económico. Los reportes de estos datos los obtenemos de la página web del Grupo del Banco Mundial. Es uno de los organismos especializados de las Naciones Unidas, que se define como una fuente de asistencia financiera y técnica para los llamados países en desarrollo. Su propósito declarado es reducir la pobreza mediante préstamos de bajo interés, créditos sin intereses a nivel bancario y apoyos económicos a las naciones en desarrollo, siendo integrado por 186 países miembros.

Concretamente, la página web del Grupo del Banco Mundial, dispone de una sección: "datos.bancomundial.org", destinada a ofrecer multitud de bases de datos. Bajo la premisa de que las estadísticas son una parte fundamental de los conocimientos y actualmente todos usuarios pueden acceder fácilmente a ellas a través de internet, el Banco Mundial está proporcionando acceso libre y gratuito a un conjunto completo de datos sobre el desarrollo de los países a través de todo el mundo. Ampliar el acceso a esta información permite a las autoridades y a los grupos de interés tomar decisiones más informadas y medir los avances con mayor precisión. Al mismo tiempo, constituye una herramienta valiosa para apoyar las investigaciones periodísticas, académicas y otras al expandir la comprensión de los temas globales. Mencionada web está destinada

a mejorar el acceso general a los datos de la institución, que ahora son más fáciles de encontrar y usar.

La variable que nos atañe, el crecimiento del PIB, está definida como la tasa de crecimiento anual porcentual del PIB, a precios constantes. El PIB está calculado como la suma del valor agregado bruto de los productores residentes en la economía más todo impuesto a los productos, menos todo subsidio no incluido en el valor de los productos. Se calcula sin hacer deducciones por depreciación de bienes manufacturados o por agotamiento y degradación de recursos naturales. El recorrido de la variable abarca unas cuantías que oscilan desde el -18% (Letonia, 2009) hasta el 89% (Bosnia Herzegovina, 1996).

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Crecimiento del PIB	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	406	3.79	3.698	-17.7	14.8
Ley civil francesa	466	3.54	4.005	-14.7	18.3
Ley civil alemana	251	4.04	7.025	-18	89
Ley civil escandinava	72	2.49	2.528	-8.4	6.2
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	144	4.33	4.294	-17.7	10.6
Ingresos bajos – medios	269	4.85	6.686	-13.1	89
Ingresos medios – altos	322	3.86	4.544	-18	18.3
Ingresos altos (miembros OCDE)	406	2.36	2.467	-8.4	9.5
Ingresos altos (no miembros OCDE)	187	4.79	4.379	-8	20.8
Orientación del país					
Orientación a los bancos	558	3.38	3.604	-17.7	18.3
Orientación al mercado	388	3.33	3.156	-10.5	14.8
Grado de desarrollo					
Desarrollado	915	3.39	3.847	-18	20.8
No desarrollado	413	4.67	5.962	-17.7	89

Tabla 19: Estadísticos descriptivos de la variable crecimiento del PIB según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Según el origen legal de los países, se observa que el grupo que menos crecimiento experimenta son los países escandinavos. Es en este caso donde la medida del crecimiento del PIB, presenta una menor desviación típica así como un menor recorrido. Esto se explica por las mayores similitudes legales, geográficas, económicas o de desarrollo de los países escandinavos entre sí. Sin embargo, para los resultados de las leyes civiles francesa y alemana, así como la ley común, debido a la gran divergencia y diferencias entre los países originada con la forma en que se adoptó la ley – conquistas, imperialismos o imitaciones sutiles – los resultados no se pueden considerar concluyentes. La media para estos países, en los rangos temporales en que

nos movemos (1994 – 2011), sugiere un crecimiento anual en torno al 3.5 – 4%, mientras que en los países escandinavos se sitúan en torno al 2.5%.

Lo mismo sucede respecto al nivel de ingresos de los países. Existe una alta variabilidad en los resultados, originada por el hecho de que en un mismo grupo de nivel de ingresos hay países muy dispares. Esta variabilidad es reducida en el caso de los países miembros de la OCDE debido a un perfil general y concretamente económico de mayor similitud, donde el crecimiento del PIB se limita a un 2.36%. Mientras, que para el resto de nivel de ingresos, el crecimiento se acerca e incluso supera el 4%.

En cuanto a la orientación de los países a los bancos o a las entidades financieras no se aprecian diferencias significativas. Sin embargo, si es concluyente que los países subdesarrollados, con el fin de alcanzar a los desarrollados, presentan un crecimiento económico del PIB superior (4.67 vs 3.39%).

2.13 GASTO EN I+D

El gasto total de un país en I+D, privado y público, podría ser empleado como una medida de sus futuras opciones de crecimiento. El gasto actual en I+D puede allanar el camino a largo plazo de las inversiones corporativas y el crecimiento económico en el futuro. Es por ello que, como una segunda estimación de las opciones de crecimiento, empleamos el gasto en I+D como una medida complementaria del crecimiento del PIB. Podríamos diferenciarlas considerando la medida de crecimiento del PIB como una estimación del crecimiento a posteriori, considerando que el crecimiento ya tuvo lugar. El gasto en I+D estaría considerando como una medida a priori, debido al hecho de que el gasto en I+D estará destinado a desarrollar opciones de crecimiento futuras. Por ello ambas variables, aunque en ocasiones tengan valores contradictorios es debido a que una mide el crecimiento económico actual, y la segunda las posibilidades de crecimiento económico futuro.

La fuente de obtención de los datos es, al igual que en el crecimiento del PIB, los Indicadores del Banco Mundial¹⁶, que a su vez emplea como origen el Instituto de Estadística de la Organización de las Naciones Unidas para la Educación, la Ciencia y la Cultura (UNESCO). Se define como el porcentaje del PIB que se deriva para gastos

¹⁶ datos.bancomundial.org/indicador

corrientes y de capital público y privado en trabajo creativo realizado sistemáticamente para incrementar los conocimientos, incluso los conocimientos sobre la humanidad, la cultura y la sociedad, así como el uso de los conocimientos para nuevas aplicaciones. El área de investigación y desarrollo abarca la investigación básica, la investigación aplicada y el desarrollo experimental. El rango de la variable comienza en 0.01 (Zambia, 1996-1997 y 2002-2003) hasta 4.8 (Israel, 2008).

En la siguiente tabla (tabla 20) se analiza la variable en función de los orígenes legales de los países, su nivel de ingresos, su orientación y su grado de desarrollo.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Gasto en I+D	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	170	1.42	1.125	0.01	4.8
Ley civil francesa	262	0.83	0.612	0.05	2.27
Ley civil alemana	174	1.44	0.943	0.02	3.45
Ley civil escandinava	49	2.78	0.825	1.52	4.13
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	30	0.42	0.302	0.01	0.78
Ingresos bajos – medios	131	0.44	0.364	0.02	1.47
Ingresos medios – altos	181	0.67	0.339	0.04	1.55
Ingresos altos (miembros OCDE)	277	2.01	0.803	0.45	4.13
Ingresos altos (no miembros OCDE)	87	1.39	1.374	0.06	4.8
Orientación del país					
Orientación a los bancos	299	1.33	1.134	0.04	4.8
Orientación al mercado	209	1.57	1.020	0.05	4.13
Grado de desarrollo					
Desarrollado	545	1.47	1.013	0.04	4.8
No desarrollado	161	0.44	0.352	0.01	1.47

Tabla 20: Estadísticos descriptivos de la variable gasto en I+D según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Ateniéndonos al origen legal de los países podemos obtener tres conclusiones principales:

- Los países de ley civil escandinava, pese a que son los que menor crecimiento del PIB experimentan en el periodo 1994 – 2011 (en torno a un 2.5%), son a su vez los que destinan un mayor porcentaje del propio PIB a gastos de I+D, tratando de impulsar su crecimiento económico futuro.
- Los países de ley común y ley civil alemana son los países que un mayor crecimiento del PIB experimentan (en torno al 3.8 – 4%) y a su vez son los que menor porcentaje del PIB destinan a gastos de I+D. Es decir, los países que más crecen, económicamente hablando, en el rango temporal analizado, son los que

aparentemente están menos comprometidos con impulsar su crecimiento futuro a base de inversión en I+D.

- Este último aspecto se hace más notable y consistente en el caso de la ley civil francesa, que presenta incluso un crecimiento del PIB menor (3.5%) y sólo destinan un 0.83% para gastos en I+D.

Según el criterio del nivel de ingresos, podemos definir una relación positiva entre el nivel de ingresos y el gasto en I+D. Podemos interpretar este hecho como una ventaja competitiva de los países con mayores ingresos frente al resto en la búsqueda de los mejores procesos, tecnologías o conocimientos. Esto se hace más notable cuanto mayor sea el nivel de ingresos, puesto que la repercusión de las investigaciones y desarrollos es mucho más efectiva, debido al tamaño del país (ventas), así como a la posibilidad de extrapolar las investigaciones a mayor número de industrias o sectores.

En cuanto a la orientación de los países, el gasto en I+D es superior en los países orientados al mercado, mientras que en el caso del crecimiento del PIB los resultados son similares tanto en países orientados al mercado como a entidades bancarias.

Según el grado de desarrollo, nos podemos percatar que, en la temporalidad estudiada, los países menos desarrollados tienen un crecimiento del PIB más elevado, sin embargo, estos hacen una inversión mucho menor en I+D que los países desarrollados, quizá porque estos últimos dispongan de unos recursos base para la investigación de los carecen los primeros.

2.14 GASTO DE CAPITAL

Consideramos que el gasto de capital ofrece unas perspectivas del crecimiento económico futuro esperado del país (Chua *et al.*, 2006). Del mismo modo que las dos variables previas destinadas a la evaluación del crecimiento económico, la variable gasto de capital la obtenemos de los Indicadores del Banco Mundial, concretamente de su web¹⁷.

Se define la variable gasto de capital como el porcentaje sobre el PIB que es destinado a pagos de efectivo por actividades operativas del Gobierno para la provisión de bienes y servicios. Incluye la remuneración de empleados (como sueldos y salarios),

¹⁷ datos.bancomundial.org/indicador

interés y subsidios, donaciones, beneficios sociales y otros gastos como renta y dividendos. A su vez, el Banco Mundial toma estos datos a partir del Fondo Monetario Internacional, el Anuario de Estadísticas de las Finanzas Públicas y las estimaciones del PIB de Banco Mundial y la OCDE.

Al igual que hemos hecho con las variables anteriores, en la siguiente tabla (tabla 21), se analizan en función del origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y grado de desarrollo.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Gasto de capital	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	264	23.13	9.924	5	63.1
Ley civil francesa	325	30.18	10.189	9.5	51.9
Ley civil alemana	192	32.18	8.674	10.4	52.1
Ley civil escandinava	59	36.51	3.831	30.6	49.8
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	80	16.65	5.386	5	33.2
Ingresos bajos – medios	180	24.59	7.392	9.5	51.8
Ingresos medios – altos	196	28.87	7.960	13.7	52.1
Ingresos altos (miembros OCDE)	334	34.23	9.132	14.3	63.1
Ingresos altos (no miembros OCDE)	110	34.07	17.122	6.1	73.8
Orientación del país					
Orientación a los bancos	400	31.29	12.96	5	73.8
Orientación al mercado	274	25.17	8.475	11	63.1
Grado de desarrollo					
Desarrollado	640	32.56	10.901	6.1	73.8
No desarrollado	260	22.15	7.753	5	51.8

Tabla 21: Estadísticos descriptivos de la variable gasto de capital según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Si observamos el origen legal podemos destacar la inversión no sólo en I+D que realizan los países de ley civil escandinava, sino que también son los países cuyos gobiernos invierten más en aprovisionamiento de bienes y servicios, tratando de garantizar un futuro desarrollo económico óptimo del país. Con unos niveles intermedios encontramos a la ley civil francesa y alemana, sin embargo, el gasto en I+D de la primera es un 40% menor que el de la segunda, a lo que tenemos que añadir, que el crecimiento promedio de la temporalidad estudiada es también inferior (3.5%). Los gobiernos de países de ley común son los que menos invierten en aprovisionamientos de bienes y servicios (en torno al 23%), sin embargo, el crecimiento del PIB en los últimos años se situó en torno al 3.8% (en términos anuales).

De forma genérica podemos destacar que aparentemente la ley civil escandinava, aunque fue la que menos creció, está generando unos ambientes favorables y proclives

para el desarrollo económico, al igual que la ley civil alemana. Mientras que la ley común y la ley civil francesa experimentaron un crecimiento del PIB intermedio, situándose entre la ley civil escandinava y la ley civil alemana, sus expectativas de crecimiento futuro – atendiendo a las variables gasto en I+D y gasto de capital – no son tan favorables como en las primeras.

Según el nivel de ingresos, podemos destacar una implicación positiva de la inversión en I+D y en bienes y servicios por parte del Gobierno según aumenta el rango de ingresos.

El crecimiento económico atendiendo a la orientación del país no muestra ningún resultado especialmente destacable. El crecimiento del PIB es muy similar en ambos casos, mientras que las dos variables sobre previsiones futuras cada una se decanta hacia un tipo de orientación.

En lo que a nivel de desarrollo respecta, los países no desarrollados han incrementado su propio PIB de forma porcentual de mayor manera que los países desarrollados. Sin embargo, en el caso de países desarrollados, las formas de crecimiento económico futuro, tales como inversiones en I+D o gastos de capital, son consideradas aparentemente más importantes destinando porcentajes susceptiblemente mayores del PIB a ellas. No obstante, los resultados de estas dos variables, no se podrán tener como referencia fiable, debido a que se tratan de economías muy diferentes y evidentemente para países muy poco industrializados son más propensos a emplear tecnologías existentes, no resultando interesante invertir en I+D.

2.15 APERTURA COMERCIAL

Para medir la apertura económica definimos como variable principal la apertura comercial. Definimos esta variable como la suma de las importaciones y de las exportaciones de bienes y servicios, ambas extraídas de los Indicadores del Banco Mundial.

