

Maximiliano González
Universidad de los Andes

Luis J. Sanz
INCAE Business School

Mejores trabajos de BALAS 2010

Los editores de *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, nos invitaron a hacer una selección y revisión de los mejores artículos sobre temas financieros presentados en la conferencia anual de la Business Association of Latin American Studies (BALAS) en la ciudad de Barcelona, España, entre el 25 y el 27 de marzo de 2010.

Éste fue un reto muy grande por tres razones fundamentales. La primera, el alto nivel de los trabajos presentados en BALAS 2010, lo cual hizo difícil la primera selección por nuestra parte; la segunda, por política de la revista los trabajos preseleccionados por nosotros tenían que pasar por un proceso de arbitraje adicional (doble-ciego) que involucraba la lectura independiente de dos expertos en el área; y, en tercer lugar, los autores tuvieron que hacer los ajustes y volver a enviar sus trabajos revisados en un tiempo muy corto, para que la revista pudiera salir en la fecha programada.

Superados estos retos, presentamos cinco trabajos que son un fiel reflejo de la alta calidad con la que se está haciendo investigación financiera en nuestra región. Los temas tratados son amplios y variados y reflejan muchos de los dilemas actuales de la literatura financiera. Dadas la condición emergente de la región y las consabidas deficiencias en temas de gobierno corporativo, no es sorprendente que dos de los artículos estén relacionados con esta temática. El mercado de valores brasileño, gracias en parte a su Novo Mercado, representa un laboratorio importante para los investigadores en esta área y aquí presentamos dos artículos que estamos seguros contribuirán al debate no sólo regional sino en otros países emergentes también. Dos de los restantes artículos se enfocan en los mercados de valores de América Latina y evalúan, por un lado, la reacción de los inversionistas ante la venta de activos por parte de las empresas, y por el otro, la racionalidad del comportamiento de los inversionistas y el efecto de inversionistas institucionales como los fondos de pensión. Finalmente, el quinto trabajo analiza los efectos de la internacionalización sobre la estructura de capital, un tema muy relevante para una región que busca cada vez más integrarse al comercio mundial y desarrollar un grupo importante de multinacionales de origen latinoamericano. Los resultados obtenidos pueden servir de guía para el comportamiento que podrían seguir otras multilatinas. A continuación un breve resumen de cada trabajo.

Barbedo (IBMEC), da Silva (UFF) y Leal (COPPEAD) exploran también el mercado de valores brasileño con la finalidad de encontrar evidencia empírica sobre la probabilidad de ocurrencia de transacciones informadas (PIN o *probability of informed trading*) en los tres nuevos niveles del mercado de valores brasileño: nivel 1, donde las empresas deben suplir al mercado de información adicional a la requerida por la ley; nivel 2, donde se exige el mismo nivel de revelación de información que el nivel 1, pero además, las empresas deben proveer un análisis detallado de sus políticas de gobierno corporativo; y, finalmente, el Novo Mercado, donde, además de los requerimientos de los niveles anteriores, las empresas se abstienen de usar acciones sin voto dentro de su estructura de propiedad. Las empresas deciden en qué nivel ubicarse, y de allí el gran impacto que esto tiene en su valoración.

A pesar de que han sido muchos los estudios que se han basado en la estructura del mercado de valores brasileño, este trabajo se diferencia del resto al reconocer que una empresa puede tener un buen gobierno corporativo, pero que eso no necesariamente impide que personas de la empresa usen información privilegiada en el mercado bursátil. Todo esto genera una interesante pregunta empírica: ¿Disminuyen las transacciones informadas en estos tres niveles adicionales del mercado brasileño? Los autores muestran una relación inversa entre el PIN y el nivel de revelación exigido y encuentran su mínimo en el Novo Mercado.

