

El engranaje de los mercados de capitales latinoamericanos¹

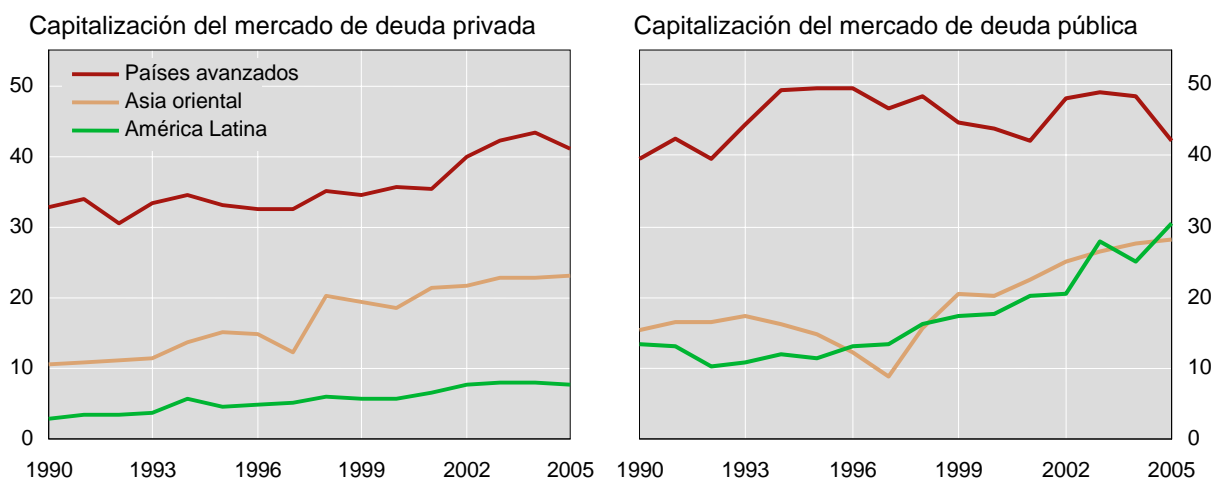
Sudarat Ananchotikul y Barry Eichengreen

1. Introducción

Si el progreso se mide en términos de popularidad, entonces los mercados de capitales de América Latina están en pleno auge. La prensa financiera se ve inundada con artículos sobre el crecimiento de los mercados locales de la región. En ellos se afirma que la capitalización de los mercados de bonos locales en los siete mayores países se duplicó con creces entre 1995 y 2005, creciendo en más de un 60% en la segunda mitad de este periodo (véase el Gráfico 1). Durante ese mismo periodo, la capitalización del mercado bursátil creció un 52% y el valor negociado medio para el conjunto de países lo hizo un 86%. Además, la participación extranjera en estos mercados está en plena expansión (véase el Gráfico 2).

Gráfico 1

Capitalización del mercado de deuda por regiones¹



Los países avanzados incluyen Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza; Asia oriental incluye China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia; América Latina incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

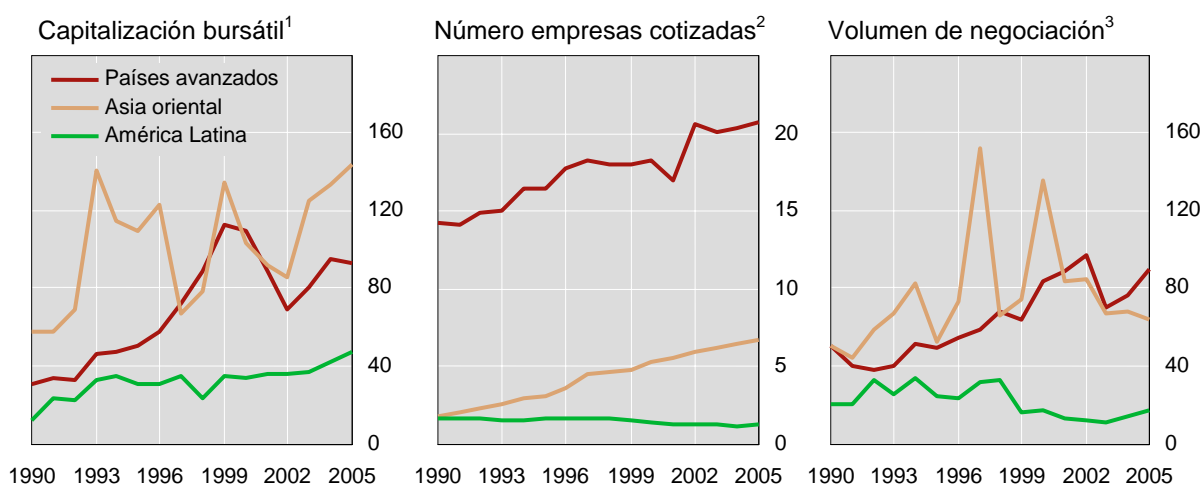
¹ En porcentaje del PIB.

Fuentes: Banco Mundial (2007): *Indicadores de Desarrollo Mundial*.

¹ Los autores están asociados al Banco de Tailandia y la Universidad de California, Berkeley, respectivamente. Este artículo se elaboró con motivo de la reunión conjunta del Banco de Pagos Internacionales (BPI) y el Banco de la Reserva Federal de Atlanta «Nuevas tendencias de financiación en América Latina: la tortuosa senda hacia la estabilidad» celebrada en Ciudad de México el 24 y 25 de mayo de 2007. Quisiéramos agradecer los comentarios de los asistentes a la reunión, así como los consejos de Kenichi Ueda para la recopilación de datos y la ayuda de Pipat Leungarumitcha para su obtención.

Gráfico 2

Evolución de los mercados bursátiles por regiones



Nota: véase en el Gráfico 1 la lista de países incluidos en cada región.

¹ En porcentaje del PIB. ² Total de empresas cotizadas en los mercados bursátiles de la región a finales de año, en millares. ³ Valor de las acciones negociadas en porcentaje del promedio de capitalización en el mercado.

Fuentes: Banco Mundial (2007): *Indicadores de Desarrollo Mundial*.

Pese a todo, si estos mercados se comparan con los de otras regiones en términos de volumen y no de crecimiento, su desarrollo sigue dejando mucho que desear. Con relación al PIB, los mercados de bonos latinoamericanos todavía son pequeños no sólo comparados con los de países industriales avanzados, sino también con los de economías emergentes de Asia oriental². El segmento más desarrollado es el de deuda pública, como reflejo del pasado deficitario de América Latina. Aunque países como México han logrado emitir bonos a interés fijo y vencimientos largos, muchos otros han mantenido sus títulos públicos a corto plazo y a interés variable. Además, frente a los mercados de deuda pública, los de deuda corporativa de la región resultan minúsculos, ya se midan en términos de capitalización, número de emisores o inversión extranjera³, y sus vencimientos son especialmente cortos. En el periodo 2000-2005, apenas el 10% de los bonos corporativos emitidos en América Latina tenían tasas de interés fijas y duración media o larga, frente a casi el 90% en las economías emergentes asiáticas. Gran parte de estos títulos no se negocian por mucho tiempo y la ausencia de cotizaciones corrientes impide su tenencia prolongada por parte de inversionistas institucionales, cuya presencia es esencial para una valoración periódica, lo cual a su vez limita la liquidez.

Las bolsas latinoamericanas también están dominadas por unas pocas empresas⁴, pero a diferencia de otras regiones, su número ha decrecido. La capitalización bursátil en relación con el PIB no llega a un tercio de la de economías emergentes de Asia oriental, a excepción de Chile y Brasil, que han conseguido resultados aceptables. También permanece baja la liquidez, medida por los diferenciales entre precio comprador y vendedor y por el volumen de negociación. Así, en 2005, el valor de las acciones contratadas (en relación con la

² Los datos de esta comparación se encuentran en Eichengreen et al (2006).

³ Así se recoge en Fondo Monetario Internacional (FMI) (2005).

⁴ El número de sociedades cotizadas en América Latina es prácticamente una cuarta parte del de las economías emergentes de Asia oriental (de la Torre et al 2007, Figure 3).

capitalización bursátil) apenas representó el 17%, frente al 106% de los países del G-7 o al 64% de Asia oriental (Gráfico 2).

A la hora de hacer balance, esta situación podría verse como el vaso medio lleno o medio vacío. Aunque los países de América Latina están progresando en el desarrollo de sus mercados financieros, todavía andan a la zaga de otras regiones. De hecho, su situación actual puede considerarse insatisfactoria a juzgar por ciertos indicadores clave, como la emisión de deuda corporativa, la capitalización bursátil o el volumen de negociación en sus bolsas.

Ante esta coyuntura, pueden avanzarse diversas explicaciones. Numerosos países latinoamericanos arrastran un pasado de inestabilidad macroeconómica, como muestran sus déficits fiscales crónicos, su elevada inflación y la volatilidad de sus ciclos económicos. Además, esto suele ir acompañado de inestabilidad financiera en forma de crisis bancarias, de deuda o de moneda⁵, que a su vez han hundido la rentabilidad y con ello las cotizaciones bursátiles, además de provocar reestructuraciones involuntarias en las que el Gobierno ha recortado de forma unilateral los derechos de los tenedores de sus bonos. Por si esto fuera poco, la inestabilidad gubernamental de la región ha provocado cambios impredecibles en los derechos de los inversionistas y ha socavado la seguridad de los derechos de los acreedores. Con este panorama, no es de sorprender que los inversionistas se muestren poco entusiastas a la hora de invertir en estos mercados.

A un nivel más profundo, el subdesarrollo de los mercados financieros refleja los límites de la infraestructura en la que se asientan, es decir, su «engranaje». Por ejemplo, los derechos de los inversionistas son frágiles y los derechos de voto de los accionistas suelen ser limitados, por lo que les resulta difícil cuestionar la labor de los directivos más arraigados en sus cargos. Los procedimientos judiciales son opacos e inciertos, lo cual ralentiza y encarece los procesos de quiebra y dificulta a los acreedores la recuperación de su capital, el cobro de intereses atrasados y la ejecución de garantías. Según los parámetros convencionales de protección del inversor y el acreedor, Chile, que es la primera economía de la región, aún se sitúa por debajo de la media de los países emergentes de Asia oriental⁶.

Otro problema relacionado con la infraestructura radica en el subdesarrollo de los sistemas de compensación y liquidación, especialmente en los mercados más pequeños de la región. La eficacia de estos sistemas se basa en: la casación de operaciones, para asegurar que las órdenes que pasan el comprador y el vendedor son idénticas y pueden ser liquidadas por la cámara de compensación asignada; la aplicación de un proceso de entrega contra pago, que garantice la firmeza y certitud de las transferencias de valores; y la existencia de una entidad central de depósito de valores que utilice un sistema electrónico de contratación, para limitar el desplazamiento físico de los títulos valores. Todas estas infraestructuras sin duda harían más atractiva la participación en el mercado local. Mientras que México, Brasil y Argentina han logrado avances significativos en este ámbito, muchos otros países siguen rezagados.

Por su parte, las plataformas de negociación son ineficientes o están poco desarrolladas, y los datos de las transacciones suelen ser limitados. Países de otras regiones han desplegado esfuerzos considerables para solucionar estos problemas. Malasia, por ejemplo, ha creado un sistema de información para la negociación de bonos en el que los intermediarios deben notificar sus precios y volúmenes en un plazo de 10 minutos desde el cierre de la operación, información ésta que luego se distribuyen entre otros miembros del sistema. La Thai Bond Market Association, por su parte, exige a los intermediarios declarar

⁵ Zettelmeyer (2006) estudia la inestabilidad financiera desde la perspectiva de América Latina.

⁶ Véase Borensztein et al (2006).

sus transacciones en un plazo de tres minutos y distribuye después dicha información entre sus miembros cuatro veces al día. Corea del Sur cuenta con un sistema similar, mientras Indonesia planea medidas similares⁷.