Las importaciones de bienes y servicios representan el valor de todos los bienes y otros servicios de mercado recibidos por un país desde el resto del mundo. Las exportaciones de bienes y servicios representan el valor de todos los bienes y demás servicios de mercados prestados al resto del mundo. Se incluyen el valor de las

mercaderías, fletes, seguros, transporte, viajes, regalías, tarifas de licencia y otros servicios tales como los relativos a las comunicaciones, la construcción, los servicios financieros, los informativos, los empresariales, los personales y los de Gobierno. Excluyen la remuneración de los empleados y los ingresos por inversiones, como también los pagos de transferencias. Las cifras se muestran en tanto por cien sobre el PIB del país de estudio. Los rangos de la variable abarcan desde un 15% del PIB (Brasil, 1996) hasta 460% del PIB para (Singapur, 2008).

En la tabla siguiente (tabla 22) se muestra cómo se distribuye la apertura comercial en función del origen legal, nivel de ingresos, orientación del país o nivel de desarrollo.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Apertura comercial	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	393	100.63	90.863	20	460
Ley civil francesa	465	74.71	36.281	15	181
Ley civil alemana	248	88.33	32.222	16	177
Ley civil escandinava	72	79.5	10.502	64	107
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	144	65.22	32.781	20	171
Ingresos bajos – medios	263	75.52	33.857	15	150
Ingresos medios – altos	316	91.75	41.217	19	221
Ingresos altos (miembros OCDE)	407	82.23	52.461	16	320
Ingresos altos (no miembros OCDE)	154	162.92	111.558	62	460
Orientación del país					
Orientación a los bancos	554	70.12	29.778	19	169
Orientación al mercado	380	112.91	98.235	15	460
Grado de desarrollo					
Desarrollado	877	99.83	70.194	16	460
No desarrollado	407	71.88	33.802	15	171

Tabla 22: Estadísticos descriptivos de la variable apertura comercial según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Según el origen legal, los países que menor apertura comercial presentan son los regidos por ley civil francesa, seguidos por los escandinavos. En la parte opuesta se encuentran los países de ley civil alemana y los de ley común. No obstante, estos últimos presentan una gran diversidad en cuanto a resultados de apertura comercial, abarcando desde una mínima apertura comercial de 20 (India, 1994) hasta la máxima de 460 (Singapur, 2008).

Atendiendo al nivel de ingresos, se percibe la existencia de una relación positiva con la apertura comercial. De esta manera, los países de ingresos medios – altos o altos son los que poseen una mayor apertura comercial. Notar que la apertura comercial

existente en países con ingresos altos que son miembros de de la OCDE, tienen asociada una apertura comercial menor que las de los países que no lo son.

En lo que a la orientación del país respecta, destacamos que como cabría suponer, aquellos que están orientados al mercado de capitales poseen una mayor apertura económica, frente a los que se orientan a las entidades bancarias (113 vs 70).

En último lugar, podemos destacar que las economías de los países subdesarrollados están menos abiertas, generalmente con poca capacidad para importar y centrados en la producción de muy poca variedad de bienes, de forma que producen para sí en un una mayor medida que los países desarrollados (72 vs 100).

2.16 INVERSIÓN EXTRANJERA

Incluimos una segunda variable para medir el nivel de apertura económica, refiriéndonos con ella al nivel de capital extranjero invertido en un país, considerando que a mayor inversión extranjera en un país este posee una mayor apertura económica.

La variable la obtenemos, al igual que el crecimiento del PIB, gastos de capital o apertura económica, de los indicadores del Banco Mundial (datos.bancomundial.org/indicador). Concretamente, los datos provienen a su vez del Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internaciones y la base de datos de la balanza de pagos, Banco Mundial, Flujos Mundiales de Financiación para el Desarrollo y estimaciones del PIB del Banco Mundial y la OCDE. La inversión extranjera directa constituye la entrada neta de inversiones para obtener un control de gestión duradero (por lo general, un 10% o más de las acciones que confieren derecho a voto) de una empresa que funciona en un país que no es el del inversionista. Es la suma del capital accionario, la reinversión de las ganancias, otras formas de capital a largo plazo y capital a corto plazo, tal como se describe en la balanza de pagos. Muestra las salidas netas de inversiones desde la economía informante hacia el resto del mundo y se divide por el PIB.

Los rangos abarcan, como máximo, volúmenes de inversión de hasta 565% del PIB para Luxemburgo en 1999.

En la siguiente tabla (tabla 23), se muestra como varía la inversión extranjera en función del origen legal de los países inversores, el nivel de ingresos, la orientación de los países o el grado de desarrollo de estos.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Inversión extranjera	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	397	3.98	5.562	-14.9	36.6
Ley civil francesa	451	3.46	3.857	-2.8	36.4
Ley civil alemana	247	4.02	6.315	-29.2	52.1
Ley civil escandinava	71	3.54	4.213	-3.6	23.4
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	138	2.70	2.849	0	11.9
Ingresos bajos – medios	258	3.74	3.838	-2.8	31.4
Ingresos medios – altos	319	4.16	5.196	-29.2	52.1
Ingresos altos (miembros OCDE)	402	16.38	71.105	-14.9	564.9
Ingresos altos (no miembros OCDE)	168	6.99	11.758	-10	121.7
Orientación del país					
Orientación a los bancos	536	2.95	3.764	-6.7	36.4
Orientación al mercado	385	18.27	72.433	-14.9	564.9
Grado de desarrollo					
Desarrollado	889	10.22	48.489	-29.2	564.9
No desarrollado	396	3.37	3.556	-2.8	31.4

Tabla 23: Estadísticos descriptivos de la variable inversión extranjera según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

La inversión según el origen legal de los países no es demasiado aclaratoria, la inversión extranjera promedio oscila entre unos mínimos de 3.46 hasta unos máximos de 4.02. De esta forma países de ley civil francesa (3.46) y escandinava (3.54) son los que menos volumen de inversión extranjera realizan, en contraposición, hallamos países de ley común (3.98) y ley civil alemana (4.02) como los que más inversión extranjera aportan.

En lo que a nivel de ingresos se refiere, se establece un comportamiento según el cual, a mayor nivel de ingresos – lo que podría implicar una mayor cantidad de efectivo disponible para invertir – el volumen de capital invertido en el extranjero también aumenta. A su vez, dentro de los países de mayor nivel de ingresos, aquellos países miembros del OCDE invierten un mayor volumen de capital que aquellos países que no lo son.

Se pone de manifiesto también que aquellos países orientados al mercado, como era de suponer, presentan unas inversiones en el extranjero mucho mayores que las de los países orientados a los bancos (18.27 vs 2.95). De manera similar ocurre con los

países desarrollados, que triplican la inversión promedio de los no desarrollados (3.37 vs 10.22).

2.17 TIPO IMPOSITIVO

En el sistema tributario y económico, el tipo impositivo describe la proporción de carga con la que se grava un negocio o persona. Estas tasas se pueden presentar con diferentes definiciones aplicadas a una base imponible. El valor de tipo impositivo, que empleamos en el presente estudio, es el conocido en el sistema tributario español como impuesto de sociedades, que grava la renta de las sociedades y demás entidades jurídicas, recayendo sobre los beneficios obtenidos por las sociedades.

Los datos sobre los impuestos de sociedades los obtenemos de las variables macroeconómicas recogidas en la web de *Heritage Foundation* (www.heritage.org/index). Los rangos que abarca la variable de impuestos de sociedades van desde un 10% para Bosnia Herzegovina hasta un 45% para Bangladesh.

En la siguiente tabla (tabla 24) se analiza el impuesto de sociedades atendiendo a los criterios que veníamos considerando hasta ahora.

Clasificación tipo	Nº Observaciones	Tipo impositivo	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Origen legal					
Ley común	378	27.70	7.515	12.5	45
Ley civil francesa	450	25.84	6.862	12	35
Ley civil alemana	252	19.2	5.433	10	30
Ley civil escandinava	72	26.33	1.088	25	28
Nivel de ingresos					
Ingresos bajos	144	32.48	5.986	25	45
Ingresos bajos – medios	252	24.31	8.401	10	34
Ingresos medios – altos	324	22.06	6.365	12	35
Ingresos altos (miembros OCDE)	396	25.99	5.561	12.5	35
Ingresos altos (no miembros OCDE)	126	19.93	7.311	10	35
Orientación del país					
Orientación a los bancos	540	27.58	6.779	10	45
Orientación al mercado	396	24.77	6.684	12.5	35
Grado de desarrollo					
Desarrollado	846	23.58	6.592	10	35
No desarrollado	396	27.28	8.561	10	45

Tabla 24: Estadísticos descriptivos de la variable tipo impositivo según: origen legal, nivel de ingresos, orientación del país y nivel de desarrollo. (Fuente: Elaboración propia)

Según el origen legal de los países, destacamos a los países gobernados por ley civil alemana que gravan los beneficios empresariales con el menor de los tipos

impositivos de las familias estudiadas, concretamente con un 19.2%, mientras que el resto de los regímenes legales se encuentran en rondando el 26 – 28%.

En cuanto al nivel de ingresos se establece una relación negativa con el tipo impositivo, de forma que aquellos países con mayores ingresos gravan en menor cuantía los beneficios de sus empresas. Podríamos concluir que para una recaudación impositiva determinada, aquellos países con más ingresos podrían hacerlo aplicando un tipo impositivo menor, mientras que países con menos ingresos, para llegar a una recaudación dada, tendrán que aplicar mayores tipos. Especialmente llamativo resulta que esto no se llega a cumplir para países de ingresos altos miembros de la OCDE, que tienen unos tipos más elevados (25.99) frente a sus homónimos que no lo son (19.93).

En lo que a la orientación del país se refiere, aquellos países que lo están hacia los bancos, poseen un tipo impositivo cerca de 3 puntos porcentuales superior a los orientados al mercado. Curiosamente, se observa también que los países no desarrollados también tienen un tipo de 3.7 puntos porcentuales superior a los países desarrollados.

3. ANÁLISIS DE LOS DETERMINANTES DE LA VALORACIÓN EMPRESARIAL

En este capítulo analizamos la influencia que la calidad del entorno legal e institucional tiene sobre la valoración empresarial. El contraste lo llevamos a cabo mediante una metodología de mínimos cuadrados ordinarios. A continuación presentamos tres apartados en que se analizan respectivamente los datos y la metodología utilizados, así como los resultados obtenidos en los contrastes.

3.1 LOS DATOS

En el capítulo 2 presentamos las variables que íbamos a considerar en nuestro trabajo. El objetivo de nuestro trabajo es analizar la influencia que la calidad del entorno legal e institucional tiene sobre la valoración empresarial. Dado que el valor de las empresas puede verse influido por otras variables además de aquellas que se refieren al entorno legal e institucional, hemos considerado también otras posibles influencias como ya destacamos en el capítulo 2 de este trabajo. Para situarnos en el marco temporal, el análisis de regresión se lleva a cabo a lo largo de 18 años, específicamente de 1994 a 2011. La amplitud del periodo temporal considerado hace que tengamos en cuenta tanto periodos caracterizados por momentos alcistas en los ciclos bursátil y económico como momentos bajistas. En cuanto al marco geográfico se incluye en la muestra seleccionada a través de los 5 continentes y que abarca un conjunto de 79 países que nos permite analizar países con características legales e institucionales muy diferentes entre sí y con muy diferente grado de desarrollo económico. La amplitud del periodo temporal permite también añadir variabilidad a las características legales e institucionales dentro de cada país.

En línea con el objetivo descrito de explicar la valoración empresarial, la variable principal que analizaremos es la Q de Tobin media de las empresas del país. Debido a que es la variable principal que se trata de explicar, será considerada en todas las regresiones realizadas como variable dependiente. Los datos necesarios para su

cálculo los obtenemos de la base de datos “*Compustat*” a la que recurrimos para obtener los datos necesarios a nivel de empresa. Una vez que obtenemos los datos empresariales empleamos la expresión 4, para cada una de las empresas

$$Q_{Tobin} = \frac{\text{Valor de mercado del agregado}}{\text{Valor contable de los activos}} = \frac{\text{Valor de acciones} + \text{deudas}}{\text{Valor contable de los activos}} \quad [4]$$

Una vez que calculamos la Q de Tobin para cada empresa a lo largo de todos los años de muestra, con el programa estadístico “Stata 12”, hacemos la media de las empresas de cada país para cada año con el siguiente comando:

egen α = mean (β), by (γ δ)

Donde:

- α es el nombre que le queremos dar a la variable creada (ej. QTobin_país).
- β es el nombre de la variable queremos promediar (QTobin).
- γ criterio para hacer la media (año) – empresas del mismo año –.
- δ criterio para hacer la media (país) – empresas del mismo país –.

En cuanto a las variables independientes que empleamos, las podemos englobar en 3 grupos o categorías. El primer grupo abarca las variables de gobierno corporativo como son:

- Las ventas y el endeudamiento (deuda sobre activos) provenientes de la base de datos *Compustat*.
- Los derechos de los accionistas y acreedores y la concentración de propiedad recogidos de La Porta *et al.* (1998).
- Aplicación de la ley, riesgo país y corrupción cuyos datos provienen de los indicadores de gobernabilidad del Banco Mundial.
- Transparencia financiera y riesgo de crisis de deuda soberana determinados por el *World Economic Forum*.
- Libertad económica proveniente de *Heritage Foundation*.

En el segundo grupo englobamos las variables de medida de las opciones de crecimiento como son el crecimiento del PIB, el gasto en I+D y los gastos de capital. Variables obtenidas de los indicadores del Banco Mundial.

El tercer y último grupo corresponde a las variables de medida de apertura económica y régimen fiscal. Las variables de apertura económica son la apertura comercial – suma de exportaciones e importaciones – y la inversión extranjera, estimados por los indicadores del Banco Mundial. El régimen fiscal está definido por la variable tipo impositivo registrada entre las variables macroeconómicas de *Heritage Foundation*.

3.2 METODOLOGÍA DEL AJUSTE POR MÍNIMOS CUADRADOS

Según lo visto y como base fundamental del presente trabajo las variables analizadas (protección de accionistas y acreedores, corrupción, crecimiento del PIB...) y la valoración empresarial – Q de Tobin – no son independientes. Los derechos de los accionistas (por tomar una variable de las analizadas cualquiera), y la valoración empresarial (Q de Tobin) son dependientes, de forma de que cuanto mayor sea la protección de los accionistas de un país mayor será la Q de Tobin de dicho país.

