

Eficiencia y Gobierno Corporativo en los mercados de valores latinoamericanos

Gustavo Guardia Yamamoto

Introducción

Existe consenso para señalar que los procesos de apertura y liberalización experimentados en la mayoría de las economías de América Latina a inicios de los años noventa favorecieron una mayor eficiencia de los mercados de valores, una mayor integración regional y mundial así como un considerable flujo de capitales a la región. De esta manera, los mercados de valores de América Latina no sólo se han convertido en uno de los principales destinos de la inversión en portafolio a nivel mundial sino que además los valores latinoamericanos están incorporándose exitosamente en los principales mercados financieros.

En este contexto, resulta muy importante determinar si los mercados de valores latinoamericanos son precisamente más eficientes como consecuencia del flujo masivo de capitales a la región o las medidas implementadas a nivel doméstico para estabilizar las economías y fomentar la transparencia de los mercados. En este sentido, el presente trabajo pretende fomentar la inversión en carteras que incluyan valores latinoamericanos en la medida que mostramos, en primer lugar, evidencia de mercados de valores más eficientes. En segundo lugar, resaltamos igualmente los esfuerzos realizados a nivel doméstico para fomentar el cumplimiento de principios o reglas estandarizadas de transparencia que permiten alcanzar objetivos corporativos a la vez que fomentar nuevas inversiones.

El flujo de capitales y los mercados de valores en América Latina

En esta primera sección analizamos la evolución de los flujos de capitales hacia los denominados mercados emergentes de América Latina desde inicios de los años noventa¹.

¹ Por mercado emergente entenderemos, en términos generales, aquellos mercados en los que se presenta información asimétrica, acceso limitado caracterizado por la presencia de barreras a la entrada de capital extranjero, concentración en un pequeño número de agente, escasa liquidez y

Los principales motivos que condujeron, conducen y conducirán a los inversores internacionales hacia los mercados emergentes se pueden resumir en la búsqueda de mayores retornos y diversificación de riesgo. Sin embargo, estas consideraciones están presentes en toda decisión de inversión por lo que es necesario explicar el flujo de capitales de los años noventa a partir de la existencia de factores internos o inherentes a los mercados emergentes y factores externos a los mismos. Entre los denominados factores externos podemos destacar la recesión experimentada en Estados Unidos, Europa y Japón a inicios de los años noventa que obligó a los bancos centrales de estos países a disminuir sus tipos de interés. Entre los factores internos, Calvo et al. (1996) mencionan que la mayoría de los gobiernos de los mercados emergentes empezaron a adoptar políticas monetarias y fiscales con el objetivo de combatir las secuelas inflacionistas de la crisis de la deuda a la vez que iniciaron programas de reformas estructurales orientadas hacia el libre mercado. Sin embargo, la persistencia de los flujos de capitales a pesar de los aumentos de la tasa de interés en Estados Unidos a mediados de 1994 y la posterior crisis mexicana sugieren, de acuerdo a López - Mejía (1999), la presencia de factores externos estructurales adicionales. Entre los principales factores externos estructurales se encontrarían la disminución de los costes de comunicación, una mayor competencia y el aumento de los costes en las economías desarrolladas que contribuyeron a que los inversionistas internacionales buscaran proyectos de inversión más eficientes y con mayores retornos. En todo caso, es posible siguiendo a Howell (1998) identificar hasta tres fases en la evolución de los mercados de capitales emergentes:

- ◆ Fase 1: emisión de deuda soberana resultante de los programas de reestructuración una vez superada la crisis de la deuda. (1988 - 1991)
- ◆ Fase 2: internacionalización de las empresas privatizadas a partir de los programas de reformas estructurales y estabilización. (1992 - 1995)
- ◆ Fase 3: actividades de los mercados de capitales en general. (1996 - a la fecha)

elevada sensibilidad al contexto político que se traducen en una elevada volatilidad. Para una mayor comprensión del término “mercado emergente”, véase Fox y King (1998).