En el caso de América Latina, el desarrollo de sus mercados de capitales podría emprenderse por dos vías distintas. La primera consistiría en la no injerencia, apostando por que las recientes iniciativas en pos de la estabilidad macroeconómica y financiera y las mejoras en el crecimiento sostenible acaben desarrollando los mercados. La alternativa sería un planteamiento más directo basado en subsanar las deficiencias de las infraestructuras locales, es decir, fomentar su operativa mejorando el «engranaje». Con la infraestructura adecuada, sería más fácil eliminar las deficiencias que subsisten en los mercados de la región, ya sea la dificultad para emitir deuda corporativa a interés fijo y largo plazo, el limitado número de emisores o la falta de liquidez.

El presente artículo resume los retos y las ventajas que plantea la resolución de estos problemas de engranaje, tomando como caso de estudio la reforma del gobierno corporativo. En primer lugar describimos los avances realizados hasta la fecha y a continuación explicamos por qué no se ha progresado más rápido. Por último analizamos las ventajas de dicha reforma para el desarrollo de los mercados de capitales. A lo largo de todo el artículo comparamos la situación de América Latina con la de Asia oriental, Europa y Estados Unidos.

2. El gobierno corporativo como caso de estudio

El gobierno corporativo puede servir para estudiar el engranaje de los mercados financieros por diversos motivos. En primer lugar, las agencias multilaterales alegan problemas en este ámbito para explicar la inestabilidad financiera y el subdesarrollo de los mercados financieros. En diversos estudios retrospectivos sobre el gobierno corporativo elaborados tras la crisis asiática⁸, se citan problemas de agente-principal como responsables del exceso de apalancamiento y de la dependencia de deuda en moneda extranjera a corto plazo que tanto debilitaron los sectores corporativo y financiero. Estos informes achacan la huída de los inversionistas de los mercados asiáticos a la información errónea sobre la situación financiera empresarial. Más adelante, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y el Banco de Pagos Internacionales (BPI), entre otros, han enfatizado la necesidad de reformar el gobierno corporativo⁹.

Asimismo, suele culparse a las deficiencias de gobierno corporativo en América Latina del subdesarrollo de los mercados de capitales de la región. Tanto las sociedades cotizadas como los emisores de deuda suelen adolecer de transparencia financiera, lo que permite a los órganos directivos y administradores de las empresas apropiarse de los flujos de efectivo residuales a costa de los inversionistas externos. Además, los inversionistas minoritarios tienen limitada su capacidad de percibir dichos flujos aun cuando saben de su existencia. Además, sus derechos de voto suelen estar limitados, por lo que deben agruparse en gran número para poder convocar una asamblea extraordinaria, y aun cuando lo consiguen, sus

⁷ Algunos países, como Perú, utilizan incentivos fiscales para fomentar el intercambio de bonos corporativos en mercados organizados como alternativa a las transacciones extrabursátiles, estimando que éste es un primer paso importante hacia la divulgación oportuna de los datos de las operaciones (FMI 2005).

⁸ Véase, por ejemplo, Banco Mundial (1998).

⁹ Puede consultarse una muestra representativa de trabajos de la OCDE al respecto en www.oecd.org/topic/0,2686,en_2649_37439_1_1_1_1_37439,00.html.

acciones a menudo quedan bloqueadas antes de la reunión¹⁰. Todo ello hace difícil a los accionistas minoritarios impugnar las decisiones de los órganos directivos y de administración de la entidad. Ante la facilidad con la que pueden enmascararse los flujos de efectivo y la dificultad de los inversionistas a la hora de hacer valer sus derechos, no sorprende que América Latina no cuente con mercados de capitales mayores.

En segundo lugar, un gobierno corporativo eficaz no es algo sobre lo que pueda legislarse, sino que se consigue con la interacción de los sectores público y privado. Los reguladores pueden establecer pautas para el buen gobierno (derechos de voto, nombramiento de consejeros independientes, etc.), pero la toma de decisiones y la asunción de responsabilidades dependen de cómo aplique la empresa dichas decisiones y de cómo reaccionen los inversionistas. Así pues, el gobierno corporativo personifica los retos de una reforma en la que los resultados dependen no sólo de las decisiones oficiales, sino también de la reacción del mercado¹¹.

En tercer lugar, los sonados escándalos gerenciales de Estados Unidos nos recuerdan que incluso los mercados financieros más sofisticados tienen problemas en materia de gobierno corporativo. Si este país no ha sido capaz de resolver el problema, cabe preguntarse hasta qué punto es realista pedir que lo hagan los mercados emergentes.

En cuarto lugar, existe desacuerdo en cuanto a la mejor manera de conseguir un gobierno corporativo eficaz y, por ende, qué reformas se imponen. Incluso entre los países avanzados con mercados financieros relativamente sofisticados, en concreto Estados Unidos y Europa, no hay consenso sobre cómo llevar a cabo esta reforma. Esta falta de acuerdo se debe en parte a las diferencias en las perspectivas de sus análisis, aunque también a divergencias en sus estructuras económicas, por ejemplo, el hecho de que en Europa prevalezcan los sistemas financieros basados en la banca¹².

De forma similar, en el contexto de los mercados emergentes, se cuestiona la adecuación de una misma reforma del gobierno corporativo en todos los países. Por ejemplo, la legislación y la regulación hechas a la medida de los países de renta alta pueden tener efectos muy distintos en América Latina, donde la información no está al alcance de todos, las participaciones cruzadas están a la orden del día y el control familiar de las empresas es la norma. El gobierno corporativo basado en la divulgación precisa y puntual de información contable puede no ser lo más indicado en países donde no abundan los contables y auditores independientes y donde la profesión contable apenas está regulada¹³. Además, conceder más poder a los grandes accionistas para evitar que los directivos satisfagan sus intereses personales puede resultar inútil en mercados emergentes donde las empresas suelen ser de propiedad y control familiar, el principal propietario es el director general y los grandes bloques de accionistas suelen aprovecharse de los accionistas minoritarios¹⁴. Como afirma Capaul (2003), las empresas de propiedad y control familiar siguen predominando en las bolsas de muchos países latinoamericanos, lo que plantea interrogantes sobre la sostenibilidad en la región de los modelos propios de países avanzados.

¹⁰ Capaul (2003) describe este problema de forma minuciosa en distintos países.

¹¹ Un reciente estudio de las economías asiáticas (Cheung y Jang 2005) halla una correlación negativa entre la adecuación de las normas y reglamentos de gobierno corporativo de un país y la percepción que tienen los inversionistas de su adecuación en la práctica.

¹² Para saber más al respecto, véase Enriques y Volpin (2007).

¹³ Véase Alba et al (1998).

¹⁴ Estos problemas de auto-negociación, o *tunnelling*, son analizados por Jonhson et al (2000).

2.1 Análisis

Nuestro análisis se basa en el trabajo de Nicolo et al (2006), donde se mide la calidad del gobierno corporativo en una amplia serie de países entre 1994 y 2003 en términos prácticos, es decir, no se basa en la legislación *per se*, sino en lo que las empresas y los mercados hacen realmente. Este indicador práctico de la calidad del gobierno corporativo consta de tres componentes:

- (1) La proporción de las principales 40 partidas contables (según el Center for International Financial Analysis and Research de la Universidad de Princeton) que es divulgada por las mayores sociedades (las 10 empresas manufactureras más importantes de cada país en base a sus activos totales). El argumento es que la transparencia contable permite al inversionista conocer mejor tanto la capacidad de la empresa para reembolsar sus deudas como los flujos de efectivo residuales.
- (2) Un indicador de la manipulación del beneficio contable (*earnings smoothing*), construido como uno menos el coeficiente de correlación por rangos de Spearman entre los flujos de efectivo (antes de ajustes contables) y la oscilación de los beneficios (después de ajustes contables), ambos normalizados por el total de activos, para cada país y año. Su utilización se debe a que la transparencia contable podría no servir de nada si las cuentas de la empresa son fáciles de manipular.
- (3) Un indicador de la sincronización del precio de las acciones construido a partir de la correlación entre el rendimiento semanal de cada empresa y el rendimiento semanal bursátil ponderado por la capitalización. La idea es que cuando las empresas no divulgan suficiente información sobre su situación financiera, los inversionistas pueden tener que sacar sus propias conclusiones a partir de la evolución general de la economía, lo que podría hacer que las cotizaciones de las acciones de distintas se muevan al unísono¹⁵.

Como cualquier indicador sintético de algo tan multifacético como el gobierno corporativo, el nuestro también presenta sus limitaciones. El número de partidas contables divulgadas por las empresas no es sintomático de su precisión. Estimar la manipulación del beneficio contable es más complicado en mercados emergentes que en economías avanzadas, por la falta de información sobre los flujos de efectivo de numerosas empresas. Las cotizaciones bursátiles pueden oscilar de un modo más o menos conjunto por motivos distintos a la limitación de información sobre los resultados y a las perspectivas de las empresas, por ejemplo si cambia la recurrencia de alteraciones comunes.

Otra limitación es que las tres variables que componen nuestro índice se centran en la transparencia de la información utilizada para estimar los flujos residuales, que es el indicador que interesa en última instancia a los accionistas. Así, una mejora de las prácticas contables supone más información sobre la magnitud de dichos flujos, al tiempo que una mayor correlación entre éstos y los beneficios declarados orienta sobre el pago que les corresponde a los accionistas. Sin embargo, ninguna de estas medidas nos indica la capacidad de los inversionistas para percibir estos flujos residuales, que podrían ser desviados por los gerentes y consejeros cautivos de la empresa si los derechos de voto de los inversionistas son frágiles y la aplicación de la legalidad resulta costosa y lenta. En principio, la correlación de las valoraciones de distintas empresas aportaría más información sobre estos últimos aspectos del gobierno corporativo. Esta covariación se produce no sólo cuando los inversionistas externos cuentan con relativamente pocos datos sobre la situación financiera de la empresa y tienen que sacar sus propias conclusiones a partir de la

¹⁵ Además, esto daría más margen a la dirección de la empresa para desviar flujos residuales.

coyuntura económica general, sino también cuando no están convencidos de poder percibir las variaciones idiosincrásicas de los flujos de efectivo. Sin embargo, esta medida de la dispersión de las cotizaciones bursátiles está sujeta al resto de problemas descritos.

Pese a todo, pensamos que las variables basadas en la práctica que recoge de Nicolo et al (2005) informan mejor sobre el comportamiento de las empresas y los inversionistas que los estatutos y regulaciones¹⁶. Este índice y sus componentes abarcan 41 países, incluidos 19 mercados emergentes (10 de ellos asiáticos), y están disponibles con periodicidad anual para el periodo 1994–2003. En nuestra investigación, partiendo de las mismas fuentes y métodos utilizados por estos autores, ampliamos los tres subíndices hasta 2005.

En el Cuadro 1 y el Gráfico 3 se recoge la evolución del gobierno corporativo para el total de la muestra y también por regiones y por tipo de economías (emergentes o avanzadas). De ellos se desprende que tanto Asia como América Latina han avanzado considerablemente en este ámbito, aunque en el primer caso a un ritmo más lento. Esto sugiere una cierta convergencia en cuanto a la calidad del gobierno corporativo en las regiones emergentes. Ambas regiones apenas avanzaron en este ámbito hasta 1998¹⁷, pero a partir de entonces su avance se aceleró, lo que indicaría la influencia no sólo de la crisis asiática, sino también de la presión de las agencias multilaterales y de la globalización financiera. Más adelante aportamos más pruebas al respecto.