También puede afirmarse que esta relación no es funcional, en el sentido de que no se puede determinar una fórmula exacta que nos dé la valoración de un país en función de una o varias de las variables analizadas (en nuestro caso que nos dé la Q de Tobin en función de la protección de los accionistas).

La razón de tal idea se basa en la experiencia acumulada por las empresas que viven una situación del tipo a la representada en la figura 5, correspondiente a la nube de puntos de la valoración de empresas y protección legal en 50 países. Aunque no exista una ecuación que determine de forma exacta la Q de Tobin de una empresa en función de la protección de los accionistas que impera en su entorno, tratamos de determinar una recta (expresión [5]) lo más próxima a la nube de puntos (figura 5),

$$y_{ti} = \beta_0 + \beta_1 \cdot x_i \quad [5]$$

Así se define el objetivo inicial de determinar los parámetros β_0 y β_1 , para que la recta $y_{ti} = \beta_0 + \beta_1 \cdot x_i$ pase lo más cerca posible de la nube de puntos $(x_1, y_1), \dots, (x_n, y_n)$.

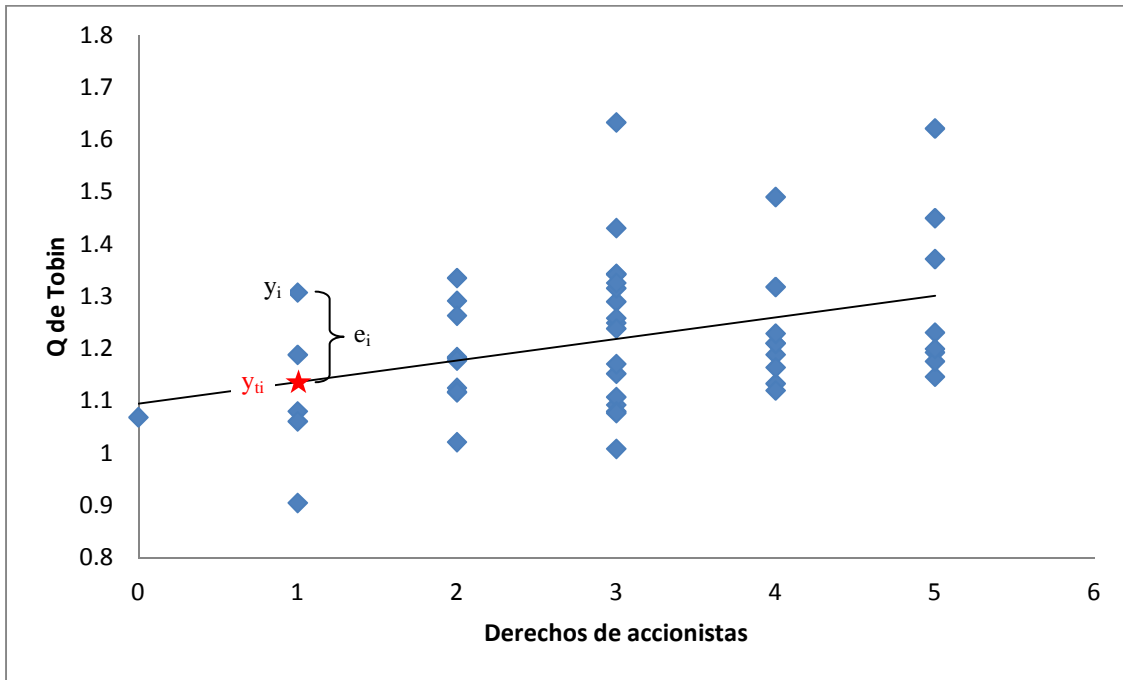


Fig. 5: Nube de puntos y ajuste lineal de la ratio Q de Tobin del país frente a los derechos de los accionistas. (Fuente: Elaboración propia)

Es decir, se trata de determinar los valores de β_0 y β_1 que hagan mínima la suma de los cuadrados de las desviaciones e_i entre los valores observados y_i y los teóricos dados por la recta y_{ti} ($e_i = y_{ti} - y_i$) – ver figura 5 –. Por tanto, se trata de optimizar la función que sigue (expresión [6]), de forma que sea mínima.

$$\min \sum_{i=1}^n e_i^2 = \min \sum_{i=1}^n (y_i - y_{ti})^2 = \min \sum_{i=1}^n (y_i - \beta_0 - \beta_1 \cdot x_i)^2 \quad [6]$$

Matemáticamente, este problema se resuelve considerando la ecuación anterior como una función de β_0 , derivando respecto a β_0 e igualando a cero dicha ecuación. A continuación, se considera la ecuación de la suma de los cuadrados como una función de β_1 , se deriva respecto a β_1 y se iguala a cero esta ecuación. Se obtiene así un sistema de dos ecuaciones con dos incógnitas de donde despejamos y obtenemos los valores para β_1 y β_0 :

$$\beta_1 = \frac{n \sum_{i=1}^n x_i \cdot y_i - (\sum_{i=1}^n x_i) \cdot (\sum_{i=1}^n y_i)}{n \sum_{i=1}^n x_i^2 - (\sum_{i=1}^n x_i)^2} \quad [7]$$

y

$$\beta_0 = \frac{\sum_{i=1}^n y_i - \beta_1 (\sum_{i=1}^n x_i)}{n} \quad [8]$$

De forma complementaria, indicamos que tan importante como el propio ajuste por mínimos cuadrados es la bondad de dicho ajuste. Para ello empleamos el coeficiente de correlación lineal de Pearson (r), definido por la expresión [9], o bien y de forma más extendida, el coeficiente de correlación (R^2), definido como el cuadrado del primero ($R^2 = (r)^2$).

$$r = \frac{n \sum_{i=1}^n x_i \cdot y_i - (\sum_{i=1}^n x_i) \cdot (\sum_{i=1}^n y_i)}{\sqrt{n \sum_{i=1}^n x_i^2 - (\sum_{i=1}^n x_i)^2} \cdot \sqrt{n \sum_{i=1}^n y_i^2 - (\sum_{i=1}^n y_i)^2}} \quad [9]$$

No obstante a día de hoy, si bien este es el desarrollo teórico, las fórmulas son implementadas en prácticamente la mayoría de calculadoras científicas, además de multitud de software matemático y de tratamiento de la información, como podría ser el “Mathematica”, “MatLab”, “R”, “Excel” o “Stata”, entre otros. Para los ajustes que se realizan a continuación empleamos concretamente el “Stata 12”.

3.3 RESULTADOS EMPÍRICOS

El análisis empírico se va a llevar a cabo según las tres categorías que habíamos considerado – efectos del gobierno corporativo, efectos de las opciones de crecimiento y apertura económica y régimen fiscal – adicionalmente incluimos un apartado dedicado al análisis de los efectos combinados de dichos grupos de variables.

3.3.1 *Efectos del gobierno corporativo*

La Tabla 25 recoge los resultados obtenidos con respecto a la influencia de las variables agrupadas en la categoría de gobierno corporativo sobre la valoración empresarial. En la primera parte de la tabla (panel A), disponemos las correlaciones obtenidas empleando como variable dependiente la Q de Tobin y como variable independiente, una o varias de las siguientes: derechos antidirector, derechos de acreedores, aplicación de la ley, transparencia financiera, riesgo país, riesgo de crisis de deuda soberana, corrupción, ventas, endeudamiento, libertad económica o concentración de propiedad. En la segunda parte de la tabla (panel B) se muestra la correlación, una a una, entre todas las variables independientes.

PANEL A: ANÁLISIS DE REGRESIÓN								
Variable dependiente	Q de Tobin							
Variables independientes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Antidirector	0.0424915*** (5.73)	0.0430197*** (5.77)	0.0297534*** (3.73)	0.0125602 (1.49)	0.0283078*** (3.53)	0.0316822*** (4.01)	0.0260258*** (3.30)	0.0069456 (0.76)
Der. Acreedores	-0.013189* (-1.65)	-0.0120498 (-1.50)	-0.0153302** (-1.97)	-0.003471 (-0.36)	-0.0170945** (-2.19)	-0.0168389** (-2.17)	-0.0245914*** (-2.81)	-0.0006378 (-0.07)
Aplicación ley		-0.005368 (-0.58)	0.0238047** (2.11)					
Transparencia financiera				-0.0159155*** (-3.50)				-0.0190478*** (-3.83)
Riesgo país						0.0298447*** (2.74)		0.0299964* (1.69)
Riesgo crisis deuda							0.0164886* (1.86)	0.0233047 (1.37)
Corrupción					0.023397** (2.35)			0.0277187 (1.12)
Ventas (Ln)			-0.0342085*** (-3.46)	0.0007923 (0.06)	-0.0368783*** (-3.63)	-0.0392505*** (-3.83)	-0.0406029*** (-3.52)	-0.012477 (-0.98)
Endeudamiento			-0.3040829*** (-3.47)	-0.5576383*** (-4.94)	-0.3092397*** (-3.66)	-0.2987828*** (-3.59)	-0.3193351*** (-3.29)	-0.7715822*** (-6.22)
Libertad económica								-0.0088398*** (-5.46)
Conc. Propiedad			-0.099574 (-1.17)	-0.2716278*** (-2.84)	-0.1111847 (-1.33)	-0.0958239 (-1.13)	-0.1205328 (-1.27)	-0.3770806*** (-3.48)
Constante	1.140596*** (21.89)	1.129108*** (21.36)	1.627833*** (12.59)	1.91128*** (13.59)	1.69627*** (13.11)	1.696481*** (13.25)	1.732149*** (13.05)	2.542619*** (11.89)
# Observaciones	882	881	814	659	815	815	694	602
R ²	0.1402	0.1405	0.1678	0.2142	0.1710	0.1730	0.1872	0.2816

PANEL B: CORRELACIÓN ENTRE VARIABLES											
	Antidirector	Der. Acreedores	Aplicación ley	Transp. financiera	Riesgo país	Riesgo crisis deuda	Corrupción	Ventas (Ln)	Endeudam.	Libertad económica	Conc. propiedad
Antidirector	1										
Der. Acreedores	0.0638	1									
Aplicación ley	0.0490	0.2301	1								
Transparencia financiera	-0.0415	0.0127	0.6078	1							
Riesgo país	-0.0572	0.1471	0.8685	0.5784	1						
Riesgo crisis deuda	0.0111	0.1575	0.8750	0.6956	0.7668	1					
Corrupción	0.0576	0.2108	0.9609	0.6385	0.8561	0.8956	1				
Ventas (Ln)	-0.1333	-0.1025	0.5124	0.6337	0.5072	0.5146	0.5007	1			
Endeudamiento	-0.2147	0.3709	0.4407	0.3134	0.3302	0.3211	0.3758	0.2663	1		
Libertad económica	0.1700	0.1665	0.6995	0.4480	0.6220	0.6837	0.7309	0.3153	0.1569	1	
Conc. Propiedad	-0.5001	-0.1772	-0.5218	-0.3206	-0.4030	-0.4442	-0.4875	-0.2336	-0.2896	-0.3880	1

Tabla 25: Regresiones de la Q de Tobin frente a las variables de gobierno corporativo. (Fuente: Elaboración propia)

Comenzamos analizando el panel B de la tabla 25, que es el que muestra las correlaciones entre todas las variables. Para su análisis procedemos a subclasificar las variables incluidas en 4 grupos.

En el primer grupo incluimos las variables de protección de accionistas (“Antidirector”) y acreedores (“Der. Acreedores”). Entre ambas variables existe una

correlación positiva (0.0638), hecho que pone de manifiesto los hallazgos de La Porta *et al.* (1998) así como los del presente trabajo en el capítulo 1.3 “Entorno y origen legal”, según los cuales, los países que presentan una mejor protección para los accionistas lo hacen también para los acreedores y los que menos protegen lo hacen para ambos de forma similar. De esta forma no existen países que protejan mucho a accionistas y poco a acreedores, ni viceversa, poniéndose de manifiesto esta correlación positiva entre ambas variables.

En un segundo grupo podemos englobar las variables de “gobierno corporativo” puramente dicho. Englobamos en esta categoría las variables: aplicación de la ley, transparencia financiera, riesgo país, riesgo de crisis de deuda soberana, corrupción y libertad económica. Según se puso de manifiesto en el segundo capítulo donde se describieron estas variables, su aplicación a lo largo de los países según origen legal, nivel de ingresos, grado de desarrollo u orientación va de la mano. De forma, y como podría esperarse que los países que tienen una mayor aplicación de la ley también tendrán una mayor transparencia financiera (0.61), menor riesgo país (valores altos de la variable implican menor riesgo país) (0.87), menor riesgo de crisis de deuda soberana (valores altos de la variable implican menor riesgo de crisis) (0.88), menor corrupción (valores altos de la variable implican menor corrupción) (0.96) y una mayor libertad económica (0.70). Según lo dicho y como se pone de manifiesto en el panel B de la tabla 25, todas estas variables presentan entre sí unas elevadas correlaciones positivas.

En un tercer grupo podemos englobar las variables empresariales de ventas y endeudamiento. En lo que a ellas respecta, están positivamente correlacionadas con la totalidad de las variables estrictamente de gobierno corporativo con coeficientes de correlación que oscilan desde 0.16 hasta 0.63. De esta manera, al aumentar los niveles de deuda también lo hace el desempeño gubernamental en materia de aplicación de ley, menor riesgo país, menor riesgo de crisis de deuda soberana y mayor libertad económica. Destacamos la correlación positiva entre endeudamiento y derechos de acreedores, de forma que el aumentar los derechos de los acreedores se fomenta el endeudamiento empresarial.

En el cuarto y último grupo encontramos la variable de concentración de propiedad, la cual está negativamente correlacionada con el resto de variables de gobierno. Esto nos da a entender que un menor desempeño del gobierno – mayor riesgo

país, mayor riesgo de crisis de deuda soberana, menor aplicación de la leyes y menor libertad económica – genera una mayor concentración accionarial en manos de los tres mayores accionistas de la empresa.

En el estudio realizado se plantean 8 modelos, enumerados en la tabla 25 de la columna (1) a (8). El primer modelo es el más simple y en él solo se incorporan variables de protección de derechos de accionistas y acreedores. En el segundo incorporamos también la aplicación de la ley. En los modelos del (3) al (7) incluimos en todos la variable concentración de propiedad y las variables empresariales (ventas y endeudamiento) y sólo una (por modelo) de las variables estrictamente de gobierno (transparencia financiera, corrupción, riesgo país o riesgo de crisis de deuda soberana) debido a las elevadas correlaciones que presentan entre sí. En el modelo último (8), se incluyen todas las variables, a excepción de la aplicación de la ley debido a su altísima correlación con corrupción.