Antes de señalar algunas de las principales características de los sistemas financieros latinoamericanos vale aclarar que a pesar de la proximidad geográfica y una raíz histórica común las economías de América Latina no constituyen un conjunto homogéneo entre sí propiamente dicho. Al respecto García et al. (2002) realizaron un análisis *cluster* de veinte economías de América Latina con una muestra de economías desarrolladas y otras economías en desarrollo de Asia y Europa del Este durante el año 1997². Las variables empleadas son el PIB *per cápita* (en términos de Paridad del Poder de Compra, *PPP*) y profundidad financiera (*financial depth*) definida como la suma de las obligaciones líquidas del sistema bancario, la capitalización de los mercados de valores y bonos pendientes de pago respecto al PIB. Estos autores identificaron, hasta cinco *clusters* a nivel mundial. El primer *cluster* incluye a Estados Unidos y Japón por lo que se encuentra asociado a las economías más desarrolladas. El segundo *cluster* incluye a la mayoría de las economías de la Unión Europea, Hong Kong, Singapur y Canadá. El tercer *cluster* incluye Finlandia, Irlanda, Noruega y España mientras que el cuarto *cluster* contiene a las restantes economías de la Unión Europea, Asia, la República Checa y Chile. Finalmente, el último *cluster* incluye a las economías de América Latina (excepto Chile), Europa del Este e Indonesia a pesar de lo cual constituye el conjunto más homogéneo en términos de PIB *per cápita* y profundidad financiera.

De esta manera es posible señalar que entre las principales características de los mercados emergentes de América Latina destaca la presencia de sistemas financieros pequeños en comparación a sus niveles de ingresos *per cápita*, aunque en términos de profundidad financiera las economías latinoamericanas constituyen un conjunto más bien homogéneo. En comparación a los mercados emergentes de Asia y Europa del Este, los sistemas financieros en América Latina son pequeños respecto a Asia y ligeramente menores respecto a Europa del Este. Sin embargo, los sistemas bancarios tienen una mayor importancia en las economías de América Latina que en Asia aunque presentan niveles muy similares en comparación a Europa del Este³.

² En términos generales podríamos mencionar que en las aproximaciones del tipo *Cluster* se determinan grupos a partir de una medida de similitud basada en la distancia entre observaciones de variables.

³ A inicios de los años ochenta en los sistemas financieros de América Latina, Asia y Europa del Este predominaban los sistemas bancarios. Sin embargo, a partir de estos años los mercados de valores,

Sin embargo, la mayor diferencia se presenta entre los mercados de valores (la capitalización bursátil en América Latina es aproximadamente la cuarta parte de la registrada en Asia) no existiendo mayores diferencias entre los mercados domésticos de bonos⁴. Por último, es necesario aclarar que si bien el análisis *cluster* fue realizado con información de 1997; a la fecha las brechas en términos de capitalización bursátil entre los mercados emergentes de América Latina, Asia y Europa del Este se han mantenido por no decir ampliado.

Eficiencia de mercado

El origen de la hipótesis de eficiencia de mercado se remonta a los trabajos de Bachelier (*Theory of Speculation, 1900*) y los esfuerzos empíricos de Cowles (*Can Stock Market Forecasters Forecast?, 1933*). Sin embargo, fue Fama (1970) quien señaló que todos aquellos mercados cuyos precios “reflejen perfectamente” toda la información disponible son denominados “eficientes”. Al respecto, existe consenso para distinguir:

- ◆ Eficiencia débil: los precios reflejan únicamente la información contenida en los precios anteriores.
- ◆ Eficiencia semi-fuerte: los precios contienen toda la información públicamente disponible.
- ◆ Eficiencia fuerte: los precios reflejan toda la información conocida por cualquiera de los participantes del mercado.

Al respecto, consideramos pertinente señalar que la Hipótesis de Mercado Eficiente (HME) no significa una capacidad perfecta de predicción; si no, únicamente, que los precios vigentes en el mercado contienen toda la información disponible (eficiencia fuerte). En términos de Brealey y Meyers (1993) cuando los

y posteriormente los mercados domésticos de bonos, adquirieron una mayor importancia en Asia. En los años noventa esta brecha se amplió aún más; tanto así que los sistemas financieros asiáticos tienen una estructura más balanceada en comparación a América Latina y Europa del Este.

⁴ Al respecto el Fondo Monetario Internacional (Global Financial Stability Report, junio del 2002) señala que, aunque, la participación de los mercados emergentes en las carteras de inversión internacionales gira en torno a un 5,0%; dicho monto, en términos absolutos, representa la mayor parte de la capitalización bursátil en dichos mercados.

mercados son eficientes, la compra-venta de cualquier instrumento financiero a precios de mercado no es nunca una transacción con Valor Actual Neto (VAN) positivo. Por lo tanto, los precios aumentan o disminuyen no como consecuencia de imperfecciones en el mercado, sino porque el futuro es incierto y la competencia es intensa⁵.