Cuadro 1

Evolución de la calidad del gobierno corporativo (CGC), 1995–2005

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Todos	58,7	60,2	58,0	58,9	60,7	61,1	61,0	63,2	63,9	64,7	65,2
Asia	57,0	58,8	57,7	58,2	59,7	60,7	59,9	60,7	62,2	61,3	61,7
América Latina	52,4	54,7	50,0	53,2	55,4	56,7	54,3	58,9	59,1	60,6	62,4
Europa	60,9	62,2	59,9	60,0	61,9	61,7	61,6	64,6	65,2	65,9	65,5
Otros	62,8	63,3	62,9	63,6	65,3	65,7	69,0	68,6	69,0	72,0	74,0
Economías emergentes	55,4	57,5	54,5	56,2	57,5	58,3	57,4	59,3	60,4	60,9	61,6
Economías avanzadas	61,0	62,1	60,5	60,8	63,0	63,2	63,5	65,9	66,4	67,3	67,8
<i>Pro memoria:</i>											
<i>Estados Unidos</i>	<i>72,2</i>	<i>72,6</i>	<i>72,3</i>	<i>71,9</i>	<i>74,8</i>	<i>77,7</i>	<i>76,5</i>	<i>76,7</i>	<i>74,6</i>	<i>79,8</i>	<i>79,9</i>
<i>Japón</i>	<i>57,2</i>	<i>59,3</i>	<i>59,8</i>	<i>62,0</i>	<i>64,2</i>	<i>63,8</i>	<i>62,9</i>	<i>65,7</i>	<i>64,0</i>	<i>64,4</i>	<i>66,4</i>

Véase en el Cuadro A2 del Apéndice los países incluidos en cada región.

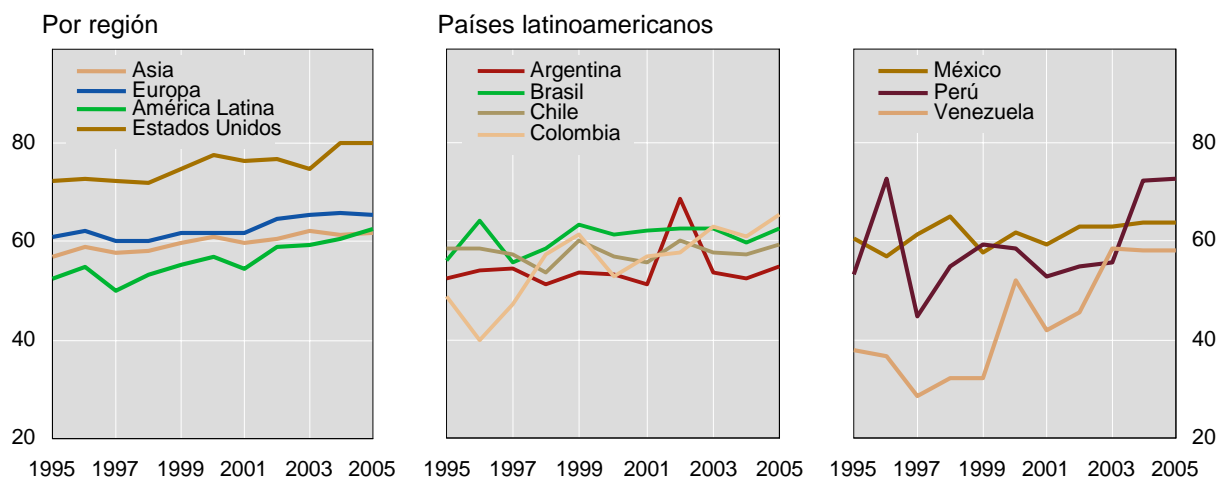
Fuente: índices de gobierno corporativo desde 1995 a 2003 elaborados por Nicolo, Laeven y Ueda (2006), ampliados hasta 2005 por los autores de este artículo.

¹⁶ Este índice también presenta ventajas con respecto a otros anteriores. Por ejemplo, no se centra exclusivamente en la correlación del precio de las acciones (como en Morck et al 2000) ni en las prácticas contables (como en Cheung y Jang 2005).

¹⁷ América Latina incluso experimentó cierto retroceso.

Gráfico 3

Índice de calidad del gobierno corporativo (CGC)¹



Nota: véase en el Gráfico 1 la lista de países incluidos en cada región.

¹ El índice de CGC oscila entre 0 (peor) y 100 (mejor).

Fuente: De Nicolo, Laeven, y Ueda (2006); actualizado por los autores para 2004 y 2005.

De nuestro análisis basado en la práctica destaca la mejora de la calidad del gobierno corporativo en diversos países latinoamericanos (véase el Gráfico 3), sobre todo en Colombia, Perú y Venezuela. Destaca el hecho de que las medidas aplicadas por los reguladores de la Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) para fomentar la transparencia en Brasil aún no se hayan materializado en una mejora palpable de la calidad del gobierno corporativo¹⁸.

2.2 Determinantes

A continuación explicamos por qué en algunos lugares se ha avanzado más rápido que en otros. Mediante una regresión, relacionamos la calidad del gobierno corporativo con un vector de las características económicas y políticas de cada país, incluyendo parámetros alternativos del sistema político como la estabilidad del Gobierno o el índice Polity, que mide hasta qué punto el sistema de gobierno es democrático o autocrático. También incluimos las entradas de capital acumuladas como aproximación a la inversión extranjera, que puede estimular mejoras en el gobierno corporativo. Los indicadores de apertura financiera y comercial permiten saber si un mayor contacto con los mercados exteriores presiona en el mismo sentido. El PIB per cápita (en logaritmo) es indicativo del grado general de desarrollo económico y financiero. Basándonos en La Porta et al (1998) y Chong y López de Silanes (2007), incluimos el origen del sistema jurídico como influencia en la solidez de los derechos de los inversionistas. Por su parte, el crédito bancario indica el desarrollo de la intermediación financiera y permite saber si los bancos y los mercados de capitales se sustituyen o se complementan. La tasa de interés de préstamo refleja tanto la competitividad

¹⁸ En 2001, BOVESPA creó el *Novo Mercado*, en el que las empresas pueden cotizar si cuentan con un gobierno corporativo de calidad suficiente. Para ello, deben contar con un sistema de participación en el que a cada acción le corresponde un voto, cumplir las normas contables internacionales y tener una proporción de flotación libre (acciones en manos de accionistas minoritarios) de al menos el 25%.

del sistema bancario como el grado de estabilidad macroeconómica. El número de empresas matriz se utiliza como aproximación al número de grandes firmas ubicadas en el país. Por último, incluimos algunos indicadores de estabilidad financiera, como la estabilidad del tipo de cambio, la recurrencia de crisis bancarias y los años que el país ha participado en algún programa del FMI.

El Cuadro 2 recoge los valores sintéticos de todas estas variables, el Cuadro 3 la matriz de correlación y el Cuadro A1 del Anexo las definiciones y las fuentes de los datos. Algunas de estas variables se recogen en los Gráficos 4 y 5. El primer panel del Gráfico 4 confirma nuestra hipótesis de que el gobierno corporativo mejora según crece el PIB per cápita, utilizado como indicador del nivel general de desarrollo económico e institucional. Algunos países de América Latina, como Argentina, Colombia, Chile y sobre todo Venezuela, escapan a esta regla, lo cual es indicativo de la escasa calidad del gobierno corporativo en la región, incluso cuando se tiene en cuenta el desarrollo de la economía y las instituciones¹⁹.

Cuadro 2
Datos sintéticos

Variable	Obs.	Media	Desv. estad.	Min.	Max.
Calidad gobierno corporativo (0 a 100)	451	61,42	7,17	28,60	89,20
Normas contables (0 a 100)	435	84,21	4,06	66,30	93,35
Manipulación del beneficio contable (0 a 100)	451	19,22	12,04	0,00	101,01
Sincronización de cotizaciones (0 a 100)	451	82,25	10,35	38,50	96,00
Capitaliz. mercado deuda privada (% PIB)	439	24,86	26,42	0,00	145,62
Capitaliz. mercado deuda pública (% PIB)	439	36,47	24,86	0,21	147,89
Capitaliz. mercado bursátil (% PIB)	451	77,88	72,51	3,61	566,18
Número de empresas cotizadas	451	858	1428	50	8851
Volumen de negociación bursátil	451	72,41	68,74	1,31	623,59
Índice estabilidad gubernamen. (0 a 12)	451	8,73	1,82	4	12
Índice Polity (-10 a 10)	451	7,74	4,07	-7	10
Entradas de capital acumuladas (% PIB)	451	33,04	40,42	0,63	299,88
Indicador del origen jurídico anglosajón	451	0,34	0,47	0	1
PIB per cápita real (en logaritmo)	451	8,84	1,92	0,12	10,90
Crédito bancario local (% PIB)	451	97,16	45,97	8,58	258,50
Tasas de interés de préstamo	451	13,02	14,76	1,68	103,30
Número de empresas matriz	451	1483	2097	0	9356
Apertura financiera	451	7,03	10,23	0,07	96,38
Apertura comercial	451	77,56	56,73	16,30	383,06
Índice estabilidad del tipo de cambio (0 a 10)	451	8,96	1,82	0	10
Número de años en programas FMI	451	1,34	3,79	0	23
Indicador de crisis de moneda	451	0,04	0,20	0	1
Indicador de crisis bancaria	451	0,12	0,32	0	1

Los datos sobre la capitalización del mercado de deuda pública y privada no están disponibles para Israel a lo largo del periodo de la muestra (1995–2005).

Fuentes: véase en el Cuadro A1 del Apéndice las fuentes y definiciones de los datos

¹⁹ Diversas regresiones descritas más adelante ayudarán a determinar si esta desviación es significativa.

Cuadro 3
Matriz de correlación

	CGC	Estabili- dad gubern.	Índice Polity	Entradas capital acumu- ladas (% PIB)	Log. PIB per cápita real	Origen jurídico anglo- sajón	Crédito bancario local (% PIB)	Tasa de préstamo (%)	Número empre- sas matriz	Apertura finan- ciera	Apertura comer- cial	Estabili- dad tipo de cambio	Crisis bancarias
Estabilidad gubern.	0,112**	1,000											
Índice Polity	0,262***	-0,154***	1,000										
Entradas de capital acumuladas (% PIB)	0,126***	0,194***	-0,147***	1,000									
Log. PIB per cápita real	0,328***	0,022	0,388***	0,249***	1,000								
Origen jurídico anglosajón	0,242***	0,155***	-0,094**	0,308***	0,073	1,000							
Crédito bancario local (% PIB)	0,310***	0,198***	0,185***	0,212***	0,495***	0,155***	1,000						
Tasa de préstamo (%)	-0,274***	-0,152***	-0,098**	-0,187***	-0,558***	-0,187***	-0,414***	1,000					
Número de empresas matriz	0,213***	0,002	0,182***	-0,145***	0,285***	-0,267***	0,338***	-0,163***	1,000				
Apertura financiera	0,123***	0,199***	-0,011	0,607***	0,289***	0,082	0,226***	-0,192***	0,009	1,000			

Cuadro 3
Matriz de correlación (cont.)

	CGC	Estabilidad gubern.	Índice Polity	Entradas capital acumuladas (% PIB)	Log. PIB per cápita real	Origen jurídico anglosajón	Crédito bancario local (% PIB)	Tasa de préstamo (%)	Número empresas matriz	Apertura financiera	Apertura comercial	Estabilidad tipo de cambio	Crisis bancarias
Apertura comercial	0,078	0,152***	-0,196***	0,805***	0,190***	0,324***	0,285***	-0,254***	-0,119**	0,546***	1,000		
Estabilidad tipo de cambio	0,126***	0,059	0,005	0,118**	0,388***	0,150***	0,185***	-0,538***	0,056	0,104**	0,131***	1,000	
Indicador crisis bancarias	-0,203***	-0,016	-0,195***	-0,109**	-0,311***	-0,074	-0,043	0,309***	-0,013	-0,138***	0,019	-0,196***	1,000
Años en programas del FMI	-0,162***	-0,057	-0,140***	-0,124***	-0,335***	-0,150***	-0,366***	0,175***	-0,198***	-0,144***	-0,183***	-0,035	0,173***

Los símbolos *, **, *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1% respectivamente.

Fuente: cálculos de los autores.