La variable “antidirector”, que engloba los derechos de los accionistas, a lo largo de los 8 modelos, se mantiene con pocas fluctuaciones. Dentro de los resultados estadísticamente significativos – considerándolos como tal con un coeficiente de confianza de al menos el 90% – los coeficientes de correlación oscilan entre 0.026, para columna (7) hasta 0.043 para la columna (2). Con estas correlaciones positivas se pone en evidencia que una mayor protección de los accionistas repercute en un incremento de la valoración empresarial. Nuestros resultados siguen la línea de que cuando los derechos de los inversores están mejor protegidos por la ley, estos están dispuestos a pagar más por financiar activos como acciones (patrimonio) y deuda, incrementándose la valoración empresarial (La Porta *et. al*, 1998) y complementan los hallazgos empíricos de La Porta *et. al* (2002).

Los resultados obtenidos para los derechos de los acreedores a lo largo de los 8 modelos, presentan siempre unas magnitudes inferiores a los derechos de los accionistas. Dentro de los resultados estadísticamente significativos los coeficientes de correlación oscilan entre -0.025, para columna (7) hasta -0.013 para la columna (1). Existiendo por tanto una correlación negativa entre derechos de acreedores y valoración empresarial. De esta manera, los países que presentan unas menores puntuaciones en los “*creditors rights*” de La Porta *et al*. (1998) tienen una mayor valoración empresarial.

Del tercer al séptimo modelo examinamos las variables gubernamentales de aplicación de la ley, transparencia financiera, riesgo país, riesgo de crisis de deuda soberana, y corrupción. La aplicación de la ley influye, como cabría esperar, de forma positiva en la valoración de los países. Un mayor grado de cumplimiento de las reglas de la sociedad y en particular los derechos de propiedad, el desempeño policial y de los tribunales, así como un menor riesgo de crímenes y violencia desembocan en una mayor valoración empresarial. Curiosamente, la transparencia financiera – del Banco Central – de forma genérica afecta de forma negativa a la valoración (columnas 4 y 8), es decir, a una mayor transparencia política, económica, procedimental y operativa del Banco Central corresponde una mayor valoración corporativa. Como era de esperar, las variables riesgo país y riesgo de crisis soberana presentan una correlación negativa. Esto explica una mayor reticencia a invertir en países con inestabilidad gubernamental (mayores posibilidades de que el gobierno sea desestabilizado por medios inconstitucionales o violentos) – bajos valores de la variable riesgo país – o alta posibilidad de impago de su deuda – bajos valores de riesgo de crisis de deuda soberana –, desembocando en una menor valoración empresarial. Atendiendo al nivel de corrupción podemos decir que esta variable está correlacionada positivamente – altos niveles de la variable, bajos grado de corrupción –. Por lo tanto las empresas domiciliadas en países con elevada percepción de la extensión del poder público empleado para obtener un beneficio privado – corrupción – presentan valores más bajos de Q de Tobin. La principal conjetura es que los inversores demandarán una mayor ratio de retorno operando en países más corruptos. La premisa para esta conjetura es que el nivel de corrupción público es ampliamente sintomático de la contratación y seguimiento de los costes dentro de un país. Estos elevados costes de transacción, al igual que el coste de la falta de liquidez (Amihud y Mendelson, 1986) o el elevado riesgo de información (Bhattacharya y Daouk, 2002; Bhattacharya *et al.*, 2003 y Easley y O’Hara, 2004), no están diversificados. Pese a que empresas en países más corruptos no tienen por qué presentar futuros cash flow inferiores por el hecho de situarse en tal entorno, al descontar los cash flow esperados a una tasa de rendimiento mayor, podemos observar que las empresas en países de elevada corrupción obtienen una valoración corporativa inferior

A la hora de valorar el tamaño (ventas) en el panel A se muestra una correlación negativa frente a la valoración empresarial. De esta manera empresas que poseen unos mayores niveles de ventas es probable que posean una menor valoración empresarial.

El nivel de endeudamiento sería interesante analizarlo por sectores debido a que en la literatura se pone de manifiesto que se llevan a cabo ciertas prácticas de *benchmark* entre empresas del mismo sector para hallar la combinación de deuda y recursos propios óptima (Bowen *et al.*, 1982; Claggett, 1991 y Ghosh y Cai, 1999). De forma genérica, el endeudamiento está negativamente correlacionado con la valoración empresarial. De esta forma empresas más endeudadas obtienen una menor valoración. La implicación del endeudamiento sobre la valoración además de negativa destacaremos que es la más fuerte de todas las variables, con valores de las correlaciones que oscilan desde -0.299 para la columna (6) hasta -0.772 para la columna (8).

Analizando la concentración de propiedad vemos que existe una correlación negativa con la valoración empresarial. La literatura ofrece modelos a trozos, sin embargo y dado que nuestra metodología no nos permite el análisis a trozos, no podemos percatarnos de ello (Morck *et al.*, 1988). Podría explicarse esta correlación negativa mediante el fenómeno “atrincheramiento” de permanecer tiempo con los derechos de control, provocando un efecto negativo en valor de la empresa (Morck *et al.* 2000). Otra forma de explicar estos hallazgos podría ser la proporcionada por La Porta *et al.* (2002), según la cuál países con menor protección de accionistas minoritarios (son generalmente los que presentan estructuras de propiedad más concentrada), y según lo visto, estos países obtienen una menor valoración corporativa.

Con el objetivo de analizar si los efectos observados para las variables de gobierno corporativo sobre la valoración empresarial son independientes del tipo de país considerado, hemos estimado, a continuación (tabla 26), los ocho modelos contrastados en la tabla 25 de forma separada atendiendo a diversas características de los países. Concretamente hemos realizado los contrastes sobre las siguientes submuestras:

- Origen legal: países de ley civil y países de ley común.
- Grado de desarrollo: países no desarrollados y países desarrollados.
- Orientación del país: países orientados a entidades bancarias y países orientados a mercados financieros.

# MODELO		(1)				
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Antidirector	0.0391903*** (3.38)	0.0440624*** (2.83)	0.0481505*** (2.67)	0.0434528*** (5.43)	0.0644737*** (5.54)	0.0190996* (1.84)
Der. Acreedores	-0.0385383*** (-2.98)	0.0166061 (1.30)	0.0118704 (0.84)	-0.0233606** (-2.41)	0.0015873 (0.14)	-0.0064632 (-0.57)
Constante	1.148988*** (16.56)	1.00077*** (9.56)	1.158602*** (10.43)	1.134478*** (19.63)	0.9645083*** (12.57)	1.298406*** (21.13)
# Observaciones	563	319	242	640	441	376
R ²	0.1463	0.1716	0.2148	0.1544	0.1548	0.1647

# MODELO		(2)				
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Antidirector	0.0391056*** (3.32)	0.0420696** (2.52)	0.06417*** (3.53)	0.0416793*** (5.12)	0.0665066*** (5.57)	0.0195231* (1.75)
Der. Acreedores	-0.0374881*** (-2.70)	0.0169548 (1.32)	0.0340961** (2.25)	-0.024994** (-2.55)	0.0047111 (0.40)	-0.0063335 (-0.56)
Aplicación ley	0.000745 (0.05)	0.0045885 (0.33)	0.1167457*** (3.27)	0.01615 (1.19)	0.0076105 (0.63)	-0.0016939 (-0.10)
Constante	1.146838*** (16.52)	1.004396*** (9.53)	1.106769*** (10.13)	1.123792*** (19.22)	0.9152037*** (11.27)	1.2982*** (21.09)
# Observaciones	562	319	241	640	440	376
R ²	0.1448	0.1719	0.2522	0.1564	0.1582	0.1647

# MODELO		(3)				
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Antidirector	0.0164552 (1.36)	0.0421152** (2.30)	0.0842536*** (3.78)	0.0163971** (2.11)	0.0392122*** (2.62)	0.0159163 (1.47)
Der. Acreedores	-0.0366414*** (-2.77)	0.0212774 (1.56)	0.0270958* (1.79)	-0.0328285*** (-3.60)	-0.0020958 (-0.17)	-0.0369051*** (-3.00)
Aplicación ley	0.0634484*** (3.48)	0.0095636 (0.65)	0.071362* (1.89)	0.0874073*** (6.13)	0.0207022 (1.21)	0.0475907** (2.55)
Ventas (Ln)	-0.0352903** (-2.45)	-0.0510788*** (-3.23)	0.0202783 (1.03)	-0.0191716 (-1.45)	-0.0470849*** (-2.95)	-0.0256919* (-1.89)
Endeudamiento	-0.5335401*** (-4.22)	-0.1056622 (-0.68)	0.8639081*** (4.35)	-0.8325165*** (-8.58)	-0.0323565 (-0.26)	-0.954605*** (-7.31)
Conc. Propiedad	0.0486273 (0.45)	-0.4164042** (-2.55)	0.4268786 (1.52)	-0.047603 (-0.60)	-0.4209422** (-2.43)	-0.100078 (0.94)
Constante	1.7758 (10.86)	1.56709*** (6.31)	0.1378016 (0.43)	1.777101*** (12.15)	1.579279*** (6.88)	2.255518*** (12.70)
# Observaciones	495	319	239	575	439	375
R ²	0.1871	0.2066	0.3172	0.2981	0.1811	0.2996

# MODELO		(4)				
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Antidirector	0.0054546 (0.40)	-0.0000351 (-0.00)	0.0896638*** (3.03)	0.0059682 (0.68)	-0.0166831 (-0.95)	0.0309345*** (2.93)
Der. Acreedores	-0.0073637 (-0.50)	0.0119024 (1.00)	0.0495002** (2.03)	-0.0066642 (-0.57)	0.0149081 (0.92)	-0.0400856*** (-2.82)
Transparencia financiera	-0.0054991 (-0.82)	-0.0362894*** (-5.82)	-0.0124103 (-1.54)	0.0142309* (1.92)	-0.0167379** (-2.05)	-0.0057518 (-0.89)
Ventas (Ln)	-0.0083341	0.0462861**	-0.0326125	-0.0049757	-0.0179124	-0.01911

	(-0.48)	(2.05)	(-0.90)	(-0.30)	(-0.77)	(-1.23)
Endeudamiento	-0.6294838*** (-4.23)	-0.1759425 (-0.73)	0.3996368* (1.70)	-1.180684*** (-7.73)	-0.7220004*** (-4.18)	-0.7358309*** (-4.80)
Conc. Propiedad	-0.1474598 (-1.14)	-0.4470554*** (-3.38)	0.9484604* (1.89)	-0.1760872* (-1.78)	-0.7837089*** (-3.93)	-0.2110515* (-1.78)
Constante	1.860625*** (10.04)	1.324543*** (5.16)	0.5427603 (1.56)	1.973045*** (11.47)	2.493534*** (9.60)	2.141978*** (10.96)
# Observaciones	425	234	191	468	338	321
R ²	0.1901	0.3837	0.3348	0.2913	0.2658	0.2685

MODELO

(5)

CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Antidirector	0.0149621 (1.25)	0.0447818** (2.41)	0.0840272*** (3.59)	0.0138493* (1.78)	0.0384209** (2.55)	0.0143818 (1.29)
Der. Acreedores	-0.035532*** (-2.72)	0.021362 (1.55)	0.0340851* (1.84)	-0.0372737*** (-4.06)	-0.0047154 (-0.39)	-0.0369194*** (-2.99)
Corrupción	0.0632234*** (4.13)	-0.0016391 (-0.12)	0.1187469* (1.89)	0.0773878*** (6.59)	0.01916 (1.20)	0.0353914** (2.45)
Ventas (Ln)	-0.0409537*** (-2.81)	-0.0480554*** (-2.97)	0.0102164 (0.52)	-0.0231761* (-1.75)	-0.047982*** (-2.98)	-0.0290104** (-2.11)
Endeudamiento	-0.5212089*** (-4.47)	-0.1006219 (-0.65)	0.7475208*** (3.88)	-0.7829691*** (-8.34)	-0.061295 (-0.52)	-0.9392835*** (-7.22)
Conc. Propiedad	0.0436439 (0.41)	-0.4331967*** (-2.66)	0.2926089 (1.03)	-0.0873744 (-1.12)	-0.4139358** (-2.33)	-0.1616342 (-1.63)
Constante	1.806158*** (11.33)	1.549744*** (6.17)	0.3846207 (1.19)	1.811752*** (12.39)	1.611035*** (7.19)	2.343627*** (13.25)
# Observaciones	496	319	240	575	440	375
R ²	0.2002	0.2055	0.2976	0.3050	0.1785	0.2986

MODELO

(6)

CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Antidirector	0.0198616* (1.69)	0.0418562** (2.29)	0.1067709*** (4.50)	0.024838*** (3.23)	0.0448418*** (2.95)	0.0202711* (1.93)
Der. Acreedores	-0.0372404*** (-2.85)	0.0204331 (1.50)	0.0153708 (1.14)	-0.0237318*** (-2.61)	-0.0018626 (-0.16)	-0.0377888*** (-3.04)
Riesgo país	0.0833264*** (4.56)	0.0120521 (0.84)	0.1180569*** (3.79)	0.06722*** (4.75)	0.0446344*** (2.61)	0.0427262** (2.36)
Ventas (Ln)	-0.0449367*** (-3.07)	-0.0530052*** (-3.27)	-0.0068177 (-0.35)	-0.0145304 (-1.09)	-0.0628863*** (-3.74)	-0.0286654** (-2.08)
Endeudamiento	-0.5519581*** (-4.71)	-0.0890653 (-0.57)	0.7624548*** (4.13)	-0.6944895*** (-7.41)	-0.084611 (-0.75)	-0.9534465*** (-7.29)
Conc. Propiedad	0.1050155 (0.96)	-0.4197744*** (-2.58)	0.4450003 (1.60)	-0.0888428 (-1.11)	-0.3956458** (-2.28)	-0.1504593 (-1.49)
Constante	1.835061*** (11.52)	1.574324*** (6.26)	0.406694 (1.29)	1.666397*** (11.40)	1.704225*** (7.56)	2.035332*** (10.98)
# Observaciones	496	319	240	575	440	375
R ²	0.2063	0.2073	0.3306	0.2798	0.1890	0.2977