Mención aparte merece la relación existente entre integración y eficiencia de mercados financieros. Según Fratzscher (2001) los estudios en macroeconomía internacional y finanzas internacionales han desarrollado metodologías muy relacionadas para contrastar la integración entre mercados. En el campo de la macroeconomía internacional la mayoría de los estudios consideran la condición de paridad de intereses. Por otra parte, en el campo de las finanzas internacionales la mayoría de los estudios emplean versiones del modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

En este sentido, las principales preocupaciones de los inversores giran en torno a la capacidad de predecir los precios de mercado y valorar distintos activos financieros. Siguiendo a Campell et al. (1997) uno de los primeros modelos empleados con el objetivo de “vencer al mercado” fue el modelo de Martingala, tanto así que la Hipótesis de Martingala fue considerada por mucho tiempo como una condición de eficiencia de mercado⁶. Sin embargo, la necesidad de incorporar un *trade off* entre rentabilidad esperada y riesgo condujo al desarrollo de los modelos de camino aleatorio (*random walk*)⁷.

Lamentablemente los estudios sobre eficiencia en mercados emergentes y en particular los mercados emergentes latinoamericanos son más bien escasos. Al

⁵ Estrictamente hablando no existe una hipótesis alternativa a la HME debido a que los contrastes realizados suponen un modelo de equilibrio determinado. Por lo tanto, cuando se rechaza la HME puede deberse a que nos encontramos efectivamente ante mercados ineficientes o que el modelo de equilibrio elegido es incorrecto. Véase Campbell et al. (1997) y Fama (1998). Este tipo de consideraciones han favorecido el desarrollo de aproximaciones alternativas como la Hipótesis del Mercado Fractal. Véase Spronk y Trinidad (2005).

⁶ En términos generales, se dice que un proceso estocástico X_t cumple el principio de Martingala cuando $E[X_{t+1} | X_t, X_{t+1}, \dots] = X_t$; o indistintamente $E[X_{t+1} - X_t | X_t, X_{t+1}, \dots] = 0$.

⁷ El modelo de camino aleatorio más sencillo es tal que sea Y_t una variable aleatoria cualquiera, tenemos que: $Y_t = \mu + Y_{t-1} + \varepsilon_t$; donde μ es el valor esperado del cambio de Y_t y ε_t está independiente e idénticamente distribuido con media 0 y varianza σ^2 . La independencia de los incrementos de Y_t implica que el camino aleatorio es un “juego justo” pero en un sentido más fuerte que en el caso de martingala.

respecto, Urrutia (1995) emplea un ratio de varianzas para contrastar la hipótesis de camino aleatorio para los mercados de valores de Argentina, Brasil, Chile y México entre 1975 y 1991. Posteriormente, Ojah y Karemera (1999) emplearon una prueba de integración fraccional para estos mismos mercados durante el periodo 1987-1997. En ambos casos se encuentra evidencia de eficiencia débil aunque no se precisa sobre la evolución en el tiempo de los parámetros asociados a la eficiencia de mercado.

Una de las maneras más directas e intuitivas para contrastar las hipótesis de camino aleatorio y martingala es examinar la correlación serial entendida como la correlación entre dos observaciones de una misma serie en diferentes fechas. Por lo tanto, se puede contrastar la hipótesis de camino aleatorio comprobando que los coeficientes de correlación de las primeras diferencias para varios rezagos son todos ceros. En este sentido, una de las pruebas más empleadas es el Test Q de Box y Pierce (1970) aunque posteriormente Ljung y Box (1978) proporcionaron una corrección para muestras finitas⁸. La hipótesis nula del estadístico Q de Ljung y Box (LB) es que no existe autocorrelación serial y se distribuye como una X^2 con grados de libertad igual al número de autocorrelaciones consideradas. Sin embargo, al momento de elegir el número de rezagos hay que tener en cuenta que si se seleccionan pocos rezagos, el estadístico no va a tener en cuenta correlaciones seriales de orden superior; mientras que, si se eligen demasiados rezagos el estadístico pierde potencia.

En el siguiente cuadro presentamos los resultados de evaluar el estadístico Q de las series de rentabilidades mensuales de los cinco principales índices bursátiles latinoamericanos. Los índices seleccionados son el Merval de Bolsa de Valores de Buenos Aires, BOVESPA de la Bolsa de Valores de Sao Paulo, el Índice General de Precios de Acciones (IGPA) de la Bolsa de Valores de Santiago de Chile, el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa de Valores de México y el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL). Estos mercados de valores representan prácticamente el total de la capitalización bursátil de la región. El

⁸ Las pruebas de camino aleatorio son confundidos frecuentemente con las pruebas de raíces unitarias en la medida que la hipótesis de camino aleatorio está contenida en la hipótesis de raíz unitaria; con la salvedad que éstas últimas no tienen en cuenta la predicción de los procesos implicados. Véase Greene (2003).