En el segundo panel del gráfico se observa que la estabilidad gubernamental también favorece las prácticas de gobierno corporativo, por lo que las deficiencias en este ámbito observadas en México, Brasil, Venezuela y Colombia se asociarían a la poca estabilidad de sus gobiernos. Sin embargo, Colombia, Argentina y sobre todo Venezuela escapan a esta regla, lo que indicaría que la inestabilidad gubernamental no es la única variable explicativa.

El tercer panel del Gráfico 4 revela que los países con sistemas de gobierno más democráticos suelen mostrar mayor eficacia en sus prácticas de gobierno corporativo, aunque de nuevo Argentina, Colombia y Venezuela no cumplen dicho patrón. En el cuarto panel, los flujos de capital acumulados están directamente relacionados con la calidad del gobierno corporativo, aunque esta relación podría obedecer a unas pocas observaciones.

Por último, el crédito local concedido por el sistema bancario y el número de sociedades matriz también afectan positivamente a esta calidad. Aunque sería interesante determinar si la relación media en América Latina es diferente a la de otras regiones, no contamos con observaciones suficientes para estimar estas ecuaciones para el conjunto de la región.

A modo de comparación, los Gráficos 5A y 5B muestran estos parámetros por regiones.

En nuestros cálculos, comenzamos estimando las ecuaciones para toda la muestra con efectos aleatorios. Para ello, partimos de las pruebas de Hausman y Breusch-Pagan, que muestran que los efectos aleatorios son más acertados que los efectos fijos y las agrupaciones simples²⁰. La primera columna del Cuadro 4 se corresponde con las especificaciones de referencia. La mayor calidad del gobierno corporativo en países con sistemas gubernamentales más estables puede reflejar una mayor disposición política a invertir en reformas que pueden no ser rentables en un principio. En cambio, parece no importar que el sistema de gobierno sea más o menos democrático, algo que contrasta con los resultados de la relación bivalente simple del tercer panel del Gráfico 4, pero que concuerda con otros estudios sobre los efectos económicos de la democracia. Las entradas de capital en porcentaje del PIB refuerzan el gobierno corporativo, posiblemente por la presión de los inversionistas extranjeros.

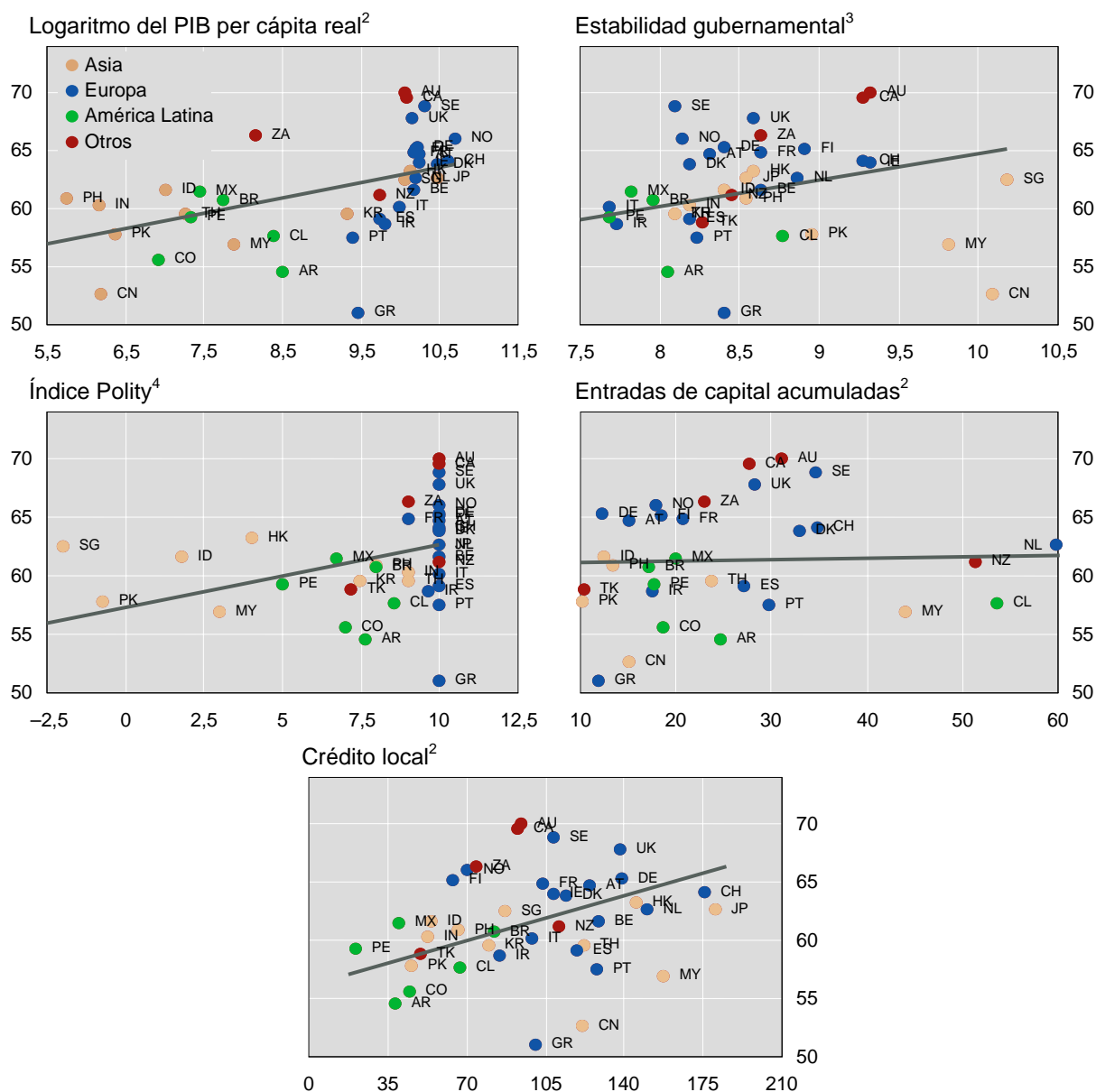
Además, los países con tradición jurídica anglosajona (*common law*) cuentan con mejores sistemas de gobierno corporativo, tal vez porque los accionistas externos cuentan con mayor voz y voto y se muestran más activos. Por su parte, los países con bajas tasas de préstamo también parecen contar con un mejor gobierno corporativo, ya que suelen gozar de condiciones económicas más estables, por lo que el Gobierno tiene más tiempo y recursos para perfeccionar el gobierno corporativo, sin tener que atender otros problemas económicos. Doidge et al (2004) observan que en los países donde es más fácil obtener financiación externa, las empresas cuentan con mayores incentivos para mejorar su buen gobierno. Por último, el número de empresas matriz, es decir multinacionales con filiales en el extranjero, se inserta de forma positiva en las especificaciones de referencia. Esta cifra representa la cantidad de grandes empresas ubicadas en el país, lo que a su vez refleja el nivel de desarrollo del sector corporativo. Los países que cuentan con gran número de multinacionales posiblemente se esfuerzan más por someterlas a normas rigurosas de buen gobierno, y éstas a su vez se consideran más preparadas para cumplir con dichas normas. Por esta misma razón, algunos países pueden tener reparos en imponer normas estrictas de buen gobierno por miedo a que resulten muy caras de cumplir para las pequeñas y medianas empresas ubicadas en sus países.

²⁰ Cuando calculamos estas relaciones usando efectos fijos, obtenemos prácticamente los mismos resultados.

Gráfico 4

Índice de CGC (eje de ordenadas) y variables explicativas (eje de abscisas)¹

Análisis de sección cruzada, promedio 1995–2005



Asia incluye China (CN), Corea del Sur (KR), Filipinas (PH), Hong Kong RAE (HK), India (IN), Indonesia (ID), Japón (JP), Malasia (MY), Pakistán (PK), Singapur (SG) y Tailandia (TH); Europa incluye Alemania (DE), Austria (AT), Bélgica (BE), Dinamarca (DK), España (ES), Finlandia (FI), Francia (FR), Grecia (GR), Irlanda (IE), Israel (IR), Italia (IT), Noruega (NO), Países Bajos (NL), Portugal (PT), Reino Unido (UK), Suecia (SE) y Suiza (CH); América Latina incluye Argentina (AR), Brasil (BR), Chile (CL), Colombia (CO), México (MX), Perú (PE) y Venezuela (VE); Otros incluye Australia (AU), Canadá (CA), Estados Unidos (US), Nueva Zelanda (NZ), Sudáfrica (ZA) y Turquía (TK).

¹ Índice de CGC (ordenadas) frente a cada variable (abscisas); el índice oscila entre 0 (peor) y 100 (mejor). ² Crédito local concedido por el sector bancario, en porcentaje del PIB. ³ El índice oscila entre 0 (gobierno menos estable) y 12 (gobierno más estable). ⁴ El índice oscila entre -10 (sistema de gobierno muy autocrático) y 10 (sistema muy democrático).

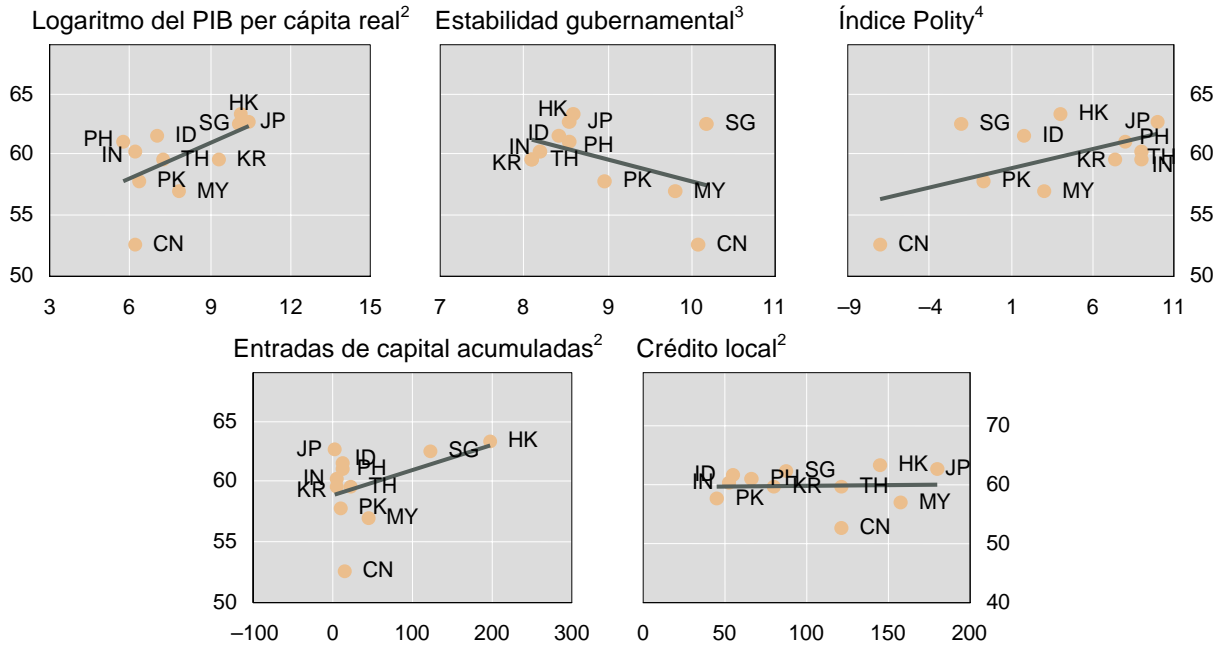
Fuentes: véase en el Cuadro A1 del Apéndice las fuentes y definiciones de los datos.