MODELO

(7)

CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Antidirector	0.0250724** (1.97)	0.0091712 (0.57)	0.1142815*** (3.66)	0.0186823** (2.35)	0.0346301** (2.15)	0.0241315** (2.34)
Der. Acreedores	-0.0287337*** (-2.06)	-0.0015237 (-0.13)	0.0670058*** (2.68)	-0.0394587*** (-3.86)	-0.0025012 (-0.16)	-0.0482673*** (-3.80)
Riesgo crisis deuda	0.0513107*** (3.67)	-0.020568* (-1.83)	0.0537816** (1.99)	0.0661009*** (6.20)	0.0331833** (2.36)	0.0208672 (1.39)

Ventas (Ln)	-0.0452908*** (-2.74)	-0.0299562 (-1.61)	-0.0568781 (-1.57)	-0.0187418 (-1.24)	-0.0720844*** (-3.37)	-0.0326092** (-2.32)
Endeudamiento	-0.3960908*** (-3.04)	-0.6153591*** (-3.09)	0.4854444** (2.08)	-0.07039388*** (-6.42)	-0.249366* (-1.72)	-0.7868682*** (-5.57)
Conc. Propiedad	0.1786284 (1.30)	-0.572893*** (-4.26)	0.9777182* (1.95)	-0.0215338 (-0.23)	-0.4174446** (-2.03)	-0.1783116 (-1.56)
Constante	1.514382*** (8.69)	2.051162*** (8.51)	0.2380608 (0.63)	1.458285*** (9.50)	1.734074*** (6.97)	2.12615*** (10.57)
# Observaciones	442	252	191	503	355	339
R ²	0.1902	0.3038	0.3409	0.2824	0.2201	0.2727
# MODELO (8)						
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Antidirector	-0.0056777 (-0.40)	-0.0172944 (-0.97)	0.1183725*** (3.19)	-0.0007093 (-0.07)	-0.0081305 (-0.44)	0.0077143 (0.67)
Der. Acreedores	-0.013008 (-0.79)	0.0075987 (0.64)	0.0351386 (1.04)	-0.0067546 (-0.58)	0.0191594 (1.12)	-0.0247908* (-1.82)
Transparencia financiera	-0.0124573* (-1.88)	-0.065387*** (-6.65)	-0.0227527** (-2.23)	0.0045546 (0.63)	-0.0105411 (-1.05)	-0.0032822 (-0.53)
Riesgo país	0.0773001** (2.28)	0.0452283** (2.05)	0.1426669*** (3.76)	-0.0134528 (-0.64)	0.0476889* (1.68)	0.0059836 (0.23)
Riesgo crisis deuda	0.0271429 (0.96)	0.066355*** (2.73)	0.1161283*** (3.08)	0.0170612 (0.91)	0.0485732 (1.57)	0.0134939 (0.66)
Corrupción	0.0372232 (0.83)	0.0436688 (1.29)	-0.0127033 (-0.14)	0.0630526** (2.23)	0.050647 (1.03)	-0.0121535 (-0.41)
Ventas (Ln)	-0.0368827** (-2.01)	0.0638615*** (2.88)	-0.0994646*** (-2.60)	0.0032033 (0.20)	-0.0562737** (-2.14)	-0.0027331 (-0.20)
Endeudamiento	-0.9862749*** (-6.05)	0.3163677 (1.05)	0.1815209 (0.72)	-1.261082*** (-8.20)	-1.122074*** (-5.70)	-0.6290118*** (-3.96)
Libertad económica	-0.0123992*** (-4.76)	-0.0093382*** (-3.20)	-0.0178329*** (-3.58)	-0.0026951 (-1.49)	-0.0214067*** (-5.99)	0.0021256 (1.06)
Conc. Propiedad	0.0032836 (0.02)	-0.4729313*** (-3.41)	1.22804** (2.37)	-0.1878096 (-1.49)	-0.3545343 (-1.61)	-0.1349828 (-1.11)
Constante	2.910585*** (9.83)	1.664747*** (3.63)	1.536036** (2.51)	2.126445*** (8.42)	3.826587*** (10.35)	1.476813*** (5.57)
# Observaciones	381	221	182	420	315	287
R ²	0.2964	0.4735	0.5069	0.3462	0.3780	0.2927

Tabla 26: Regresiones de la Q de Tobin frente a las variables de gobierno corporativo según: origen legal, grado de desarrollo y orientación. (Fuente: Elaboración propia)

Analizando la tabla 26, tratamos de encontrar posibles divergencias de los patrones de comportamiento generales, ya analizados en la tabla 25, en alguna de las tres subcategorías en que hemos dividido la muestra.

Los derechos de acreedores muestran resultados diferentes según la orientación de los países. Podemos observar que aquellos que presentan una orientación al mercado tienen un coeficiente de correlación notablemente superior, en todos los modelos estadísticamente significativos, sobre el estimado en países orientados a entidades financieras. Hecho que materializa empíricamente la hipótesis de La Porta *et al.* (1998), según la cuál una buena protección de accionistas ayuda a impulsar el desarrollo de los mercados financieros.

En la muestra general, como ya hemos comentado, los derechos de los acreedores están correlacionados de forma negativa con la valoración empresarial. Sin embargo, atendiendo al grado de desarrollo encontramos una clara dicotomía. En el caso de países subdesarrollados unos mejores derechos de protección de los acreedores suponen una mayor valoración empresarial (es decir, presentan una correlación positiva). Por el contrario los países desarrollados siguen la tónica general, con una correlación negativa.

De forma genérica, empresas más endeudadas obtienen una menor valoración. Si analizamos el endeudamiento de forma más concreta atendiendo al desarrollo económico, los países subdesarrollados presentan una fuerte correlación positiva (de forma que empresas más endeudadas obtienen una mayor valoración) mientras que los desarrollados presentan una correlación de magnitud similar pero de signo negativo (empresas más endeudadas obtienen una menor valoración). La explicación que cabe proporcionar a estos efectos puede residir en la utilidad de la deuda como elemento de control o supervisor de las decisiones directivas. En aquellos países que otros mecanismos de control del comportamiento directivo (por ejemplo, consejos de administración, mercados de capitales) no funcionan adecuadamente el efecto disciplinador de la deuda es más valorado, dando lugar a un efecto positivo sobre la valoración empresarial.

3.3.2 Efectos de las opciones de crecimiento

El segundo examen que llevaremos a cabo será el de las opciones de crecimiento corporativo en la siguiente tabla (tabla 27). En la primera parte de la tabla (panel A), disponemos las correlaciones obtenidas empleando como variable dependiente la Q de Tobin y como variable independiente, una o varias de las siguientes: crecimiento del PIB, gasto en I+D o gasto de capital. En la segunda parte de la tabla (panel B) se muestra la correlación, una a una, entre todas las variables.

PANEL A: ANÁLISIS DE REGRESIÓN						
Variable dependiente	Q de Tobin					
Variables independientes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Crecimiento PIB	0.0141956*** (6.59)			0.0288482*** (6.81)	0.0226247*** (6.66)	0.026641*** (5.33)
Gasto en I+D		0.0045705 (0.36)		0.0228649* (1.83)		0.0230309* (1.69)
Gasto de capital			-0.0053919***		-0.003422***	-0.003418***

			(-5.59)		(-3.51)	(-2.73)
Constante	1.193173***	1.214984***	1.118041***	1.170031***	1.028678***	1.173176***
	(23.07)	(20.91)	(3.61)	(20.96)	(3.45)	(13.57)
# Observaciones	1203	669	828	664	818	552
R ²	0.1345	0.1018	0.1476	0.1621	0.1983	0.1864

PANEL B: CORRELACIÓN ENTRE VARIABLES

	Crecimiento PIB	Gasto en I+D	Gasto de capital
Crecimiento PIB	1		
Gasto en I+D	-0.2411	1	
Gasto de capital	-0.2972	0.1739	1

Tabla 27: Regresiones de la Q de Tobin frente a las variables de opciones de crecimiento corporativo. (Fuente: Elaboración propia)

En la tabla 27 investigamos la relación entre las opciones de crecimiento y la valoración empresarial. Puesto que es difícil medir directamente las opciones de crecimiento, empleamos el crecimiento del PIB, que podría predecir a corto plazo un futuro crecimiento. Por otra parte empleamos el gasto en I+D y el gasto de capital que podrían ser señal de un crecimiento potencial a largo plazo. En el panel B se observa que la medida de crecimiento a corto plazo (crecimiento del PIB) presenta una correlación negativa con las medidas de crecimiento potencial a largo plazo (gastos de capital y gasto en I+D). A su vez, las variables de largo plazo, tienen una correlación positiva entre sí.

En los primeros 3 modelos de una única variable independiente, estudiamos por separado el efecto de estas tres variables para en los dos últimos estudiarlos de forma conjunta.

Observando los resultados, se pone de manifiesto que el crecimiento del PIB y el gasto en I+D está correlacionados positivamente con la valoración empresarial, además a medida que aumentamos la complejidad del modelo (modelos de dos variables) la correlación se hace más fuerte. Aunque tenga un poder explicativo inferior al gobierno corporativo, las opciones de crecimiento son capaces de explicar en torno a un 20% de la valoración empresarial a través del mundo.

La variable de gastos de capital, está correlacionada negativamente con la valoración empresarial; sin embargo, esto podría explicarse a raíz de que esta variable (como hemos definido en el capítulo 2) sólo contempla el gasto gubernamental y no el empresarial. Este hecho es la posible explicación de que nuestras correlaciones sean de signo opuesto a las de Chua *et al.* (2006), que determinaron una correlación positiva entre gasto – incluyendo el empresarial – y valoración empresarial.

Tal y como hemos realizado con las variables de gobierno corporativo, en la tabla siguiente se muestran los resultados de las estimaciones, según los grupos de países confeccionados para origen legal – ley civil o ley común –, nivel de desarrollo – subdesarrollados o desarrollados – y orientación – al mercado o a entidades financieras –, para los 6 modelos de ajuste que se efectuaron en la tabla 27.

# MODELO (1)						
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Crecimiento PIB	0.0103969*** (3.97)	0.02739*** (5.59)	0.0062804* (1.92)	0.023103*** (7.08)	0.0272786*** (7.06)	0.0222782*** (4.70)
Constante	1.234134*** (18.22)	1.08694*** (12.04)	1.30313*** (12.44)	1.123136*** (19.99)	1.041909*** (16.05)	1.192978*** (23.06)
# Observaciones	718	377	354	849	516	385
R ²	0.1258	0.1898	0.1503	0.1537	0.1659	0.1967
# MODELO (2)						
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Gasto en I+D	0.0044795 (0.25)	-0.0213312 (-1.39)	0.2333911** (2.32)	0.0222505* (1.77)	0.027255* (1.79)	-0.0192761 (-1.57)
Constante	1.181218*** (14.92)	1.11181*** (5.06)	1.059899*** (6.79)	1.155906*** (20.57)	1.025641*** (4.94)	1.170875*** (15.34)
# Observaciones	464	166	143	526	285	209
R ²	0.0977	0.1840	0.1646	0.1157	0.1265	0.2119
# MODELO (3)						
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Gasto de capital	-0.0038539** (-2.56)	-0.0061961*** (-3.56)	-0.0120547*** (-3.64)	-0.003233*** (-2.99)	-0.005876*** (-5.17)	0.0004808 (0.39)
Constante	1.522188*** (11.24)	1.409867*** (10.30)	1.653767*** (9.62)	1.194626*** (16.03)	1.126658*** (3.94)	1.131968*** (16.42)
# Observaciones	528	248	230	598	376	272
R ²	0.1306	0.1823	0.2092	0.1301	0.1621	0.2163
# MODELO (4)						
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Crecimiento PIB	0.0290581*** (5.34)	0.0294545*** (4.27)	0.0251496* (1.87)	0.0268134*** (6.06)	0.0392966*** (5.77)	0.0198558*** (3.62)
Gasto en I+D	0.0300586* (1.69)	-0.013404 (-0.90)	0.1723644 (1.64)	0.0355957*** (2.87)	0.0504657*** (3.37)	-0.0089437 (-0.73)
Constante	0.9292289*** (3.61)	1.218566*** (13.49)	1.074184*** (6.92)	0.9291107*** (5.64)	1.078722*** (15.78)	1.240774*** (16.09)
# Observaciones	464	161	143	521	285	204
R ²	0.1519	0.2777	0.1871	0.1759	0.2232	0.2655

# MODELO		(5)				
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Crecimiento PIB	0.0239753*** (5.21)	0.0207977*** (2.85)	0.0220267** (2.26)	0.0216425*** (6.07)	0.0228116*** (4.24)	0.0164227*** (3.88)
Gasto de capital	-0.0018715 (-1.23)	-0.0040997** (-2.10)	-0.0099442*** (-2.92)	-0.0015991 (-1.51)	-0.0041412*** (-3.50)	0.0016307 (1.29)
Constante	1.326278*** (9.66)	1.045126*** (3.89)	1.456214*** (7.61)	1.068373*** (14.28)	1.041031*** (3.71)	1.056337*** (14.42)
# Observaciones	528	242	230	588	376	266
R ²	0.1745	0.2164	0.2280	0.1895	0.2024	0.2659

# MODELO		(6)				
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Crecimiento PIB	0.0299068*** (4.52)	0.0249872*** (3.31)	0.0357362* (1.67)	0.0248067*** (4.89)	0.035172*** (4.40)	0.0137026** (2.37)
Gasto en I+D	0.0334889* (1.72)	-0.0097207 (-0.51)	0.1024499 (0.87)	0.0311967** (2.25)	0.0707763*** (4.18)	-0.0230884* (-1.78)
Gasto de capital	-0.0011132 (-0.52)	-0.0036837* (-1.70)	-0.0100928 (-1.47)	-0.001904 (-1.48)	-0.0061352*** (-3.89)	0.0014537 (0.99)
Constante	0.959798*** (3.59)	1.284786*** (11.46)	1.330336*** (2.88)	1.02651*** (5.80)	1.186026*** (11.00)	1.0198*** (6.25)
# Observaciones	389	133	107	445	251	159
R ²	0.1685	0.3397	0.2350	0.1775	0.2690	0.3071

Tabla 28: Regresiones de la Q de Tobin frente a las variables de opciones de crecimiento según: origen legal, grado de desarrollo y orientación. (Fuente: Elaboración propia)

Analizando los distintos subgrupos, vemos que hay una gran homogeneidad en los valores en ellos, no apreciándose grandes diferencias según origen legal, grado de desarrollo u orientación. Sin embargo, podríamos reseñar un aspecto concerniente al gasto en I+D, concretamente en el subgrupo de grado de desarrollo y es que la magnitud de esta variable en el caso de países subdesarrollados es mucho mayor que en el caso de los desarrollados. Para el primer caso los valores se sitúan en 0.233 mientras que en el segundo caso los valores oscilan entre 0.022 y 0.031. De esta manera, en países subdesarrollados el gasto en I+D presenta sobre la valoración una repercusión mayor que los países desarrollados.