periodo de estudio abarca los meses comprendidos entre enero de 1990 y junio de 2005. Debido a que partimos del supuesto que la eficiencia de los mercados de valores latinoamericanos ha evolucionado en el tiempo consideramos hasta cuatro subperíodos: enero 1990 – junio 2005 (período total), enero 1990 – junio 1997 (período previo al estallido de la crisis asiática asociada a las fases 1 y 2 antes mencionada), julio 1997 – junio 2005 (período de crisis en los mercados emergentes y posterior recuperación) y enero 2001 – junio 2005 (período de recuperación). Debido a que el estadístico Q de Ljung y Box es muy sensible al número de rezagos considerados presentamos los resultados obtenidos con 1, 12 y 24 rezagos⁹.

| Período | Rezagos | MERVAL | | BOVESPA | | IGPA | | IPC | | IGBVL | |
|-----------------------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|
| | | Q-Stat | P value | Q-Stat | P value | Q-Stat | P value | Q-Stat | P value | Q-Stat | P value |
| ene-90 / jun-05 | 1 | 0,274 | 0,601 | 0,191 | 0,662 | 9,317 | 0,002 | 0,008 | 0,929 | 39,980 | 0,000 |
| | 12 | 10,651 | 0,559 | 110,990 | 0,000 | 20,913 | 0,052 | 12,967 | 0,371 | 90,784 | 0,000 |
| | 24 | 16,801 | 0,857 | 149,460 | 0,000 | 27,546 | 0,280 | 27,743 | 0,271 | 119,400 | 0,000 |
| ene-90 / jun-97 | 1 | 0,018 | 0,893 | 0,984 | 0,321 | 8,613 | 0,003 | 0,483 | 0,487 | 19,767 | 0,000 |
| | 12 | 8,578 | 0,738 | 28,641 | 0,004 | 14,894 | 0,247 | 14,099 | 0,294 | 37,826 | 0,000 |
| | 24 | 16,831 | 0,856 | 36,336 | 0,051 | 28,210 | 0,251 | 35,286 | 0,064 | 49,793 | 0,002 |
| jun-97 / jun-05 | 1 | 0,602 | 0,438 | 0,851 | 0,356 | 0,385 | 0,535 | 0,942 | 0,332 | 0,000 | 0,996 |
| | 12 | 11,279 | 0,505 | 10,182 | 0,600 | 12,941 | 0,373 | 8,542 | 0,741 | 9,671 | 0,645 |
| | 24 | 15,650 | 0,900 | 22,651 | 0,540 | 22,609 | 0,543 | 15,291 | 0,912 | 23,886 | 0,468 |
| ene-02 / jun-05 | 1 | 0,248 | 0,618 | 0,031 | 0,861 | 1,017 | 0,313 | 1,376 | 0,241 | 0,363 | 0,547 |
| | 12 | 9,403 | 0,668 | 3,965 | 0,984 | 16,606 | 0,165 | 7,815 | 0,799 | 15,747 | 0,203 |
| | 20 | 18,388 | 0,562 | 12,158 | 0,911 | 21,480 | 0,369 | 12,473 | 0,899 | 26,467 | 0,151 |

Teniendo en cuenta que un estadístico Q elevado (o indistintamente un *p value* menor a 0.05) nos lleva a rechazar la hipótesis de camino aleatorio, concluimos que los mercados de Argentina, Brasil y México serían eficientes en todos los períodos considerados; mientras que los mercados de Chile y Perú serían más eficientes a partir de los últimos años. En todo caso, los resultados obtenidos nos proporcionan una primera aproximación de la dimensión cambiante en el tiempo del concepto de mercado eficiente y son congruentes con los resultados obtenidos por Urrutia (1995) y Ojah y Karemera (1999).

⁹ Inicialmente realizamos nuestras estimaciones con índices denominados en monedas domésticas. La mayoría de los estudios consideran tanto índices en monedas domésticas como una moneda extranjera de referencia, por lo general el dólar norteamericano. Sin embargo, este tipo de estimaciones no tienen en cuenta los posibles contratos de cobertura contra variaciones del tipo de cambio que se realizan en las operaciones internacionales.

Efectivamente, en los últimos años se vienen empleando diferentes aproximaciones para contrastar no sólo la evolución de la eficiencia en los mercados financieros; sino además la integración entre los mismos. McKenzie et al. (2000) señalan que entre las técnicas más empleadas se encuentran los modelos ARCH (*Autoregressive Conditional Heterocedasticity*), los modelos de parámetros cambiantes y las aproximaciones en el Espacio de los Estados. Aunque las comparaciones realizadas por estos autores muestran resultados más óptimos empleando aproximaciones en el Espacio de los Estados, vale aclarar que éstos dependen, como señala Fratzscher (2001), en gran medida de los supuestos iniciales.