Gráfico 5A

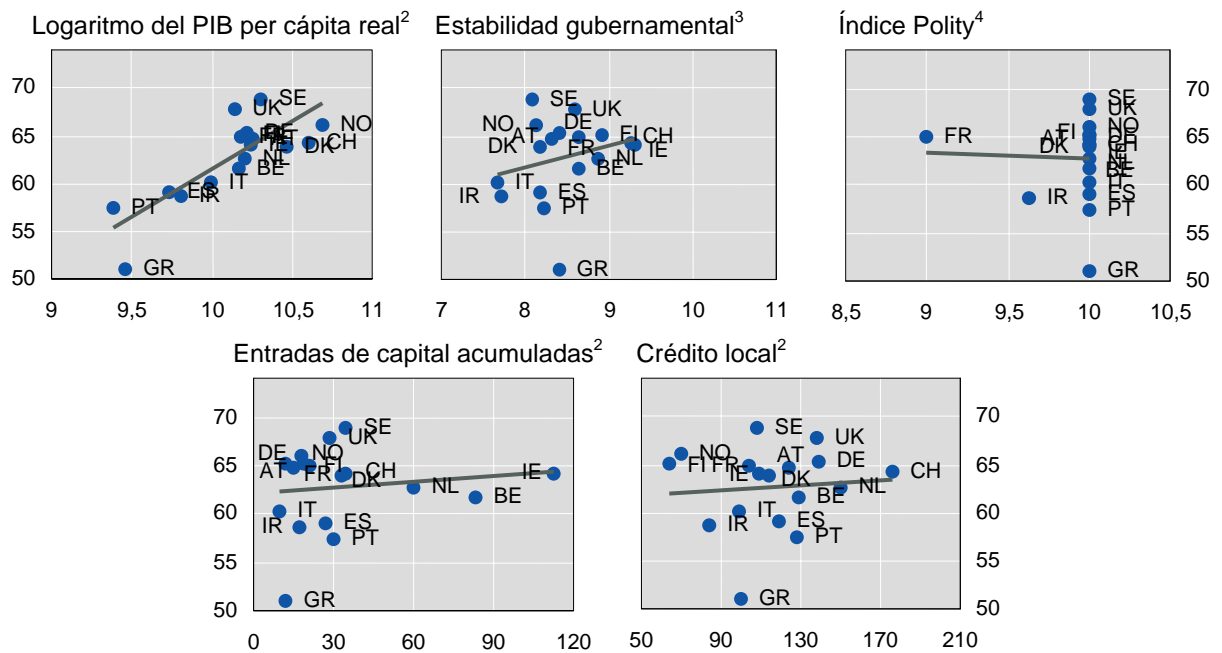
Índice CGC y variables explicativas para Asia y Europa¹

Análisis de sección cruzada, promedio 1995–2005

Asia



Europa



¹ Índice de CGC (ordenadas) frente a cada variable (abscisas); el índice oscila entre 0 (peor) y 100 (mejor). Véanse en el Gráfico 4 los códigos de los países. ² Crédito local concedido por el sector bancario, en porcentaje del PIB. ³ El índice oscila entre 0 (gobierno menos estable) y 12 (gobierno más estable). ⁴ El índice oscila entre -10 (sistema de gobierno muy autocrático) y 10 (sistema muy democrático).

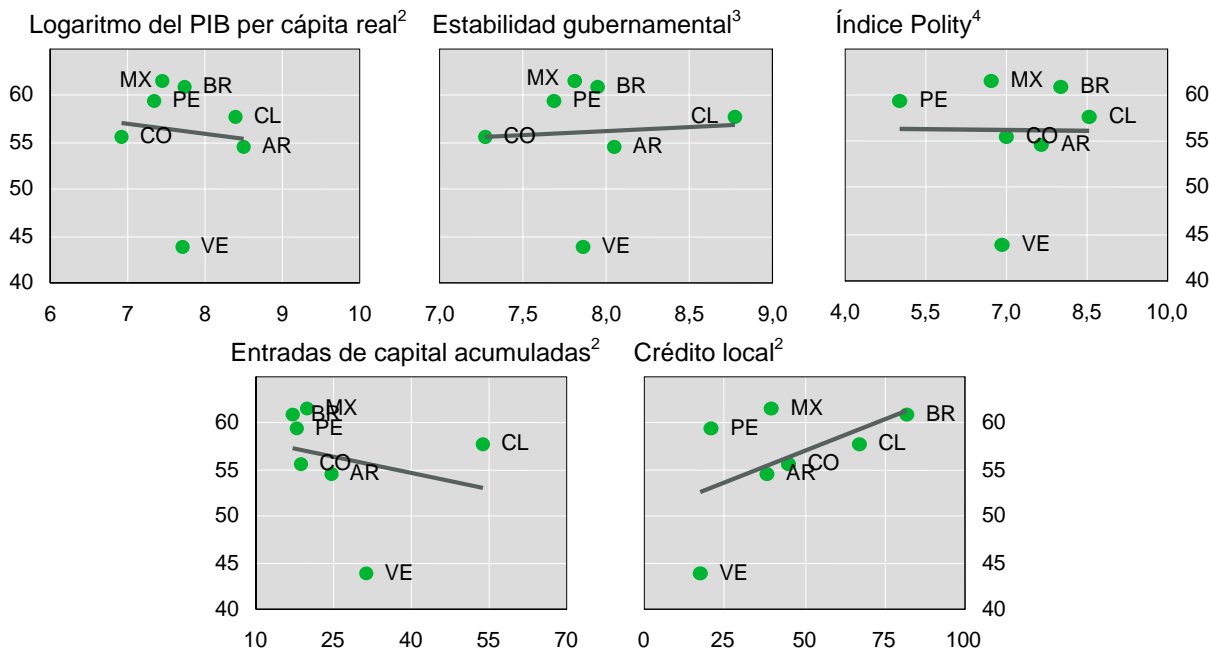
Fuentes: véase en el Cuadro A1 del Apéndice las fuentes y definiciones de los datos.

Gráfico 5B

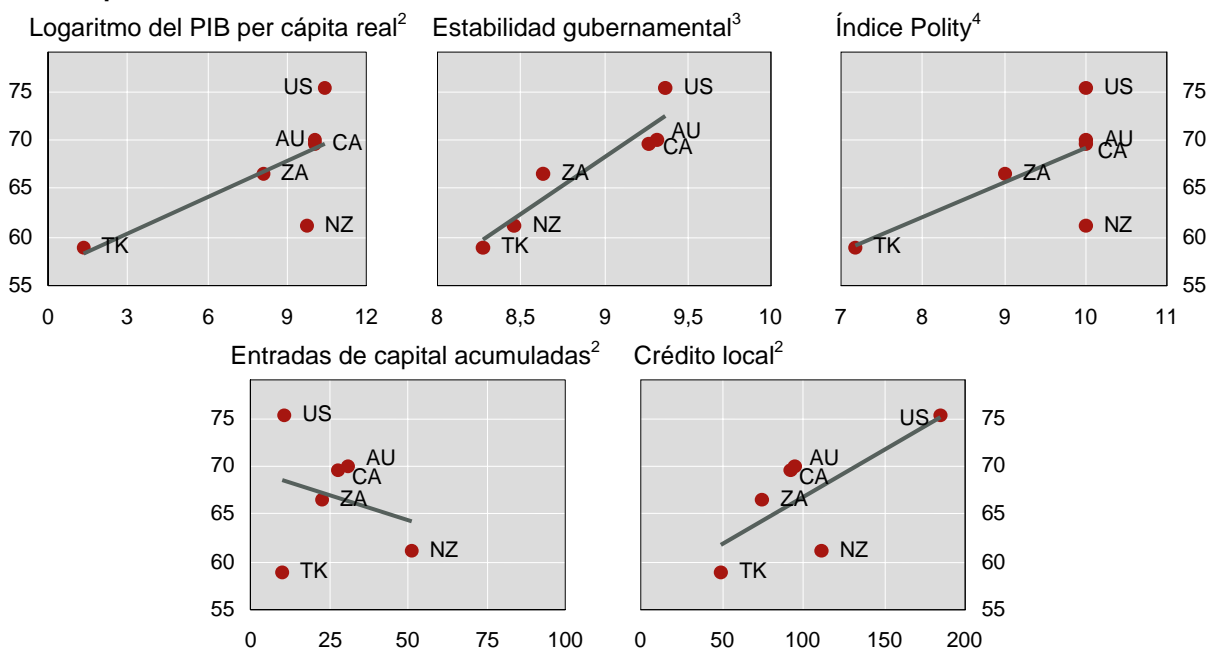
Índice CGC y variables explicativas para América Latina y otros países¹

Análisis de sección cruzada, promedio 1995–2005

América Latina



Otros países



¹ Índice de CGC (ordenadas) frente a cada variable (abscisas); el índice oscila entre 0 (peor) y 100 (mejor). Véanse en el Gráfico 4 los códigos de los países. ² Crédito local concedido por el sector bancario, en porcentaje del PIB. ³ El índice oscila entre 0 (gobierno menos estable) y 12 (gobierno más estable). ⁴ El índice oscila entre -10 (sistema de gobierno muy autocrático) y 10 (sistema muy democrático).

Fuentes: véase en el Cuadro A1 del Apéndice las fuentes y definiciones de los datos.

Cuadro 4

Determinantes de la calidad del gobierno corporativo

Primera fase, regresión de mínimos cuadrados generalizados (GLS) con efectos aleatorios

	Variable dependiente: calidad del gobierno corporativo (CGC)		
	(1)	(2)	(3)
Instrumentos excluidos:			
Estabilidad gubernamental	0,234* (1,87)	0,130 (1,01)	0,127 (0,99)
Índice Polity	0,247** (2,20)	0,063 (0,53)	0,051 (0,44)
Entradas de capital acumuladas (% PIB)	0,046*** (5,13)	0,039*** (3,40)	0,042*** (3,50)
Instrumentos incluidos:			
Logaritmo del PIB per cápita real		-0,608 (1,43)	-0,687 (1,34)
Indicador del origen jurídico anglosajón		4,300** (2,30)	3,549* (1,87)
Crédito bancario local (% PIB)		0,001 (0,06)	-0,002 (0,23)
Tasa de interés de préstamo (%)		-0,140*** (2,73)	-0,131** (2,46)
Número de empresas matriz		0,001*** (3,53)	0,001*** (3,12)
Apertura financiera		-0,026 (1,37)	-0,027 (1,38)
Apertura comercial		0,013 (0,96)	0,010 (0,74)
Estabilidad del tipo de cambio		-0,136 (0,66)	-0,123 (0,60)
Indicador de crisis bancaria el año anterior		0,105 (0,15)	0,118 (0,17)
Años en programas del FMI		0,004 (0,03)	0,034 (0,26)
Indicador para Asia		-5,564*** (3,21)	-6,254*** (2,95)
Indicador para América Latina			-3,577 (1,21)
Indicador para otros mercados emergentes			-0,263 (0,06)
Constante	55,991 (36,18)	64,424 (12,29)	66,633 (11,34)
Estadísticas f para el valor p de los instrumentos excluidos	47,10 0,000	15,67 0,001	15,75 0,001
Observaciones	451	451	451
Número de ID del país	41	41	41
R ²	0,073	0,203	0,225

Entre paréntesis, estadísticas t consistentes con heteroscedasticidad.

Los símbolos *, **, *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1% respectivamente.

Otras variables parecen no afectar sensiblemente a la calidad del gobierno corporativo cuando se incluyen en la regresión multivariante²¹. Así sucede con el PIB per cápita, lo que indica que dicha calidad varía en base a características muy concretas de los países. El PIB per cápita, que refleja aspectos del desarrollo económico e institucional no recogidos en otros parámetros, no tiene poder explicativo residual²².

Otras variables no significativas son el crédito local concedido por el sector bancario²³, la incidencia de crisis bancarias recientes²⁴, la estabilidad del tipo de cambio y los años de participación del país en programas del FMI²⁵.

Otro resultado interesante es el coeficiente negativo de la variable ficticia para Asia, es decir, después de incluir numerosos aspectos económicos y políticos, la calidad del gobierno corporativo en esta región sigue rezagada con respecto a otras. Dado que la mayoría de los países no asiáticos incluidos en la muestra son economías avanzadas, esto podría deberse al diferencial entre éstas y Asia.