Fernández (Universidad Católica de Chile) estudia el efecto manada o la tendencia de los inversionistas a seguir un consenso o una evolución sobre transacciones pasadas, sin incorporar información fundamental sobre los activos que se están observando. La evidencia internacional con que contamos hasta el momento nos indica que este efecto es más fuerte cuando el mercado está en alza. Contrario a este hallazgo, Fernández muestra que para el caso chileno la situación es al contrario. Es decir, la presencia del efecto manada es más fuerte cuando el mercado está deprimido, luego de considerar en el análisis la liquidez del mercado. Entre las explicaciones ofrecidas por la autora sobre este hecho, se encuentra el importante rol que tienen los inversionistas institucionales en el mercado de valores chileno.

El siguiente trabajo analiza el rendimiento accionario de empresas latinoamericanas que anuncian ventas de activos. Fernández (CAF), Garay (IESA) y Pablo (IESA, Tulane) llenan un vacío importante en la literatura financiera latinoamericana al analizar cómo las variables económicas, institucionales y particulares de cada empresa influyen en la venta de sus activos y, más importante, cómo es percibida esa información por el mercado accionario. Este tema es especialmente oportuno en nuestra región, donde los niveles de incertidumbre son altos, en general, y muy variables cuando se hacen comparaciones entre países.

Los autores encuentran una reacción positiva por parte del mercado cuando las empresas latinoamericanas venden activos. El resultado es consistente, pero mucho más contundente, que el reportado para otras regiones. Por otro lado, los autores también muestran en su trabajo que las empresas vendedoras de los activos tienden a estar localizadas en países con una relativamente mejor calidad institucional que las empresas compradoras.

Saito (FGV-SP) e Hiramoto (FGV-SP) estudian el efecto de la internacionalización sobre la estructura de capital en las empresas brasileñas. Mientras que la escasa evidencia empírica sugiere que las multinacionales estadounidenses tienen en promedio menos endeudamiento que sus contrapartes domésticas, el resultado pareciera ser el opuesto en el caso de países como Canadá y Francia. Al ser todas estas economías desarrolladas, los autores

se plantean cuál será el resultado en un país emergente como Brasil y encuentran que las multinacionales brasileñas tienen en promedio no sólo un mayor endeudamiento, sino además un mayor endeudamiento en moneda extranjera.

Por último, Rapaport (FGV-EESP) y Sheng (FGV-EAESP) contribuyen al debate sobre si la estructura de propiedad influye o no en el valor de la empresa, para lo cual analizan una muestra de empresas brasileñas. En un extremo están los que tratan la estructura de propiedad como determinada de forma exógena a las características de la empresa y con respecto a ellos se encuentra en estudios empíricos que existe una relación de U invertida entre el desempeño de la empresa y la estructura de propiedad. Esta relación se explicaría por la interacción de dos efectos: por un lado, el alineamiento de intereses entre los accionistas y la gerencia, y por el otro, el efecto de afianzamiento (*entrenchment*) de la gerencia que le permitiría perseguir sus propios objetivos en detrimento de los de la compañía. Pero en respuesta, ha surgido una literatura alternativa que plantea la estructura de propiedad como el resultado de una decisión de optimización por parte de los accionistas, por lo cual no se esperaría encontrar ninguna relación particular entre la estructura de propiedad y el valor de la empresa.

Los autores usan entonces un modelo de ecuaciones simultáneas que trata la estructura de propiedad como una variable endógena y multidimensional. Al observar una muestra de empresas brasileñas, los autores extienden el análisis a un país emergente y encuentran que no parece existir relación entre la estructura de propiedad y el valor de la empresa. Sin embargo, al analizar algunas compañías de un país con una débil estructura de protección a los inversionistas y una alta concentración de los derechos de control, los autores extienden el modelo para considerar la diferencia entre los derechos de control y los derechos de flujos de caja y hallan en este caso evidencia de que ella afecta negativamente el valor de la empresa. Un resultado que no sólo contribuye a explicar el valor creado por el Novo Mercado de la Bolsa de São Paulo, sino que también le agrega una nueva dimensión al debate académico.

Los detalles de estos cinco excelentes trabajos los podrán encontrar en este volumen de la revista *Academia*, y esperamos que nuestra selección y proceso de arbitraje llenen sus expectativas.

Maximiliano González
Luis J. Sanz
Editores invitados