3.3.3 Efectos de las opciones de apertura económica y régimen fiscal

Una apertura del comercio podría impulsar la valoración corporativa ya que permite a las empresas especializarse en las áreas de producto donde ellas tienen ventajas competitivas y obtener ganancias a nivel mundial antes que local. Se reconoce, sin embargo, que están expuestas a la competencia extranjera y sus márgenes de beneficios pueden ser exprimidos como resultado de esta competencia. De esta manera

su efecto sobre la valoración empresarial es una cuestión empírica. Para dicho análisis usamos la variable de apertura comercial (suma de las importaciones y exportaciones del país) y la inversión extranjera en el país.

La ventaja del impuesto de sociedades de residir y hacer negocios en un país determinado (definida como 1 menos el impuesto de sociedades en tanto por uno) debería presentar un efecto positivo sobre la valoración de las empresas del país. Sin embargo, diversos métodos corporativos que las empresas emplean para minimizar sus impuestos puede ocasionar que el efecto sobre la valoración sea más débil e incluso también más difícil de medir (Chua *et al.*, 2006).

En la tabla 29 llevamos a cabo el análisis de estas variables. En la primera parte de la tabla (panel A), disponemos las correlaciones obtenidas empleando como variable dependiente la Q de Tobin y como variable independiente, una o varias de las siguientes: apertura comercial, inversión extranjera y tipo impositivo. En la segunda parte de la tabla (panel B) se muestra la correlación, una a una, entre todas las variables.

PANEL A: ANÁLISIS DE REGRESIÓN				
Variable dependiente	Q de Tobin			
Variables independientes	(1)	(2)	(3)	(4)
Apertura comercial	-0.0002269 (-1.48)			-0.0002147 (-1.15)
Inversión extranjera		0.0002477 (1.06)		0.0003835 (1.52)
Tipo impositivo			0.0030077** (2.23)	0.0025309 (1.58)
Constante	1.260293*** (24.70)	1.25793*** (24.37)	1.180551*** (18.97)	0.951142*** (12.87)
# Observaciones	1158	1155	1128	1053
R ²	0.1045	0.1017	0.1033	0.1016
PANEL B: CORRELACIÓN ENTRE VARIABLES				
	Apertura comercial	Inversión extranjera	Tipo impositivo	
Apertura comercial	1			
Inversión extranjera	0.3793	1		
Tipo impositivo	-0.3964	-0.0684	1	

Tabla 29: Regresiones de la Q de Tobin frente a las variables de apertura económica y régimen fiscal. (Fuente: Elaboración propia)

En cuanto a las correlaciones entre variables, observamos que las dos variables de apertura económica (apertura comercial e inversión extranjera) están correlacionadas entre sí de forma positiva. A la vez, ambas variables presentan una correlación negativa con el tipo impositivo (impuesto de sociedades), lo que podría sugerir que una

economía abierta y la competitividad internacional asociada conduce a la bajada de las tasas de impuestos corporativos.

Al igual que ocurre en Chua *et al.* (2007) la apertura comercial, en un contexto general de la muestra presenta efectos insignificantes sobre la valoración empresarial.

El tipo impositivo, sin embargo, parece repercutir de forma positiva en la valoración, alcanzando mayores valores aquellas empresas que se encuentren en países con unos mayores impuestos de sociedades.

Tal y como hemos realizado con el resto de grupos de variables, en la tabla siguiente se muestran los resultados de las estimaciones, según los grupos de países confeccionados para origen legal – ley civil o ley común –, nivel de desarrollo – subdesarrollados o desarrollados – y orientación – al mercado o a entidades financieras –, para los 4 modelos de ajuste que se efectuaron en la tabla 29.

# MODELO		(1)					
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN		
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales	
Apertura comercial	-0.0009442** (-2.46)	-0.0002749 (-1.49)	-0.0022926*** (-3.84)	0.0000624 (0.40)	-0.0012584*** (-2.66)	-0.0000321 (-0.25)	
Constante	1.282366*** (19.04)	1.231498*** (14.99)	1.503104*** (12.67)	1.195709*** (20.94)	1.223208*** (17.10)	1.055705*** (16.31)	
# Observaciones	712	369	347	811	512	379	
R ²	0.1123	0.1330	0.1771	0.1053	0.0951	0.1444	
# MODELO		(2)					
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN		
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales	
Inversión extranjera	0.0047392* (1.73)	0.00183 (0.58)	0.0098244 (1.58)	0.0002707 (1.22)	0.0007103 (0.18)	0.0002046 (1.18)	
Constante	1.28316*** (18.45)	1.071636*** (9.81)	1.365942*** (11.37)	1.249232*** (21.00)	1.024128*** (13.61)	1.040599*** (16.37)	
# Observaciones	697	368	337	818	494	382	
R ²	0.1108	0.1088	0.1399	0.1047	0.0807	0.1474	
# MODELO		(3)					
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN		
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales	
Tipo impositivo	-0.0014682 (-0.77)	0.0068053*** (3.01)	0.002779 (1.07)	0.0009927 (0.61)	0.0027095 (1.24)	0.0013155 (0.72)	
Constante	1.267445*** (15.54)	1.033807*** (10.71)	1.293322*** (9.80)	1.192005*** (17.63)	1.076765*** (11.63)	1.313278*** (18.70)	
# Observaciones	706	353	337	791	499	393	
R ²	0.1054	0.1479	0.1454	0.1058	0.0877	0.1516	

# MODELO	(4)					
CLASIFICACIÓN	ORIGEN LEGAL		GRADO DE DESARROLLO		ORIENTACIÓN	
	Ley Civil	Ley Común	Subdesarrollado	Desarrollado	Entidades financieras	Mercados de capitales
Apertura comercial	-0.001981*** (-3.95)	-0.0002423 (-0.82)	-0.003336*** (-4.33)	0.0000889 (0.49)	-0.0014269** (-2.16)	-0.0000192 (-0.11)
Inversión extranjera	0.0093909*** (3.06)	0.0079273* (1.80)	0.0219648*** (3.06)	0.0002434 (1.04)	0.0047742 (1.07)	0.0002064 (1.06)
Tipo impositivo	-0.0056912** (-2.43)	0.0086307*** (2.78)	-0.0014115 (-0.44)	0.0019295 (1.01)	0.0002063 (0.08)	0.0015578 (0.61)
Constante	1.504341*** (14.20)	0.808395*** (4.85)	1.252131*** (7.27)	1.170905*** (14.60)	1.12045*** (8.55)	1.326547*** (13.91)
# Observaciones	663	327	314	739	475	351
R ²	0.1303	0.1484	0.1968	0.1049	0.0952	0.1427

Tabla 30: Regresiones de la Q de Tobin frente a las variables de opciones de apertura económica y régimen fiscal según: origen legal, grado de desarrollo y orientación. (Fuente: Elaboración propia)

Atendiendo a los subgrupos elaborados, se pueden extraer dos conclusiones principales. La primera es que la variable apertura económica se vuelve significativa y presenta una correlación negativa con la valoración empresarial en los casos de ley civil, países subdesarrollados y países orientados a entidades financieras. De esta manera, los países que presentan mayor suma de importaciones y exportaciones presentan una menor valoración corporativa. La segunda observación que encontramos es la diferencia existente entre países de ley civil y ley común, respecto a la aportación del tipo impositivo a la valoración empresarial. En el primer caso la correlación es negativa, de forma que en países de ley civil, tipos impositivos altos repercuten negativamente en la valoración.

3.3.4 Efectos combinados

Por último llevamos a cabo el análisis de los efectos combinados de gobierno corporativo, crecimiento económico y apertura económica y régimen fiscal (tabla 31). En ella disponemos las correlaciones obtenidas empleando como variable dependiente la Q de Tobin y como variables independientes, varios conjuntos de las tratadas con anterioridad.

ANÁLISIS DE REGRESIÓN

Variable dependiente	Q de Tobin							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Variables independientes								
Antidirector	0.0197311* (1.67)	0.0265526** (2.15)	-0.0110654 (-0.97)	-0.0042036 (-0.31)	-0.0120655 (-1.05)	0.0238711** (2.15)	-0.0091879 (-0.69)	0.005227 (0.37)
Der. Acreedores	-0.020864 (-1.55)	-0.0159223 (-1.16)	0.0044775 (0.40)	0.0074569 (0.54)	0.0082223 (0.73)	-0.0046002 (-0.40)	0.0182405 (1.34)	0.0143337 (1.04)
Aplicación ley		-0.0474469* (-1.83)	0.0600988*** (2.60)					
Transparencia financiera				-0.0330556*** (-4.64)				-0.0241065*** (-2.96)
Riesgo país						0.0347178** (1.97)		0.0563931** (2.01)
Riesgo crisis deuda							-0.0427301** (-2.38)	-0.0446034 (-1.50)
Corrupción					0.0250936 (1.26)			0.0577574 (1.14)
Ventas (Ln)			-0.0122015 (-0.82)	0.0361914* (1.86)	-0.0054024 (0.36)	-0.0113738 (-0.69)	0.0124265 (0.66)	0.0281455 (1.39)
Endeudamiento			-0.9583234*** (-7.61)	-1.175053*** (-6.34)	-0.9098996*** (-7.24)	-1.072739*** (-7.11)	-1.299508*** (-7.46)	-1.253574*** (-6.74)
Libertad económica								-0.0093618*** (-2.95)
Conc. Propiedad			-0.3089582** (-2.09)	-0.4646648*** (-2.88)	-0.3862926*** (-2.66)	-0.0537294 (-0.38)	-0.5200378*** (-3.10)	-0.4580253*** (-2.66)
Crecimiento PIB	0.0400636*** (6.30)	0.0373036*** (5.73)	0.0341019*** (7.10)	0.0231359*** (3.75)	0.0339103*** (6.99)	0.0245454*** (4.41)	0.0253631*** (4.10)	0.0191789*** (3.01)
Gasto en I+D	0.026626* (1.80)	0.0458862** (2.53)	0.0124877 (0.84)	0.053468*** (3.25)	0.0190535 (1.22)	0.0297636** (1.98)	0.0509686*** (2.88)	0.0471744** (2.34)
Gasto de capital	-0.0015437 (-0.91)	-0.0003674 (-0.20)		0.0021416 (1.13)		0.0021953 (1.35)	0.0005689 (0.30)	-0.0003134 (-0.16)
Apertura comercial	-0.0003747 (-1.44)	-0.0002787 (-1.05)	-0.0004262** (-2.39)	-0.0003458 (-1.42)	-0.0003846** (-2.09)	-0.0005026** (-2.16)	-0.0002185 (-0.88)	-0.0001557 (-0.55)
Inversión extranjera	0.0015057 (0.53)	0.0014693 (0.52)		0.0004518 (0.14)		0.0019872 (0.69)	0.0001215 (0.04)	0.0015018 (0.48)
Tipo impositivo	-0.0043444* (-1.65)	-0.0053874** (-2.01)	0.0015694 (0.66)	-0.0008968 (-0.336)	0.0003243 (0.14)		-0.0003649 (-0.14)	-0.0001787 (-0.06)
Constante	1.11586*** (5.45)	1.090579*** (5.33)	2.151574*** (9.35)	2.068906*** (7.14)	2.146836*** (9.26)	1.769336*** (7.46)	2.283861*** (7.58)	2.944861*** (7.31)
# Observaciones	396	396	426	316	426	368	324	316
R ²	0.2552	0.2618	0.3568	0.4134	0.3485	0.3585	0.3863	0.4521

Tabla 31: Regresiones de la Q de Tobin frente a las variables de gobierno corporativo, crecimiento económico y apertura económica y régimen fiscal. (Fuente: Elaboración propia)

En este último capítulo abordamos las correlaciones de todos los tipos de variables de forma conjunta.

En el primer modelo, los derechos de los accionistas, el crecimiento del PIB y el gasto en I+D están correlacionados positivamente, mientras que el tipo impositivo lo hace de forma negativa. De esta manera y como veníamos indicando, una mayor protección de los derechos de los accionistas, mayor crecimiento del PIB y el gasto en I+D afectan de forma positiva a la valoración empresarial. En este primer análisis abarcamos la protección de los accionistas con las medidas de apertura económica y tipo impositivo y opciones de crecimiento.

En el modelo 2 incluimos además del grado de protección de los inversores (accionistas y acreedores), la aplicación de la ley, que en este modelo ofrece una correlación negativa, de forma que un mayor cumplimiento de las normas sociales parece indicar una menor valoración corporativa – opuesta a los resultados obtenidos con anterioridad –.

En los modelos 3 – 6 incluimos diversas variables estrictamente de gobierno corporativo (aplicación de la ley, transparencia financiera, corrupción, riesgo país y riesgo de crisis de deuda soberana), además de las variables empresariales – ventas y endeudamiento –. En estos modelos vemos que los derechos de accionistas y acreedores no son significativos. En cuanto a las variables gubernamentales: la aplicación de la ley vuelve a presentar una correlación positiva, la transparencia financiera negativa, el riesgo país positiva y el riesgo de crisis de deuda soberana negativa – al contrario de cómo se venía comportando –. La variable empresarial de endeudamiento es la que presenta una correlación negativa más fuerte en todos estos modelos. Además el crecimiento del PIB y el gasto en I+D como medida de opciones de crecimiento son significativos presentando una correlación positiva. Especialmente destacable es que la apertura comercial es significativa y presenta una correlación – aunque de magnitud muy pequeña – negativa.