En la tercera columna del cuadro añadimos variables ficticias para América Latina y otros mercados emergentes (Sudáfrica y Turquía) que, a diferencia de las variables de Asia, no se alejan demasiado de cero para niveles de confianza estándar. De todo ello se desprende que, dado que el gobierno corporativo en América Latina no está a la altura del de otras regiones, los motivos hay que buscarlos en características observables en los países, como sus políticas macroeconómicas, la estabilidad de sus sistemas políticos o la influencia de los inversionistas extranjeros, entre otros factores. No es necesario alegar además rasgos específicos de los países latinoamericanos ni de su pasado no recogidos en el resto de variables independientes.

En suma, la calidad del gobierno corporativo varía entre países por motivos tanto sistemáticos como idiosincrásicos. Entre los primeros se incluye la estructura del sistema jurídico y su capacidad para permitir que los inversionistas externos exijan mayor divulgación de información y representación; la presencia de inversionistas extranjeros, que suelen requerir mejoras en el gobierno corporativo; y la estabilidad y el desarrollo del entorno político, que afectan a la disposición del Gobierno para invertir en reformas en este ámbito. Además, en el caso de Asia, el dominio de la financiación bancaria y el número de empresas matriz parece estar inversamente relacionado con la calidad del gobierno corporativo.

²¹ Sin embargo, el Cuadro 3 (la matriz de correlación) muestra que cada una de ellas presenta una correlación estadísticamente significativa con el indicador de la calidad del gobierno corporativo.

²² El R^2 ajustado de esta ecuación sólo oscila entre 0,203 y 0,200 cuando se omite el PIB per cápita.

²³ Este parámetro se incluye al considerarse que a veces un sector bancario activo presiona para mejorar el gobierno corporativo.

²⁴ Las crisis bancarias pueden alterar el desarrollo del mercado, aunque también incentivan las reformas. Sin duda, ambos efectos se contrarrestan mutuamente.

²⁵ La mejora del gobierno corporativo propiciada por la tutela del FMI parece anularse en general en aquellos casos en que los países acogidos permanentemente a dichos programas sufrían graves problemas de transparencia. La variable aquí empleada son los años que el país se ha acogido a un programa del FMI desde 1960 y su valor máximo es 23, que son los años que Argentina participó en estos programas (1938–2005). Igualmente, aunque las reformas institucionales, incluida la mejora del gobierno corporativo, a veces se consideran un requisito para adoptar mayor flexibilidad cambiaria (las empresas deben limitar sus descalces de monedas y otros riesgos para sus balances relacionados con el tipo de cambio), este efecto parece neutralizarse en general por la tendencia de algunos países con gobiernos corporativos deficientes a padecer gran inestabilidad en sus monedas.

2.3 Efectos

En esta apartado examinamos cómo afecta la calidad del gobierno corporativo al desarrollo financiero. Para ello, consideramos el gobierno corporativo como un factor endógeno, reconociendo que esta relación también se produce a la inversa, es decir, que el desarrollo financiero influye a su vez en la calidad del gobierno corporativo.

Para construir el valor ajustado del gobierno corporativo incluimos todas las variables exógenas en la segunda fase como instrumentos *incluidos*, mientras que las variables políticas y nuestra estimación de la presencia de inversionistas extranjeros se utilizan como instrumentos *excluidos*. La omisión de las variables políticas en la segunda fase y su uso como instrumentos de gobierno corporativo se debe a que no conocemos argumentos o indicios previos que apunten a que la estructura del sistema político determina el desarrollo financiero²⁶. En cambio, la omisión de los flujos de capital en dicha fase puede ser más controvertida, si bien los principales resultados no se verán afectados por ello, como demostraremos más adelante²⁷.

En las regresiones de la segunda fase, analizamos el impacto del gobierno corporativo, junto con un vector de controles, sobre la capitalización (en porcentaje del PIB) de los mercados de deuda corporativa y pública y de acciones, sobre el número de empresas cotizadas y sobre el volumen de negociación en el mercado bursátil (en porcentaje). Los resultados, recogidos en el Cuadro 5, indican que el componente exógeno del gobierno corporativo según nuestras estimaciones afecta positivamente a todas estas variables, si bien el efecto es bastante reducido en el caso de la capitalización del mercado de deuda pública. Esto es lógico, dado que un gobierno corporativo más estricto mejora directamente el atractivo de las empresas privadas para los inversionistas externos, mientras que estimula la inversión en deuda pública sólo de forma indirecta, en la medida en que ambos mercados se complementan, es decir, utilizan las mismas infraestructuras, cuentan con inversionistas similares, etc.²⁸.

Cuando estimamos las mismas ecuaciones mediante Mínimos Cuadros Ordinarios (OLS) agrupados, ignorando así la posibilidad de simultaneidad, siguen obteniéndose efectos positivos significativos sobre la capitalización del mercado de deuda privada y de acciones, el número de empresas cotizadas y la estimación de la liquidez bursátil (véase la primera columna del Cuadro 6). Sin embargo, cuando utilizamos estimadores de panel con efectos fijos (FE) o aleatorios (RE) sin variables instrumentales (columnas 2 y 3 del mismo cuadro), sólo permanece el efecto positivo sobre la capitalización del mercado de deuda privada, lo que resalta la importancia de reconocer el carácter endógeno del gobierno corporativo²⁹.

²⁶ Esto contrasta con estudios como el de Roe (2003), quien defiende que las variables políticas deben asociarse de forma significativa con el gobierno corporativo, que es precisamente el argumento aquí utilizado.

²⁷ Véase el apartado siguiente sobre la robustez de los resultados. Por otro lado, desechar esta variable provoca otras fuentes de alteración econométrica, como explicamos en dicho apartado, lo que nos obliga a modificar ligeramente las especificaciones.

²⁸ Cuando incluimos la capitalización del mercado de deuda corporativa como determinante de la capitalización del mercado de deuda pública, apenas obtenemos indicios de que esta última se vea estimulada por el crecimiento del la primera. Los principales resultados no varían cuando utilizamos en la primera columna el tamaño del mercado de deuda pública un año antes. Además, este tamaño no resulta significativo (coeficiente = -0,021, estadística t = 0,66). Del mismo modo, cuando insertamos en la segunda columna la capitalización del mercado de bonos privados un año antes, los resultados se mantienen y este indicador no resulta significativo (coeficiente = -0,044, estadística t = 0,58).

²⁹ En el caso de los mercados de deuda privada, aunque el efecto es positivo y significativo en todos los modelos de regresión, el hecho de que el coeficiente sobre la calidad del gobierno corporativo sea menor con las regresiones OLS que con las de variables instrumentales (IV) sugiere que la relación inversa (que el tamaño del mercado de bonos influye en la calidad del gobierno corporativo) puede ser negativa.

Cuadro 5

Efectos de la calidad del gobierno corporativo

Segunda fase, regresiones con variables instrumentales (IV)

	Variable dependiente:				
	Capitaliz. mercado deuda privada (% PIB)	Capitaliz. mercado deuda pública (% PIB)	Capitaliz. mercado bursátil (% PIB)	Número empresas cotizadas (logaritmo)	Negociación bursátil (%)
Calidad del gobierno corporativo (ajustada)	1,509*** (4,46)	0,366 (0,71)	12,215*** (4,33)	0,053*** (3,21)	3,826** (2,27)
Logaritmo PIB per cápita real	2,938*** (4,89)	-6,057*** (3,57)	14,117*** (4,25)	0,092** (2,33)	-3,123 (0,75)
Indicador del origen jurídico anglosajón	-5,454 (0,95)	-1,219 (0,13)	-27,908 (1,36)	0,788*** (2,61)	5,905 (0,31)
Crédito bancario local (% PIB)	0,172*** (6,49)	-0,094*** (2,75)	-0,082 (1,37)	-0,001 (0,77)	0,128 (1,28)
Tasa de préstamo (%)	0,173*** (3,04)	-0,203* (1,74)	2,132*** (4,48)	0,010*** (3,21)	0,577 (1,46)
Número de empresas matriz	0,005** (2,48)	0,004** (2,25)	-0,008* (1,72)	0,001** (2,10)	0,008 (1,28)
Apertura financiera	-0,026 (0,75)	-0,134** (2,25)	1,006*** (3,11)	0,003** (2,22)	0,308** (2,34)
Apertura comercial	0,001 (0,02)	0,117*** (2,90)	0,483** (2,25)	0,000 (0,17)	-0,349*** (2,53)
Estabilidad del tipo de cambio	0,381** (2,33)	0,906*** (2,80)	3,800*** (4,46)	0,015** (2,01)	0,732 (0,56)
Indicador de crisis bancaria el año anterior	0,978 (1,07)	0,418 (0,28)	-13,119*** (2,97)	0,017 (0,47)	-4,220 (0,46)
Años en programas del FMI	-0,164*** (2,69)	0,088 (0,54)	0,922* (1,86)	-0,011*** (3,58)	1,673 (1,19)
Indicador para Asia	-0,421 (0,07)	-23,452 (1,63)	61,071** (2,32)	1,001*** (3,62)	57,944** (1,96)
Tamaño mercado deuda pública (% PIB)	0,038 (1,17)				
Constante	-122,943 (5,40)	64,088 (1,71)	-890,114 (4,55)	0,991 (0,86)	-167,657 (1,41)
Observaciones	439	439	451	451	451
Número de ID del país	40	40	41	41	41
R ²	0,656	0,011	0,472	0,313	0,227

La calidad del gobierno corporativo es el valor ajustado obtenido de la regresión del índice de CGC sobre las variables instrumentales de la segunda columna del Cuadro 4. Los instrumentos utilizados son: la estabilidad gubernamental, el índice Polity y las entradas de capital acumuladas en porcentaje del PIB. Entre paréntesis, estadísticas t consistentes con heteroscedasticidad.

Los símbolos *, **, *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1% respectivamente.

Cuadro 6

Especificaciones alternativas para calcular los efectos de la CGC sobre el desarrollo financiero

Variable dependiente	Coeficiente del índice de CGC				
	OLS combinados	OLS/FE	GLS/RE	IV/FE	IV/RE
Capitalización mercado deuda privada (% PIB)	0,443*** (3,37)	0,188*** (3,12)	0,196*** (3,07)	1,393*** (3,71)	1,509*** (4,46)
Capitalización mercado deuda pública (% PIB)	0,143 (0,87)	0,100 (1,21)	0,126 (1,34)	-0,055 (0,10)	0,366 (0,71)
Capitalización mercado bursátil (% PIB)	1,232*** (3,52)	0,065 (0,26)	0,259 (1,03)	11,940*** (3,60)	12,215*** (4,33)
Número logarítmico de empresas cotizadas	0,025*** (4,03)	-0,005** (2,17)	-0,003 (1,32)	0,025* (1,66)	0,053*** (3,21)
Volumen negociación bursátil (%)	0,438 (1,38)	0,232 (0,76)	0,281 (0,92)	9,028*** (2,89)	3,826** (2,27)

Para los modelos OLS (mínimos cuadrados ordinarios) y GLS (mínimos cuadrados generalizados), se realiza la regresión de cada variable de desarrollo financiero sobre el índice de calidad del gobierno corporativo (CGC) y el conjunto de variables independientes de las columnas 1 a 5 del Cuadro 5. Para los modelos de las variables instrumentales (IV), las regresiones de la primera fase son como las de la columna 2 del Cuadro 4 (en la regresión IV con efectos fijos, se retira la variable ficticia para el origen jurídico anglosajón y para Asia, así como el número de empresas matriz). El índice de CGC en las regresiones IV de la segunda fase es el valor ajustado de la primera fase. Los instrumentos utilizados son: la estabilidad gubernamental, el índice Polity y las entradas de capital acumuladas en porcentaje del PIB. Entre paréntesis, estadísticas t consistentes con heteroscedasticidad.

Los símbolos *, **, *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1% respectivamente.