En el Espacio de los Estados una variable observable es función de una variable de estado y una perturbación aleatoria (Ecuación de Medida); mientras que la variable de estado evoluciona de acuerdo a una ecuación estocástica que depende de parámetros no observables y una perturbación aleatoria no correlacionada con la anterior (Ecuación de Estado o Transición). En este sentido, la regresión lineal tradicional puede considerarse un caso particular de las representaciones en el Espacio de los Estados. Las estimaciones de los parámetros que describen la dinámica de la variable de estado y la estructura de la matriz de varianzas-covarianzas de las perturbaciones aleatorias son obtenidas mediante el denominado Filtro de Kalman a través de procedimientos de Máxima Verosimilitud¹⁰.

En nuestro caso, vamos a suponer que las rentabilidades de los mercados latinoamericanos siguen un proceso del tipo AR(1) cambiante en el tiempo:

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_{i,t}r_{i,t-1} + \varepsilon_t; \varepsilon_t \sim N(0, \Omega_1)$$

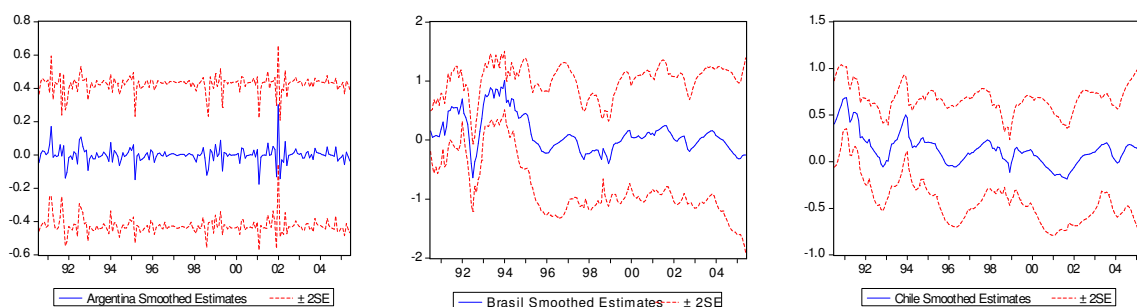
$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \eta_t; \eta_t \sim N(0, \Omega_2)$$

en donde; $r_{i,t}$ representa la rentabilidad del mercado i en el momento t . Adicionalmente suponemos que los *shocks* sobre el parámetro cambiante, $\beta_{i,t}$, siguen un camino aleatorio. En este caso, la condición de eficiencia débil (los precios

¹⁰ Véase Hamilton (1994).

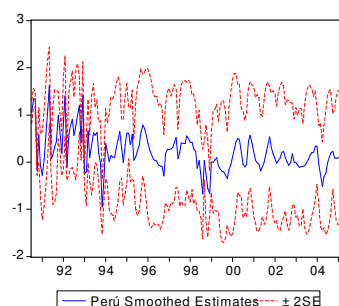
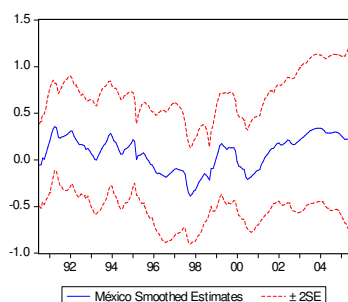
reflejan únicamente la información contenida en los precios históricos) se traduce en evaluar $\beta_{i,t} = 0$ a lo largo del tiempo¹¹.

En los siguientes gráficos observamos que el parámetro asociado a eficiencia gira en torno a la rentabilidad esperada de mercado convergiendo a cero al final de la muestra aunque con ciertos matices. En primer lugar, en todos los casos, el parámetro de eficiencia se encuentra por encima de cero a inicios de la década de los noventa, reflejando en gran medida la inestabilidad reinante en estos países tras la aplicación de programas de reformas estructurales. Por otra parte, se puede observar cierta dependencia en los períodos asociados a crisis internacionales como la crisis mexicana en diciembre de 1994, la crisis asiática a mediados de 1997, la crisis rusa en agosto de 1998 y la posterior crisis brasilera en enero de 1999. De esta manera, es posible señalar que los mercados de valores latinoamericanos y las economías en general se han mostrado vulnerables a la evolución del panorama internacional. Por último, las crisis domésticas igualmente contribuyeron a generar dependencia en los mercados financieros como se puede observar en los casos de Brasil durante el período previo al inicio del Plan Real y en Argentina a fines de 2001 como consecuencia de la crisis de impago por todos conocida¹².



¹¹ Últimamente las aproximaciones del tipo AR vienen empleándose con mayor frecuencia en este tipo de aproximaciones. Por ejemplo, Li (2004) empleo un AR(2) con una ecuación adicional para la varianza del tipo ARCH para el caso del mercado chino.