El último modelo llega casi a explicar la mitad de los casos – el R^2 es 0.4521 –. En él, el riesgo país presenta una correlación positiva, mientras que la transparencia financiera tiene signo negativo. El endeudamiento, la libertad económica y la concentración de propiedad presentan signos negativos, mientras que las opciones de crecimiento – crecimiento del PIB y gasto en I+D – lo hacen de forma positiva, todas ellas como venían haciendo hasta el momento. En conclusión, opciones de crecimiento y variables de gobierno como transparencia financiera, riesgo país, endeudamiento, libertad económica, y concentración de propiedad pueden explicar significativamente las diferencias en la valoración a través de países.

4. CONCLUSIONES

En el presente trabajo el objetivo primordial ha sido analizar la influencia que la calidad del entorno legal e institucional tiene sobre la valoración empresarial. Tras una primera revisión bibliográfica, hemos llevado a cabo un análisis empírico sobre la distribución de las principales variables que influyen en la valoración empresarial, en cuanto al origen legal, al grado de desarrollo económico y a la orientación (a entidades financieras o a mercados de capitales) de los países. Finalmente, hemos analizado la contribución de dichas variables a la valoración empresarial, representada por la Q de Tobin.

Los derechos de accionistas y de acreedores, a través de las familias legales sigue un orden de elevada similitud, evidencia mostrada por la correlación entre ambas variables, protegiendo las distintas familias legales con la misma intensidad a acreedores y accionistas, siendo los países con ley civil francesa los que presentan una menor protección y los de ley común la mayor, como ya habían puesto de manifiesto La Porta *et al.* (1998). Encontramos evidencias de que una mayor protección de los primeros influye en una mayor valoración empresarial de acuerdo con lo expuesto por La Porta *et al.* (1998 y 2002), especialmente en el caso de países orientados a las entidades financieras. Sin embargo, una mayor protección de los segundos, aunque en una magnitud notablemente inferior, repercute de una forma directa en una menor valoración corporativa – con excepción de los países subdesarrollados (que presentan una correlación positiva) –.

Como variables gubernamentales hemos empleado la aplicación de la ley, transparencia financiera, el riesgo país, el riesgo de crisis de deuda soberana y la corrupción. Dichas variables presentan entre sí unas elevadas correlaciones (de 0.61 a 0.96), por lo que, atendiendo a estos resultados los países que ofrecen una mejor calidad institucional lo hacen en todos los factores medidos (presentando una alta aplicación de las leyes y transparencia financiera y medidas bajas de riesgo país, riesgo de crisis de deuda soberana y corrupción). Analizando la implicación de las variables según el origen legal, podemos ver que la ley civil francesa es la que menor calidad gubernamental e institucional ofrece, en contraposición a la ley civil escandinava. Además, los países que ofrecen una mejor calidad institucional también presentan unos

mayores niveles de endeudamiento y de ventas, así como una mayor dispersión de la propiedad de las empresas. Condiciones adversas de los países como podrían ser la inestabilidad gubernamental, riesgos de insolvencia de la deuda soberana o presencia de corrupción repercuten de forma negativa en la valoración, mientras que factores favorables como una elevada aplicación de las normas sociales (elevados desempeños policiales y de los tribunales) impulsan la valoración de forma positiva. En lo que al análisis de las variables empresariales se refiere, encontramos que las ventas y el endeudamiento están negativamente correlacionadas con la valoración empresarial. De manera cuantitativa nos encontramos que el endeudamiento es la variable que mayor magnitud presenta en los análisis de regresión con unos valores que oscilan desde -0.299 hasta -0.772. Analizando esta variable en la submuestras atendiendo al grado de desarrollo de los países notamos el efecto disciplinador que presenta el nivel de endeudamiento en los países menos desarrollados (donde presentan correlaciones positivas con la valoración) mientras que en los países desarrollados sigue la tónica general.

No pudimos contrastar los hallazgos que relacionan la concentración de propiedad con la valoración empresarial de Hermalin y Weisbach (1988) y McConnell y Servaes (1990), porque la metodología empleada no nos permite obtener relaciones no monótonas. Sin embargo, la correlación negativa que hemos hallado se podría explicar bajo el apunte de La Porta *et al.* (2002), que muestran que los países con mayor dispersión de propiedad son los que presentan mejores derechos de protección para los accionistas – y tienen una correlación positiva con la valoración –, es por ello que los que presentan una mayor concentración disfrutarán de una menor valoración.

VARIABLES ECONÓMICAS COMO EL CRECIMIENTO DEL PIB O EL GASTO EN I+D MUESTRAN una correlación positiva con la valoración empresarial, de esta manera empresas que presenten actualmente un mayor crecimiento económico están mejor valoradas. Las conclusiones que se obtuvieron con el gasto gubernamental para hacerse con bienes y servicios presentan efectos contrarios sobre la valoración; sin embargo, se cree que al no estar contemplada en la variable el gasto empresarial (sólo el gubernamental), la medida de crecimiento económico por parte de ella podría no ser concluyente.

Como se venía manifestando en la investigación de Chua *et al.* (2006), el grado de apertura comercial, en el presente trabajo medido con la suma de importaciones y

exportaciones, así como la inversión de capital extranjero, no proporciona evidencias significativas sobre la valoración empresarial. En determinados casos, como podrían ser países de ley civil, países subdesarrollados u orientados a entidades financieras, aparecen síntomas de que una mayor apertura comercial podría repercutir en una menor valoración empresarial, posiblemente fruto de la competitividad global y por extensión, la disminución de los márgenes de beneficio. Sin embargo, los hallazgos no son extrapolables a una muestra global. Además, encontramos que el tipo impositivo además de influir positivamente en la valoración, está correlacionado negativamente con la apertura comercial, de forma que la apertura de la economía y la competitividad internacional podrían conducir a la bajada de las tasas de impuestos corporativos.

REFERENCIAS

Acemoglu, Daron y Zilibotti, Fabrizio. 1999. Information accumulation in development. *Journal of Economic Growth* 4, 5 – 38.

Aghion, Philippe; Hart, Oliver y Moore, John. 1992. The economics of bankruptcy reform. *Journal Law, Economics, and Organization* 8, 523 – 546.

Alexander, Gordon J.; Eun, Cheol S. y Janakiramanan, Sundaram. 1987. Asset pricing and dual listing on foreign capital markets: A note. *Journal of Finance* 42, 151 – 158.

Amihud, Yakov y Mendelson, Haim. 1986. Asset pricing and the bid – ask spread. *Journal of Financial Economics* 17, 223 – 249.

Anderson, Christopher W. y Garcia – Feijoo, Luis. 2006. Empirical evidence on capital investment, growth options and security returns. *The Journal of Finance*, Vol. 61, N° 1, 171 – 194.

Ariff, Mohamed y Arsiraphongphisit, Oraluck. 2004. Optimal capital structure and firm value Australian evidence. Working paper. Faculty of Business & Economics, Monash University, Australia.

Ariff, Mohamed y Lau, KCH. 1996. Relative capital structure and firm value. *The International Journal of Finance* 8, 4, 391 – 410.

Baird, Douglas. 1995. The hidden values of chapter 11: An overview of the law and economics of financially distressed firms. Working Paper. University of Chicago.

Baker, Malcolm y Wurgler, Jeffrey. 2000. The equity share in new issues and aggregate stock returns. *The Journal of Finance* 55, 2219 – 2257.

Baker, Malcolm y Wurgler, Jeffrey. 2002. Market timing and capital structure. *The Journal of Finance* 57, 1 – 32.

Barclay, Michael J. y Holderness, Clifford G. Negotiated block trades and corporate control. *The Journal of Finance* 46, 861 – 878.

Barro, Robert J. 1990. The stock market and investment. *Review of Financial Studies* 3, 115 – 131.

Barry, Christopher B. y Brown, Stephen J. 1985. Differential information and security market equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, N° 4, 407 – 422.

Baxter, Nevins D. 1967. Leverage risk of ruin and the cost of capital. *The Journal of Finance* 22, 4, 395 – 403.

Beck, Thorsten; Levine, Ross y Loayza, Norman. 2000. Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics* 58, 261 – 300.

Becker, Gary S y Stigler, George J. 1974. Law enforcement, malfeasance, and the compensation of enforcers. *Journal of Legal Studies* 3, 1 – 19.

Begovic, Boris. 2005. Corruption: concepts, types, causes, and consequences. Working Paper. The Center for International Private Enterprise. US Chamber of Commerce.

Berk, Jonathan B.; Green, Richard C. y Naik, Vasant. 1999. Optimal investment, growth options and security returns. *Journal of Finance* 54, 1153 – 1607.

Berle, Adolph A. y Means, Gardiner C. 1932. *The modern corporation and private property*. MacMillan. Nueva York.

Bhattacharya, Utpal y Daouk, Hazem. 2002. The world price of insider trading. *Journal of Finance* 57, 75 – 108.

Bhattacharya, Utpal; Daouk, Hazem y Welker, Michael. 2003. The world price of earnings opacity. *The Accounting Review* 78, 641 – 678.

Bierman, Harold y Thomas, L. Joseph. 1972. Ruin considerations and debt issuance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 7, 1, 1361 – 1378.

Blanchard, Olivier; Rhee, Changyoung y Summers, Lawrence. 1993. The stock market profit, and investment. *Quarterly Journal of Economics* 108, 77 – 114.

Botosan, Christine A. 1997. Disclosure level and the cost of capital. *The Accounting Review*, Vol. 72, N° 3, 323 – 349.

Bowen, Robert M.; Daley, Lane A. y Huber, Charles C. 1982. Evidence on the existence and determinants of inter – industry differences in leverage. *Financial Management*, Vol. 11, N° 4, 10 – 20.

Boycko, Maxim; Shleifer, Andrei y Vishny, Robert W. 1993. Privatizing Rusia. Working Paper.

Bradley, Michael; Jarrell, Greg A. y Kim, E. Han. 1984. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance* 39, 3, 857 – 878.

Cantale, Salvatore. 1996. The choice of a foreign market as a signal. Working Paper. Tulane University, New Orleans.

Carlin, Wendy y Mayer, Colin. 1999. How do financial systems affect economic performance?. Working Paper. University College London and Saïd Business School, University of Oxford.

Carlson, Murray; Fisher, Adlai y Giammarino, Ron. 2004. Corporate investment and asset price dynamics: Implications for the cross – section of returns. *Journal of Finance* 59, 2577 – 2603.

Castanias, Richard. 1983. Bankruptcy risk and optimal capital structure. *Journal of Finance* 38, 1617 – 1635.

Chowdhury, Anup y Chowdhury, Suman Paul. 2010. Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh. *Business and Economic Horizons*, Vol. 3, Nº 3, 111 – 122.

Chua, Choong Tze; Eun, Cheol S. y Lai, Sandy. 2007. Corporate valuation around the world: The effects of governance, growth, and openness. *Journal of Banking & Finance* 31, 35 – 56.

Claessens, Stijn; Djankov, Simeon; Fan, Joseph P.H. y Lang, Larry H.P. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, Vol. 57, Nº 6, 2741 – 2771.

Claggett, E. Taylor. 1991. Capital structure: Convergent and pecking order evidence. *Review of Financial Economics*, Vol. 1, Nº 1, 35 – 49.

Cochrane, John H. 1991. Production – based asset pricing and the link between stock returns and economic fluctuations. *Journal of Finance* 46, 1, 209 – 237.

Coffee, John C. 1999. The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review* 93, 641 – 708.

Canyon, Martin J. 1997. Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization* 15, 493 – 509.

Cordes, Joseph J. y Sheffrin, Steven M. 1983. Estimating the tax advantage of corporate debt. *The Journal of Finance* 38, 1, 95 – 105.

Demirgüç – Kunt, Asli y Maksimovic, Vojislav. 1998. Law, finance and firm growth. *Journal of Finance* 53, 2107 – 2139.

Demsetz, Harold y Lehn, Kennet. 1983. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155 – 1177.

Demsetz, Harold. 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics* 26, 375 – 393.

Djankov, Simeon; McLiesh, Caralee y Shleifer, Andrei. 2007. Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics* 84, 2, 299 – 329.

Doidge, Craig. 2001. Do changes in laws matter for corporate ownership and control? Evidence from emerging markets firms that list in the US. Working Paper. Ohio State University.

Doidge, Craig; Andrew Karolyi, G.; Stulz, Rene M. 2004. Why are foreign firms listed in the US worth more? *Journal of Financial Economics* 71, 205 – 238.

Durnev, Art y Kim, E. Ham. 2005. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment and valuation. *The Journal of Finance* 60, 1461 – 1493.

Durnev, Art y Kim, E. Han. 2005. To steal or not steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, Vol. 60, Nº 3, 1461 – 1493.

Easley, David y O'Hara, Maureen. 2004. Information and the cost of capital. *The Journal of Finance* 59, 4, 1553 – 1583.

Easterbrook, Frank. 1984. Two agency – cost explanations of dividends. *The American Economic Review* 74, 4, 650 – 659.

Edwards, Jeremy y Fischer, Klays. 1994. Banks, finance and investment in west germany since 1970. Working Paper. Cambridge University Press.

Ehrlich, Isaac y Lui, Francis T. 1999. Bureaucratic corruption and endogenous economic growth. *Journal of Political Economy*, Vol. 107, Nº 6, pt. 2, 270 – 293.

Errunza, Vihang y Losq, Etienne. 1985. International asset pricing under mild segmentation: Theory and test, Vol. 40, N° 1, 105 – 124.

Fama, Eugene F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88, 2, 288 – 307.

Fanto, James A. y Karmel, Roberta S. 1997. A report on the attitudes of foreign companies regarding a US listing. *Stanford Journal of Law Business Studies* 24.

Foerster, Stephen R. y Karolyi, G. Andrew. 1999. The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: Evidence from foreign stocks listing in the United States. *Journal of Finance* 54, 981 – 1013.

Fuerst, Oren. 1998. A theoretical analysis of the investor protection regulations argument for global listing of stocks. Working Paper. Yale University, New Haven.

Ghosh, Arvin y Cai, Francis. 1999. Capital structure: new evidence of optimality and pecking order theory. *American Business Review* 1, 32 – 38.