2.4 Robustez

Para comprobar la robustez del modelo, llevamos a cabo una serie de análisis de sensibilidad. Para empezar, estimamos especificaciones alternativas para la primera fase, como se indica en las columnas 1 y 2 del Cuadro 7. Para ello, deseamos las variables ficticias del tipo de interés, crisis bancarias y FMI que resultan insignificantes. A continuación eliminamos las estimaciones de apertura financiera y comercial y del crédito local bancario. Pese a todo, los principales resultados se repiten.

En segundo lugar, estimamos nuestras ecuaciones esta vez con efectos fijos, en vez de aleatorios, para lo cual retiramos las variables ficticias de las regiones y del origen del sistema jurídico y el número de empresas matriz, ya que todos ellos no varían en el tiempo. En esta ocasión, los resultados de la primera fase siguen siendo válidos para el resto de variables excepto para el coeficiente de apertura comercial, que ahora es positivo y significativo. Los principales resultados de la segunda fase tampoco cambian y el resto de coeficientes comparten el mismo signo y siguen alejándose considerablemente del nivel cero para niveles de confianza estándar.

En tercer lugar (columna 3), eliminamos las entradas de capital acumuladas de la primera fase, al sospechar que el valor identificador de esta variable se deriva de la experiencia de unos pocos casos anómalos, como Hong Kong RAE, y también a causa de la restricción de exclusión, es decir, que los flujos de capital pasados puedan afectar no sólo a la calidad del

gobierno corporativo, sino también directamente a la capitalización y liquidez de los mercados financieros. En cualquier caso, los principales resultados vuelven a repetirse, en concreto, el signo y significación de la variable del gobierno corporativo de la segunda fase.

Cuadro 7

Robustez de los determinantes de la calidad del gobierno corporativo

	Variable dependiente: calidad del gobierno corporativo (CGC)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Instrumentos excluidos:				
Estabilidad gubernamental	0,132 (1,02)	0,127 (0,98)	0,268** (2,13)	0,124 (1,02)
Índice Polity	0,067 (0,55)	0,081 (0,68)	0,072 (0,60)	0,017 (0,15)
Entradas de capital acumuladas (% PIB)	0,039*** (3,38)	0,042*** (4,71)		
CGC media en otros países de la región				0,373*** (4,59)
Instrumentos incluidos:				
Logaritmo PIB per cápita real	-0,637 (1,56)	-0,580 (1,51)	-0,344 (0,94)	-0,087 (0,21)
Indicador del origen jurídico anglosajón	4,281** (2,39)	4,450*** (2,58)	5,084*** (3,05)	3,877** (2,34)
Crédito bancario local (% PIB)	-0,128*** (3,01)	-0,130*** (3,09)	-0,136*** (3,19)	-0,085* (1,89)
Tasa de interés de préstamo (%)	0,001*** (3,62)	0,001*** (3,78)	0,001*** (3,34)	0,001*** (2,71)
Número de empresas matriz	0,002 (0,24)			
Apertura financiera	-0,026 (1,35)			
Apertura comercial	0,012 (0,91)			
Indicador para Asia	-5,541*** (3,32)	-4,940*** (3,09)	-4,482*** (2,85)	-3,018* (1,83)
Indicador para América Latina				
Indicador para Sudáfrica y Turquía				
Constante	63,188 (14,32)	63,307 (14,83)	61,437 (14,76)	37,583 (5,25)
Estadístico f para el valor p de los instrumentos excluidos	15,79 0,001	30,43 0,000	4,92 0,085	22,73 0,000
Observaciones	451	451	451	451
Número de ID del país	41	41	41	41
R ²	0,206	0,215	0,234	0,271

Todas las regresiones se estiman utilizando el modelo GLS (mínimos cuadrados generalizados) con efectos aleatorios. Entre paréntesis, estadísticas t consistentes con heteroscedasticidad. Los símbolos *, **, *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1% respectivamente.

No obstante, al retirar esta variable se crea el problema de la debilidad de los instrumentos³⁰, cuya solución clásica consiste en buscar instrumentos más fiables, lo que hacemos basándonos en el trabajo de Simmons y Elkins (2003) sobre el efecto «imitación» y la difusión de las políticas. Los autores defienden que es más probable que un país emprenda una reforma de sus políticas cuando también lo hacen sus vecinos. Sería lógico añadir esta última variable, definida en nuestro caso como la calidad del gobierno corporativo de otros países de la región, dado que todos ellos compiten por el capital externo en parte según estén representados los intereses de los inversionistas. Esta variable podría considerarse exógena, excepto tal vez en países suficientemente grandes como para influir en la calidad del gobierno corporativo en toda la región. También podría excluirse de la segunda fase, ya que no hay motivos para esperar que la calidad del gobierno corporativo en otros países influya directamente en el desarrollo financiero del país en cuestión. Además, es un instrumento fuerte. Si se incorpora al modelo, no varía el signo y la significación de la principal variable de gobierno corporativo en la segunda fase y desaparece el problema de la debilidad del instrumento. Una de las limitaciones de esta variable es que no queda claro que los vecinos económicos de un país también lo sean desde el punto de vista geográfico. Por este motivo, las estimaciones basadas en este instrumento se incluyen en este apartado sobre análisis de la sensibilidad.

En cuarto lugar, analizamos por separado el impacto que tiene sobre el desarrollo del mercado cada componente de nuestro índice de gobierno corporativo, habiendo estimado previamente sus determinantes a partir de la misma especificación de antes. Como se observa en el Cuadro 8, los tres elementos (adopción de estándares contables, tendencia a no manipular el beneficio contable y no sincronización de las cotizaciones) suelen tener el efecto positivo esperado en la capitalización de los mercados de deuda privada y de acciones, en el número de sociedades cotizadas y en el volumen de negociación bursátil. Este efecto positivo acumulado nos asegura que los resultados no dependen del comportamiento de ningún componente concreto de nuestra medida del gobierno corporativo.

Por último, consideramos el número de sociedades cotizadas pero en relación con el PIB y con el número total de negocios registrados. En el primer caso es para tener en cuenta los efectos del tamaño del país y del sector corporativo en esta variable. Para ambas especificaciones, el signo y la significación de la mayoría de las variables, incluida la calidad del gobierno corporativo, no cambian excepto para el logaritmo del PIB per cápita, cuyo coeficiente es ahora negativo y significativo³¹.

³⁰ La estadística f para los instrumentos excluidos es 15,67 con la estimación de las entradas de capital acumuladas incluida en la primera fase y 1,33 sin incluirla. El umbral para clasificar a los instrumentos como débiles se sitúa en 10,00, como sugiere Staiger y Stock (1997) para una única variable endógena.

³¹ Estas especificaciones se incluyen en el apartado sobre robustez y no en el de resultados al no estar claro que el PIB real sea la variable más adecuada para usar como factor escalar del número de empresas cotizadas. Más apropiado resulta utilizar el número total de negocios registrados, pero ello reduciría considerablemente el universo de observaciones (de 451 a 193 años-país), dado que la serie temporal de esta variable es incompleta. Además, como la lista de controles ya incluye el número de sociedades matriz, creemos que está justificado utilizar el número de sociedades cotizadas como una cifra simple. Los datos sobre el total de empresas registradas procede de World Bank Group Database on Entrepreneurship: <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:21164814~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>.

Cuadro 8

Efectos de los diferentes componentes del índice de CGC

Segunda fase, regresiones con variables instrumentales (IV)

Variable dependiente:

	Capitalización mercado deuda privada (% PIB)			Capitalización mercado deuda pública (% PIB)			Capitalización mercado bursátil (% PIB)			Número de empresas cotizadas (logaritmo)			Volumen de negociación bursátil (%)		
Componentes CGC															
Normas contables (ajustado)	3,161*** (3,82)			-1,328 (0,89)			19,071*** (3,48)			0,142*** (3,51)			49,230*** (5,21)		
Manipulación de beneficios (ajustado)		0,912*** (4,60)			0,104 (0,33)			6,966*** (4,38)			0,033*** (3,39)			4,564*** (3,97)	
Desincronización de cotizaciones (ajustado)			0,819*** (4,02)			0,439 (1,44)			8,663*** (4,40)			0,027** (2,51)			-2,912 (1,45)
Variables de control	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Observac.	453	439	475	453	439	475	465	451	489	466	451	490	465	451	489
Número de ID del país	40	40	40	40	40	40	41	41	41	41	41	41	41	41	41
R ²	0,655	0,657	0,658	0,005	0,010	0,013	0,452	0,471	0,476	0,281	0,312	0,296	0,221	0,226	0,230

Las regresiones se construyen como para las especificaciones completas del Cuadro 5 pero sustituyendo el índice de CGC por cada uno de sus tres componentes. Se omiten los resultados de otras variables independientes. Los instrumentos utilizados son: la estabilidad gubernamental, el índice Polity y las entradas de capital acumuladas en porcentaje del PIB. Entre paréntesis, estadísticas t consistentes con heteroscedasticidad.

Los símbolos *, **, *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1% respectivamente.

3. Conclusión

Las economías de América Latina han avanzado significativamente en el desarrollo de sus mercados de capitales, en un contexto de creciente estabilidad macroeconómica, financiera y política. A su vez, este desarrollo ha contribuido a ampliar el entorno de estabilidad en la región.

Al mismo tiempo, el tamaño de sus mercados de deuda corporativa, el número de empresas cotizadas en bolsa y la liquidez del mercado todavía andan a la zaga de los de otras regiones. Sus mercados todavía son relativamente estrechos y su falta de liquidez puede hacerlos frágiles y volátiles en caso de deteriorarse la coyuntura económica y financiera, es decir, si el crecimiento mundial se frena y los inversionistas aumentan su aversión al riesgo. A su vez, esta fragilidad puede poner en peligro la consolidación de la reciente estabilidad macroeconómica en la región.

Así pues, urge acelerar el desarrollo de los mercados de capitales en América Latina. No basta con considerarlo como parte esencial del proceso general de desarrollo económico y financiero y esperar a que las economías de la región crezcan por sí solas, sino que los gobiernos y órganos decisorios de la región deben adoptar medidas concretas de fomento. Entre ellas se encuentran la creación de una infraestructura de mercado más eficiente (por ejemplo creando plataformas de negociación o sistemas de pago y liquidación) y el refuerzo de los derechos de los inversionistas en bonos y acciones, a lo cual nos referimos como el «engranaje» de los mercados de capital. En este artículo, nos centramos en un aspecto concreto de este engranaje: el gobierno corporativo.

Encontramos que su mejora ha prevalecido en países con sistemas gubernamentales estables dispuestos a asumir el coste de las reformas institucionales necesarias, con inversionistas extranjeros listos para abogar por dichas reformas y con países limítrofes que ya las han emprendido. También hallamos que tales reformas son muy beneficiosos para el desarrollo de los mercados de deuda privada y de acciones.

Al mismo tiempo, al comparar los mercados emergentes de América Latina y otras regiones con los de economías avanzadas, parece que este proceso todavía es incompleto. Una explicación sería el gobierno corporativo se inserta en un proceso más amplio de desarrollo económico y financiero y que los países sólo podrían reducir sus diferencias en este ámbito cuando su desarrollo converja con el de las economías avanzadas. Nuestros resultados, no obstante, nos llevan a una conclusión más optimista. La calidad del gobierno corporativo no depende tan sólo de la renta per cápita como indicador del desarrollo económico general de un país, sino que también está influido por una serie de factores concretos sobre los que los países emergentes podrían actuar para fomentar la calidad del gobierno corporativo. Así, la estabilidad macroeconómica favorece su mejora, al igual que puede hacerlo la apertura de los mercados a la inversión extranjera o la estabilidad política, al darle voz a los inversionistas e incentivar a los gobiernos a invertir en el futuro.