¹² En el caso de Argentina suponemos que los *shocks* sobre el parámetro cambiante, $\beta_{i,t}$, tienen media constante.



Al margen de las crisis internacionales antes mencionadas los mercados emergentes están mostrando igualmente un menor dinamismo debido a que se encontrarían atravesando por la Fase 3 anteriormente mencionada de manera que se viene experimentando una desaceleración en comparación al impulso inicial de las fases previas¹³. Por otra parte, cada vez es más frecuente que las empresas de los mercados emergentes coticen en los principales mercados financieros internacionales por lo que el universo de valores más líquidos está disminuyendo considerablemente en los últimos años.

Avances en Gobierno Corporativo

La internacionalización de las empresas latinoamericanas a través del mercado estadounidense tiene el efecto adicional, como señalan Edison y Warnock (2003), de fomentar un mayor flujo de capitales a la región en la medida que los inversores estadounidenses prefieren a las empresas de los mercados emergentes que tengan una elevada participación en sus respectivos mercados domésticos, elevados retornos, elevados betas y que coticen precisamente en mercados internacionales como el norteamericano¹⁴. En este sentido, la instauración del mercado LATIBEX favorece igualmente la inversión de los agentes españoles que anteriormente consideraban lejanos, por denominarlo de alguna manera, a los mercados latinoamericanos. En esta misma línea, recientes estudios sobre políticas de diversificación de carteras como el realizado por Brooks y Del Negro (2002)

¹³ El inicio del nuevo milenio coincidió con el registro de máximos históricos en los principales mercados de valores. Este hecho posteriormente desencadenó en una crisis en aquellos valores asociados a la denominada Nueva Economía que se agravó con los acontecimientos posteriores al 11 de septiembre de 2001.

¹⁴ Efectivamente, el número de empresas latinoamericanas que cotizan ADR (*American Depositary Receipt*) en el New York Stock Exchange (NYSE) aumentó considerablemente en la última década.

señalan que resulta más eficiente diversificar entre industrias y no tanto entre países por lo que recomiendan establecer carteras regionales.

Todas las consideraciones antes mencionadas al momento de valorar acciones o formar carteras de inversión parecen ignorar todos aquellos esfuerzos realizados para ganar transparencia sin perjudicar los objetivos corporativos de las empresas. Efectivamente, los recientes avances en términos de lo que ha venido a denominarse *Corporate Governance* están constituyéndose elementos primordiales al momento de mejorar la transparencia de la información y solucionar conflictos de intereses al interior de las empresas¹⁵.

En nuestro caso, intentamos cuantificar los avances en torno al establecimiento de sistemas de Gobierno Corporativo más aún, cuando a la fecha, únicamente en los mercados de Sao Paulo y Lima se han formalizado la adhesión de empresas a este tipo de sistemas¹⁶. Para este motivo, siguiendo a Goetzmann et al. (2003) contrastamos la existencia de un posible factor asociado a prácticas de Gobierno Corporativo evaluando la existencia de un componente común entre las diferencias de las cotizaciones de acciones preferentes y comunes de un conjunto de empresas. Por este motivo, definimos $\ln(X_{it}) = \ln[P_{it}^c / P_{it}^p]$ donde P_{it}^c representa el precio de la acción común de la empresa i en el momento t ; y P_{it}^p es el precio de la acción preferente de la misma empresa i en el momento t ¹⁷. La principal diferencia entre ambos tipos de acciones es que las acciones preferentes, por lo general, no tienen derecho a voto y por lo tanto no tienen control sobre la empresa. De esta manera, si existe un componente común entre las series X_{it} de empresas pertenecientes a diferentes sectores, que se han comprometido a realizar prácticas

¹⁵ En términos de Zingales (1997) un sistema de Gobierno Corporativo es un complejo conjunto de pautas que determinan las negociaciones *ex post* sobre las cuasi rentas generadas en el curso de una relación. Por negociaciones *ex post* entiéndase todas aquellas negociaciones que no están contempladas en un contrato inicial. Es decir, nos encontramos en un escenario de contratos incompletos. Por otra parte, por cuasi renta entiéndase la diferencia entre lo que ambas partes de un contrato generan conjuntamente y lo que pueden obtener cada uno en el mercado.

¹⁶ En diciembre de 2000 se establecieron tres niveles (Nivel 1, Nivel 2 y Novo Mercado) de adhesión a las prácticas de Gobierno Corporativo entre las empresas que cotizan en el BOVESPA. Por su parte, a partir de noviembre de 2002 las principales empresas limeñas están incorporándose voluntariamente este tipo de prácticas.