Glendon, Mary Ann; Gordon, Michael W. y Osakwe, Christopher. 1994. Comparative legal traditions: Text, materials and cases on the civil and common law traditions, with special references to French, German and English. Working Paper.

Gomes, Joao; Kogan, Leonid y Zhang, Lu. 2003. Equilibrium cross – section of returns. *Journal of Political Economy* 111, 693 – 732.

Gould, David J. y Amaro – Reyes, José A. 1983. The effects of corruption on administrative performance. Working Paper N° 580. World Bank Staff

Grossman, Sanford y Hart, Oliver. 1988. One share – one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20, 175 – 202.

Gupta, Sanjeev; Davoodi, Hamid Reza y Tiongson, Erwin. 2001. Corruption and the provision of health care and education services. *The Political Economy of Corruption*, Routledge Press: New York, 111 – 141.

Gupta, Sanjeev; de Mello, Luiz y Sharan, Raju. 2000. Corruption and military spending. Working Paper. International Monetary Fund (IMF) 00/23.

Hadfield, Gillian K. 2006. The quality of law in civil code and common law regimes: judicial incentives, legal human capital and the evolution of law. Working Paper. University of Southern California Law School.

Hamson, Donald Frank. 1989. Industry effects on the capital structure decisions in Australia: Industry effects tax, profitability and other factors. Working paper. University of Queensland Paper.

Haque, Nadeem UL y Sahay, Ratna. 1996. Do government wages cuts close budget deficits? The cost of corruption. Working Paper.

Harris, Milton y Raviv, Artur. 1995. Corporate governance: Voting rights and majority rules. *Journal of Financial Economics* 20, 203 – 235.

Hart, Oliver. 1983. The market mechanism as an incentive scheme. *Bell Journal of Economics* 14, 366 – 382.

Hart, Oliver. 1995. Firms, contracts, and financial structure. Working Paper. Oxford University Press. London.

Healy, Paul M. y Palepu Krishna G. 2000. Information adymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics* 31, 405 – 440.

Henisz, Witold J. 2000. The institutional environment for multinational investment. *Journal of Law, Economies, and Organization* 16, 334 – 364.

Henry, Peter Blair. 2000. Stock market liberalization, economic reform and emerging market equity prices. *Journal of Finance* 55, 529 – 564.

Hermalin, Benjamin E. y Weisbach, Michael S. 1988. The determinants of board composition. *Rand Journal of Economics*, 589 – 606.

Hines, James R. 1995. Forbidden payment: Foreign bribery and American business after 1977. Working paper. National Bureau of Economic Research.

Holderness, Clifford y Sheehan, Dennis. 1995. Raidors or saviors? The evidence in six controversial investors. *Journal of Financial Economics*, 14, 4, 555 – 580.

Houghton, Anthony R. y Atkinson, Nigel G. 1993. Guide to insolvency in Europe. Chicago: Commerce Clearing House.

Hull, Robert M. 1999. Leverage ratios, industry norms, and stock price reaction: an empirical investigation of stock – for – debt transactions. *Financial Management* 28, 2, 32 – 45.

Huntington, Samuel P. 1968. Political order in changing societies. Working Paper. Yale University Press. New Haven.

Jensen, C. Michael y Ruback, Richard S. 1983. The market for corporate control: the scientific evidence. *The Journal of Financial Economics* 11, 5 -55.

Jensen, Michael C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, 323 – 329.

Jensen, Michael C. y Meckling, William H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305 – 360.

Johannes, Hendrik van Heerden y Dhanraj, Kivesh. 2007. Unlocking shareholder value by moving closer to the optimal capital structure. *Accountancy SA, Accounting and Tax Predictions*, 28 – 32.

Johnson, Simon; Kaufmann, Daniel y Zoido – Lobaton, Pablo. 1998. Regulatory discretion and the unofficial economy. *American Economic Review* 88, 387 – 392.

Johnson, Simon; McMillan, John y Woodruff, Christopher. 2002. Property rights and finance. *American Economic Review* 92, 1335 – 1356.

Karolyi, G. Andrew y Stulz, René M. 2001. Are financial assets priced locally or globally?. Working Paper. Ohio State University.

Karolyi, G. Andrew. 1998. Why do companies list shares abroad? A survey of the evidence and its managerial implications. *Financial Markets, Institutions, and Instruments*, Vol. 7, Blackwell Publishers, Boston.

Kaufmann, Daniel; Kraay, Aart; Mastruzzi, Massimo. 2010. The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues. Working Paper N° 5430. The World Bank Development Research Group.

Kayhan, Ayla y Titman, Sherindan. 2004. Firms' histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics* 83, 1 – 32.

Klitgaard, Robert. 1988. Controlling corruption. Working Paper. University of California Press.

Kraus, Alan y Litzenberger, Robert H. 1973. A state – preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 911 – 922.

La Porta, Rafael; López de Silanes, Florencio y Shleifer, Andrei. 2008. The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, 46:2, 285 – 332.

La Porta, Rafael; López de Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei y Vishny, Robert. 2002. Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, Vol. 57, N° 3, 1147 – 1170.

La Porta, Rafael; López de Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei y Vishny, Robert. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113 – 1155.

La Porta, Rafael; López de Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei. 2008. The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46:2, 285 – 332.

La Porta, Rafael; López de Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei. 2006. What works in securities laws?. *The Journal of Finance* Vol. 61, N° 1, 1-33.

Lamont, Owen A. 1999. Investment plans and stock returns. Working Paper. University of Chicago and NBER.

Lamont, Owen A. 2002. Investment plans and stock returns. *The Journal of Finance*, Vol. 55, N° 6, 2719 – 2745.

Lang, Mark H. y Lundholm, Russell J. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting Review*, Vol. 71, N° 4.

Lang, Mark H.; Lins, Karl V.; Miller, Darius P. 2003. ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research* 41, 317 – 345.

Lee, Charles M.C. y Ng, David. 2004. Corruption and international valuation: Does virtue pay? Working paper. Cornell University, Ithaca, New York.

Lee, Sang – Mook y Ryu, Keunkwan. 2003. Management ownership and firm's value: an empirical analysis using panel data. Working paper. The Institute of Social and Economic Research, Osaka University, Japan.

Left, Nathaniel H. 1964. Economic development through bureaucratic corruption. *The American Behavior Scientist* 8, 8 – 14.

Leland, Hayne E. y Pyle, David H. 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance* 32, 371 – 387.

Lemmon, Michael y Lins, Karl. 2003. Ownership structure, corporate governance and firm value: evidence from the east asian financial crisis. *The Journal of Finance* 58, 1445 – 1468.

Levy, Haim. 1983. Economic evaluation of voting power of common stock. *Journal of Finance* 38, 79 – 93.

Lins, Karl V.; Strickland, Deon y Zenner, Marc. 2000. Do non – US firms issue equity on US stock exchanges to relax capital constraints. Working Paper. University of North Carolina, Chapel Hill, NC.

Love, Roger y Wickramanayake, J. 1996. Industry effects on the capital structure decisions of australian companies. Working Paper. 9th Australasian Banking and Finance Conference, Australia.

Manne, Henry G. 1965. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy* 73, 110 – 120.

Mauro, Paolo. 1995. Corruption and growth. *The Quarterly Journal of Economics*, August 1995, 681 – 712.

Mauro, Paolo. 2003. Stock returns and output growth in emerging and advanced economies. *Journal of Development Economics*, Elsevier, Vol. 71, 129 – 153.

McConnell, John J. y Muscarella, Chris J. 1985. Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics* 14, 399 – 422.

McConnell, John J. y Servaes, Henri. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27, 595 – 612.

Merryman, John H. 1969. *The civil law tradition: An introduction to the legal systems of Western Europe and Latin America*. Working Paper. Stanford University Press.

Merton, Robert C. 1987. Presidential address: A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance* 42, 483 – 510.

Messbacher, Ulrike. 2004. Does capital structure influence firms value? Working paper. University of Ulster.

Mikkelson, Wayne H y Ruback, Richard S. 1985. Journal of Accounting & Economics 7, 233 – 238.

Miller, D. 1999. The market reaction to international cross – listings: Evidence from depositary receipts. Journal of Financial Economics 51, 103 – 123.

Mittoo, Usha R. 1992. Managerial perceptions of the net benefits of foreign listing: Canadian evidence. Journal of International Financial Management and Accounting 4, 40 – 62.

Modigliani, Franco y Miller, Merton. 1958. The costs of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic Review 48, 261 – 297.

Modigliani, Franco y Miller, Merton. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. Journal of Business 34, 411 – 433.

Moel, A. 1999. The role of information disclosure on stock market listing decisions: The case of foreign firms listing in the US. Working Paper. Harvard Business School, Boston.

Morck, Randall; Shleifer, Andrei y Vishny, Robert W. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. Journal of Financial Economics 20, 293 – 315.

Morck, Randall; Shleifer, Andrei y Vishny, Robert W. 1990. The stock market and investment: Is the market a sideshow? Working Paper. Brookings Papers on Economic Activity.

Morck, Randall; Stangeland, David A. y Yeung, Bernard. 2000. Inherited Wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease. Working Paper. University of Chicago Press.

Murphy, Kevin M.; Shleifer, Andrei y Vishny, Robert. 1991. The allocation of talent: implication for growth. Quarterly Journal of Economics 106, 503 – 530.

Myers, Stewart C. y Majluf, Nicholas S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics 13, 187 – 221.

Ozkan, Aydin. 2001. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK. Company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting* 28, 1, 175 – 198.

Pagano, Marco; Panetta, Fabio y Zingales, Luigi. 1998. Why do companies go public: an empirical analysis. *Journal of Finance* 53, 27 – 64.

Pantzalis, Christos; Park, Jung Chul y Sutton, Ninon. 2008. Corruption and valuation of multinational corporations. *Journal of Empirical Finance* 15, 387 – 417.

Prasad, Dev; Bruton, Garry D. y Merikas, Andreas G. 1996. An empirical study of the capital structure of industries in the European Community. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 6, 125 – 140.

Rajan, Raghuram y Zingales, Luigi. 1998. Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88, 559 – 586.

Reese, William A. y Weisbach, Michael S. 2001. Protection of minority shareholder interests, cross – listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics* 66, 65 – 104.

Robichek, Alexander A. y Myers, Stewart C. 1966. Problems in the theory of optimal capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1 – 35.

Rose – Ackerman, Susan. 1975. The economics of corruption. *Journal of Public Economics*, 187 – 203.

Rose – Ackerman, Susan. 2001. Political corruption and democratic structures. *The Political Economy of Corruption*, Routledge Press: New York, 111 – 141.

Rozeff, Michael S. 1984. Dividend yields are equity risk premiums. *Journal of Portfolio Management*, 68 – 75.

Rydquist, Kristian. 1987. Empirical investigation of the voting premium. Working Paper N° 35. Northwestern University.

Schwartz, Eli y Aronson, J. Richard. 1967. Some surrogate evidence in support of the concept of optimal financial structure. *Journal of Finance* 22, 10 – 18.

Scott, David F. 1972. Evidence on the importance of financial structure. *Financial Management*, 67 – 71.

Scott, David F. y Martin, John D. 1975. Industry influence on financial structure. *Financial Management*, 67 – 73.

Scott, James H. 1976. A theory of optimal capital structure. *The Bell Journal of Economics*, 7, 1, 33 – 54.

Seyhun, H. Nejat. 1992. The effectiveness of the insider – trading sanctions. *Journal of Law and Economics*, Vol. 31, 149 – 182.

Shleifer, Andrei y Vishny, Robert W. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94, 3, 461 – 488.

Shleifer, Andrei y Vishny, Robert W. 1993. Corruption. *The Quarterly Journal of Economics*, August 1993, 599 – 617.

Shleifer, Andrei y Vishny, Robert W. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737 – 783.

Shleifer, Andrei. 1998. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Vol. 12(4), 133 – 150.

Shuetrim, Geoffrey; Lowe, Philip y Morling Steve. 1993. The determinants of corporate leverage: A panel data analysis. Working Paper. Research Discussion Paper. Reserve Bank of Australia.

Siegel, Jordan. 2001. Can foreign firms bond themselves effectively by submitting to US law? Working Paper. Cambridge.

Smarzynska, Beata K. 2004. The composition of foreign direct investment and protection of intellectual property rights: evidence from transition economics. *European Economic Review* 48, 39 – 62.

Smarzynska, Beata K. y Wei, Shang – Jin. 2002. Corruption and cross – border investment: Firm – level evidence. Working paper. William Davidson Institute at the University of Michigan Business School.

Solomon, Ezra. 1963. Theory of financial management. Working Paper. Columbia University Press.

Spamann, Holger. 2006. On the insignificance and/or endogeneity of La Porta et al.'s “Anti-director rights index” under consistent coding. Working Paper. Harvard Law School.

Stulz, René M. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26, 3 – 27.

Stulz, René M. 1999. Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance* 12, 8 – 25.

Stulz, René. 1988. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20, 25 – 54.

Tanzi, Vito y Davoodi, Hamid Reza. 1997. Corruption, public investment, and growth. Working Paper 97/139 IMF. International Monetary Fund.

Titman, Sherindan y Wessels, Roberto. 1988. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance* Vol. 43, 1, 1 – 19.

Treisman, Daniel. 2000. The causes of corruption: a cross – national study. *Journal of Public Economics* 76, 399 – 457.

Watson, Alan. 1974- Legal transplants: An approach to comparative law. Working Paper. University Virginia Press.

Wei, Shang - J. 2000. How taxing is corruption on international investors? *The Review of Economics and Statistics* 82, 1 – 11.

White, Michelle. 1993. The costs of corporate bankruptcy: The US – European comparison. Working Paper. University of Michigan.

Wurgler, Jeffrey. 2000. Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics* 58, 187 – 214.

Zhang, Lu. 2004. The value premium. *Journal of Finance* 60, 67 – 103.

Zhao, Minyuan. 2006. Conducting R&D in countries with weak intellectual property rights protection. *Management Science* 52, 1185 – 1199.

Zingales, Luigi. 1995. What determines the value of corporate votes?. *Quarterly Journal of Economics* 110, 1047 – 1073.

Zweigt, Konrad y Kotz, Hein. 1987. An introduction to comparative law. Ed. Oxford: Clarendon.