La calidad del gobierno corporativo no es un mero reflejo del grado de desarrollo financiero de un país, sino que también influye en él. Nuestro análisis sugiere que el gobierno corporativo puede afectar dicho desarrollo de distintas formas positivas. Es posible que estas conclusiones sean de carácter más general, es decir, que puedan aplicarse a otros aspectos del «engranaje» de los mercados de capitales, aparte del gobierno corporativo.

Apéndice

Cuadro A1

Descripción de las variables y fuentes de datos

Variable	Descripción	Fuente
Índice de calidad del gobierno corporativo (CGC)	Media no ponderada de los indicadores de normas contables, manipulación del beneficio contable y sincronización de las cotizaciones bursátiles, desde 0 (peor) hasta 100 (mejor)	De Nicolo, Laeven, y Ueda (2006); actualizado por los autores
Índice de normas contables	Proporción de partidas contables divulgadas de un total de 40	De Nicolo, Laeven, y Ueda (2006); actualizado por los autores
Índice de manipulación del beneficio contable (<i>earnings smoothing</i>)	Correlación por rangos entre flujos de caja y beneficios en una serie de empresas en cada momento, estandarizada, desde 0 (mayor opacidad) hasta 100 (menor opacidad)	De Nicolo, Laeven, y Ueda (2006); actualizado por los autores
Índice de sincronización de las cotizaciones bursátiles	Valor R-cuadrado medio de las regresiones del rendimiento de las acciones de cada empresa sobre el rendimiento anual medio para el país, estandarizado, desde 0 (máxima sincronización) hasta 100 (mínima sincronización)	De Nicolo, Laeven, y Ueda (2006); actualizado por los autores
Capitalización del mercado de deuda privada	Títulos de deuda local privada emitidos por instituciones financieras y empresas (en porcentaje del PIB)	BIS Domestic and International Securities Statistics http://www.bis.org/statistics/secstats.htm . Datos complementarios de Beck, Demirgüç-Kunt, y Levine (2000) y estadísticas nacionales
Capitalización del mercado de deuda pública	Títulos de deuda local pública emitidos por el Gobierno (en porcentaje del PIB)	BIS Domestic and International Securities Statistics; datos complementarios de Beck, Demirgüç-Kunt, y Levine (2000) y estadísticas nacionales
Capitalización (del mercado) bursátil	Valor de las acciones cotizadas en porcentaje del PIB	World Development Indicators (WDI)
Número de empresas cotizadas	Número de empresas cotizadas en el mercado bursátil nacional	World Development Indicators (WDI)
Volumen de negociación bursátil	Relación entre el valor total de las acciones negociadas y la capitalización del mercado bursátil	Beck, Demirgüç-Kunt, y Levine (2000)
Estabilidad gubernamental	Evaluación de la capacidad del Gobierno para cumplir su programa electoral y para permanecer en el poder, desde 0 (menos estable) hasta 12 (más estable)	International Country Risk Guide (ICRG)

Cuadro A1 (cont.)

Descripción de las variables y fuentes de datos

Variable	Descripción	Fuente
Índice Polity	Puntuación combinada de las características del sistema de gobierno, desde -10 (muy autocrático) hasta 10 (muy democrático)	Center for International Development and Conflict Management (CIDCM), Polity IV Project < http://www.cidcm.umd.edu/polity >
Entradas de capital acumuladas	Volumen de inversión extranjera directa hacia el país (en porcentaje del PIB)	Base de datos de la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD): http://stats.unctad.org/fdi
Salidas de capital acumuladas	Volumen de inversión extranjera directa desde el país (en porcentaje del PIB)	Base de datos de la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD): http://stats.unctad.org/fdi
Origen del sistema jurídico	Variable ficticia que indica que la legislación del país se basa en el derecho británico, germano, francés o escandinavo	La Porta et al (1998)
Logaritmo del PIB per cápita real	Logaritmo del PIB deflactado para el total de la población	World Development Indicators (WDI)
Crédito bancario local (% PIB)	Crédito local privado concedido por bancos de depósito y otras instituciones financieras (en porcentaje del PIB)	World Development Indicators (WDI)
Tasa de préstamo (%)	Promedio de la tasa de interés de préstamo que pagan los bancos comerciales (en porcentaje)	World Development Indicators (WDI) y Global Financial Data (GFD)
Número de empresas matriz	Una empresa matriz es aquella que controla los activos de otras entidades situadas en el extranjero. Normalmente, esto supone poseer al menos el 10% de las acciones de la entidad o poder de voto (participación en el capital social), o su equivalente en caso de entidades no constituidas en sociedad	Base de datos de la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD): <i>Informe sobre las inversiones en el mundo 2005: Las empresas transnacionales y la internacionalización de la investigación y el desarrollo</i> Anexo, Cuadro A.I.8. Disponible en línea en < http://www.unctad.org/sp/docs/wir2005overview_sp.pdf >.
Apertura financiera	La suma de la inversión extranjera directa y las entradas y salidas de inversión de cartera (en porcentaje del PIB)	Datos sin procesar de International Financial Statistics (IFS)
Apertura comercial	Valor total de las exportaciones y las importaciones (en porcentaje del PIB)	Datos sin procesar de World Development Indicators (WDI)

Cuadro A1 (cont.)

Descripción de las variables y fuentes de datos

Variable	Descripción	Fuente
Estabilidad del tipo de cambio	Evaluación de la apreciación o depreciación de la moneda local frente al dólar de EEUU durante un año, desde 0 (menos estable) hasta 10 (más estable)	International Country Risk Guide (ICRG)
Años en programas del FMI	Años acumulados que el país ha participado en acuerdos con el FMI	Vreeland (2003); datos actualizados por James Vreeland
Indicador de crisis de moneda	Variable ficticia que indica la incidencia de una crisis de moneda	Glick et al (2004) y Ranciere et al (2006)
Indicador de crisis bancaria	Variable ficticia que indica la incidencia de una crisis bancaria	Caprio et al (2003) Banking Crises Database, Banco Mundial < http://www1.worldbank.org/finance/html/database_sfd.html >. Datos actualizados por Enrica Detragiache

Apéndice

Cuadro A2
Muestra de países

Asia	América Latina	Europa	Otros
China	Argentina	Alemania	Australia
Corea	Brasil	Austria	Canadá
Filipinas	Chile	Bélgica	Estados Unidos
Hong Kong RAE	Colombia	Dinamarca	Nueva Zelandia
India	México	España	Sudáfrica
Indonesia	Perú	Finlandia	Turquía
Japón	Venezuela	Francia	
Malasia		Grecia	
Pakistán		Irlanda	
Singapur		Israel	
Tailandia		Italia	
		Noruega	
		Países Bajos	
		Portugal	
		Reino Unido	
		Suecia	
		Suiza	

Referencias

- Alba, P, S Claessens y S Djankov (1998): Thailand's corporate financing and governance structures: impact on firms' competitiveness, obra no publicada, Banco Mundial.
- Ananchotikul, S (2007): Does foreign investment really improve corporate governance? Evidence from Thailand, obra no publicada, University of California, Berkeley.
- Banco de Pagos Internacionales (BPI): Domestic and international securities statistics, Table 16, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.
- Banco Mundial (BM) (1998): East Asia: The Road to Recovery, Washington, D.C.
- Beck, T, A Demirgüç-Kunt y R Levine (2000): «A new database on financial development and structure», *World Bank Economic Review*, 14, pp 597–605.
- Bin Ibrahim, M y A Wong (2005): «The corporate bond market in Malaysia», *BIS Papers* 26, pp 114–28.
- Borensztein, E, B Eichengreen y U Panizza (2006): Building bond markets in Latin America, obra no publicada, Banco Interamericano de Desarrollo y University of California, Berkeley, febrero.
- Braun, M y I Briones (2007): Development of the Chilean corporate bond market, obra no publicada, Universidad Adolfo Ibañez, enero.
- Capaul, M (2003): Corporate governance in Latin America, obra no publicada, Latin America and the Caribbean Region, Banco Mundial.
- Caprio, G, D Klingebiel, L Laeven y G Noguera (2003): «Banking Crisis Database», Banco Mundial, http://www1.worldbank.org/finance/html/database_sfd.html.
- Center for International Development y Conflict Management (CIDCM): Polity IV Project, Political regime characteristics and transitions, 1800–2004, University of Maryland, <http://www.cidcm.umd.edu/polity>.
- Cheung, S y H Jang (2005): «Evaluation of corporate governance in East Asian economies», PECC Macro Corporate Governance Scorecard Project, Seúl, PECC.
- Chong, A y F Lopez-de-Silanes (2007): Corporate governance in Latin America, Working Paper 591, Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD): World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internationalisation of R&D, Annex Table A.I.8, http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf.
- Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) Foreign Direct Investment Database, <http://stats.unctad.org/fdi>.
- De la Torre, A, J Gozzi y S Schmukler (2007): Capital market development: whither Latin America?, obra no publicada, Banco Mundial.
- De Nicolo, G, L Laeven y K Ueda (2005): «Corporate governance quality: trends and real effects», IMF Working Paper, nº WP/06/293, diciembre.
- Doidge, C, G Karolyi y R Stulz (2004): «Why do countries matter so much for corporate governance?», Finance Working Paper nº 50/2004, European Corporate Governance Institute, septiembre.
- Eichengreen, B, E Borensztein y U Panizza (2006): «A tale of two markets: bond market development in East Asia and Latin America,» Hong Kong Institute for Monetary Research Occasional Paper 3, octubre.
- Eichengreen, B, y P Leungnaruemitchai (2006): «Why doesn't Asia have bigger bond markets?», *BIS Papers* 30, Basilea: BPI.

- Enriques, L y P Volpin (2007): «Corporate governance reforms in Continental Europe», *Journal of Economic Perspectives* 21, pp 117–40.
- Espenila, N (2005): «The corporate bond market in the Philippines», *BIS Papers* n° 26, pp 135–45.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2005): «Development of corporate bond markets in emerging market economies», Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial, www.imf.org.
- Glick, R, X Guo y M Hutchison (2006): «Currency crises, capital-account liberalisation, and selection bias», *Review of Economics and Statistics*, n° 88, pp 698–714.
- Goldstein, M (1998): *The Asian Financial Crisis*, Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Hofstetter, K (2005): *One size does not fit all: corporate governance for «controlled companies»*, obra no publicada, Harvard Law School, junio.
- International Country Risk Guide (ICPR) (2006), Political risk services, The PRS Group.
- Johnson, S, R La Porta, F Lopez-de-Silanes y A Shleifer (2000): «Tunneling», *American Economic Association Papers and Proceedings*, n° 90, pp 22–7.
- Kahn, H (2003): *Corporate governance of family-based businesses in Asia: which road to take?*, obra no publicada, University of Denver.
- La Porta, R, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer y R Vishny (1998): «Law and finance», *Journal of Political Economy*, n° 106, pp 1113–55.
- McCauley, R (2003): «Unifying government bond markets in East Asia», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre, pp 89–98.
- Morck, R, B Yeung y W Yu (2000): «The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous price movements?», *Journal of Financial Economics*, n°58, pp 215–60.
- Ranciere R, A Tornell y F Westermann (2006): «Decomposing the effects of financial liberalisation: crises vs. growth», NBER Working Papers n° 12806, diciembre.
- Roe, M (2003): «Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact», Discussion Paper n° 451, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Harvard Law School, diciembre.
- Simmons, B y Z Elkins (2003): «Globalisation and policy diffusion: explaining three decades of liberalisation», en M. Kahler y D. Lake (eds), *Governance in a Global Economy*, Princeton: Princeton University Press, pp 275–304.
- Staiger, D y J Stock (1997): «Instrumental variables regression with weak instruments», *Econometrica*, n° 65, pp 557–86.
- Tovar, C y S Jeanneau (2008): *Los mercados de bonos latinoamericanos en moneda local: una panorámica*, BPI.
- Vreeland, J (2003): *The IMF and Economic Development*, New York: Cambridge University Press.
- Zettelmeyer, J (2006): «Growth and reforms in Latin America: a survey of facts and arguments», IMF Working Paper WP/06/210.