¹⁷ En este sentido, consideramos pertinente aclarar que nuestro estudio difiere de los denominados *event studies* en donde se intenta cuantificar efectivamente cómo las acciones responden a la divulgación de información o al acontecimiento de ciertos hechos de relevancia institucional. Al respecto, véase Campbell et al. (1997).

de gobierno corporativo, significaría que el mercado valora efectivamente dichas prácticas.

Inicialmente seleccionamos todas aquellas empresas con acciones comunes y preferentes pertenecientes a los sistemas de Gobierno Corporativo del BOVESPA y la Bolsa de Valores de Lima. Sin embargo, debido al escaso número de empresas limeñas que reúnen esta condición decidimos limitarnos únicamente al caso paulista. Posteriormente descartamos empresas pertenecientes a un mismo grupo o cotizaciones no continuas de manera que el universo de nuestro estudio abarca diecinueve (19) empresas. Goetzmann et al. (2003) por ejemplo seleccionó a las cinco empresas más líquidas del mercado ruso para extraer Componentes Principales¹⁸. En nuestro caso, únicamente cuatro autovalores de la matriz de correlaciones superan la unidad (criterio de la raíz latente).

| | Varianza Explicada | | | | |
|------------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Autovalores | 6,7916 | 4,2905 | 1,7689 | 1,2017 | 0,8951 |
| % de la varianza | 35,7452 | 22,5818 | 9,3100 | 6,3247 | 4,7111 |
| % acumulado | 35,7452 | 58,3270 | 67,6369 | 73,9616 | 78,6727 |

Por otra parte, al observar las puntuaciones factoriales concluimos que los componentes relevantes vienen a ser los dos primeros (explican aproximadamente 60% de la varianza total) confirmando que existe un componente común, aunque no único, entre las empresas adheridas a sistemas de Gobierno Corporativo. Este hecho es evidente al confirmarse que empresas pertenecientes a diferentes sectores forman parte de un mismo componente. Sin embargo, los resultados obtenidos nos llevan a profundizar en los factores que explican la formación de los dos componentes obtenidos. Una posible razón es el elevado número de empresas consideradas.

| Sector | Empresa | Componentes | | | |
|-----------------------------|--------------|-------------|---|---|---|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 |
| Carnes, Aves y Otros | Sadia S.A. | 0,9236 | | | |
| Bancos | Itausa | 0,8523 | | | |
| Bancos | Unibanco | 0,8181 | | | |
| Minería | Vale R. Doce | -0,7846 | | | |
| Hierro y Productos de Acero | Confab | 0,7641 | | | |
| Petroquímica | Braskem | 0,7606 | | | |
| Equipos de Transporte | Fras-Le | -0,7243 | | | |

¹⁸ Véase Hair et al. (1999) y García et al. (2000)

| | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------|---------|--------|---------|
| Prendas de Vestir | Cia Hering | 0,6861 | | | |
| Carnes, Aves y Otros | Perdigao S.A. | 0,6706 | | | |
| Telefonía Línea Fija | Brasil Telec | -0,6033 | | | |
| Calzado | Alpargatas | 0,5410 | | | |
| Pulpa y Papel | Aracruz | | 0,8607 | | |
| Electricidad | Tran Paulist | | 0,7827 | | |
| Acero | Gerdau Met | | 0,7740 | | |
| Bancos | Bradesco | | 0,7503 | | |
| Electricidad | Cemig | | 0,6048 | | |
| Petroquímica | Unipar | | -0,5893 | | |
| Motores y Compresoras | Weg | | | 0,6220 | |
| Pulpa y Papel | Klabin S.A. | | | | -0,5802 |

Conclusiones y consideraciones finales.

A lo largo del presente trabajo hemos mostrado que los mercados de valores latinoamericanos han evolucionado favorablemente en términos de eficiencia. Por otra parte, hemos resaltado igualmente los esfuerzos realizados en torno a la divulgación de información y solución de conflictos de intereses al nivel de las empresas. Aunque ambos temas corresponden a dimensiones un tanto distantes tienen en común que fomentan la inversión internacional en la región en la medida que proporcionan información adicional sobre los retornos esperados (retornos esperados de mercado) y el tipo de información disponible (información corporativa relevante).

Teniendo en cuenta la ausencia de mayores estudios sobre la evolución de la eficiencia de los mercados de valores en las economías latinoamericanas, los resultados obtenidos en el presente trabajo resultan reveladores. En este sentido, la evidencia encontrada muestra indicios de eficiencia débil en los mercados de valores de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. Al respecto, vale aclarar que el proceso de convergencia hacia mercados de valores eficientes es lento y se encuentra condicionado a la evolución del contexto internacional. Por lo tanto, consideramos necesario incorporar variables explicativas adicionales que nos permitan evaluar no sólo los efectos de factores externos sobre la información contenida en los precios de mercado, sino la posible integración de los mercados latinoamericanos a nivel regional o mundial. Adicionalmente, y desde un punto de vista metodológico, consideramos necesario desarrollar, además, aproximaciones más sofisticadas que nos permitan incorporar, por ejemplo, la volatilidad inherente de los mercados de

valores; así como contrastar los conocidos ratios de varianza para detectar caminos aleatorios.

Por otra parte, los recientes avances en lo que ha venido a denominarse Gobierno Corporativo nos lleva a considerar este tipo de sistemas no sólo al momento de evaluar la transparencia de la información obtenida, sino en el momento mismo de valorar instrumentos financieros. Lamentablemente, únicamente los mercados de valores de Sao Paulo y Lima han formalizado este tipo de sistemas en los últimos años por lo que los resultados obtenidos a nivel regional todavía son incipientes. Efectivamente, experiencias similares muestran avances significativos en torno a disminución de primas de riesgo o costes de transacción en términos generales precisamente en aquellos mercados donde estos sistemas se encuentran afianzados.

Bibliografía

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. Latinwath (varios números).

Brealey Richard y Myers Stewart, 1993. Principios de Finanzas Corporativas. Cuarta Edición. McGrawHill.

Calvo Guillermo, Leiderman L y Reinhart Carmen, 1996. Inflows of capital to developing countries in the 1990s. En: Journal of Economic Perspectives, Vol. 10, Number 2, 123 – 139.

Campbell John, Lo Andrew y MacKinlay A. Craig, 1997. The econometrics of financial markets. Princeton University Press.

Edison Hali y Warnock Francis, 2003. U.S. investor's emerging market equity portfolios: a security - level analysis. IMF Working Paper.

Fama Eugene, 1970. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. Journal of Finance 25, 383-417.

Fama Eugene, 1998. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. Journal of Financial Economics 49, 283-306.

Fox Mark y King Ian, 1998. Emerging markets II. En: Risk management and analysis: new markets and products (Editado por Carol Alexander). John Wiley & Sons, Vol.2, 37 - 80.

Fratzscher Marcel, 2001. Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stocks markets. Working Paper N° 48. European Central Bank.

García Jiménez Eduardo, Gil Flores Javier y Rodríguez Gómez Gregorio, 2000. Análisis Factorial. Cuadernos de Estadística N° 7. Editorial Hespérides.

García Herrero Alicia, Santillán Javier, Gallego Sonsoles, Cuadro Lucía y Egea Carlos, 2002. Latin American financial development in perspective. Documento de Trabajo N° 0216. Banco de España.

Goetzmann William, Spiegel Matthew y Ukhov Andrey, 2003. Modelling and measuring Russian corporate governance: the case of Russian preferred and common shares. NBER Working Paper 9469.

Greene William, 2003. Econometric Analysis. Quinta Edición. Prentice Hall.

Hamilton James, 1994. Time Series Analysis. Princeton University.

Hair Joseph, Anderson Rolph, Tatham Ronald y Black William, 1999. Análisis Multivariante. Quinta edición. Prentice Hall.

Howell Michael, 1998. Emerging markets I. En: Risk management and analysis. Vol. 2: New markets and products (editado por Carol Alexander). John Wiley & Sons Ltd., 1 - 35.

International Monetary Found. World Economic Outlook. (varios números).

Li Xiaoming, 2004. China's evolving stock market efficiency reconsidered: the Kalman Filter Analysis. Department of Commerce, Massey University, New Zealand. Working Paper 0104.

López - Mejía Alejandro, 1999. Large capital flows: A survey of the causes, consequences, and policy responses. IMF Working Paper.

McKenzie Michael D., Brooks Robert D. y Faff Robert W., 2000. The use of domestic and world market indexes in the estimation of time-varying betas. En: Journal of Multinational Financial Management 10, 91-106.

Ojah Kalu y Karemera David, 1999. Random walks and market efficiency test of Latin American emerging equity markets: a revisit. En: The Financial Review 34, 57-72.

Spronk Jaap y Trinidad Juan, 2005. Más de medio siglo en busca de una teoría sobre los mercados de capitales. En: Estudios de Economía Aplicada 23-1, 29-44.

Urrutia Jorge, 1995. Test of random walk and market efficiency for Latin American emerging equity markets. En: The Journal of Financial Research Vol. XVIII, N° 3, 299-309.

Zingales Luigi, 1997. Corporate Governance. NBER Working Paper 6309.