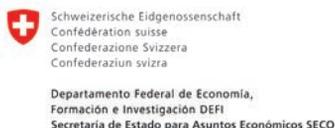


# Revelación de información y valor de las empresas en América Latina

María Andrea Trujillo Dávila  
Alexander Guzmán Vásquez



**40**  
**AÑOS**  
1975 - 2015



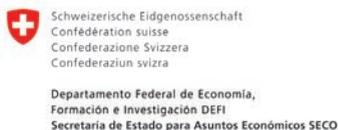
**Colegio de Estudios  
Superiores de Administración**



**Editorial  
CESA**



# Revelación de información y valor de las empresas en América Latina



658.15 / G994r 2015  
Guzmán Vásquez, Alexander (Autor)

Revelación de información y valor de las empresas en América Latina / Alexander Guzmán Vásquez, María Andrea Trujillo Dávila (autores). Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración -CESA-. Editorial CESA, 2015. 334 p.

ISBN: 9789588722870

DESCRIPTORES:

1. EMPRESAS – América Latina. -- 2. SECTOR PRODUCTIVO - América Latina. -- 3. SEGMENTACIÓN DEL MERCADO. -- 4. EMPRESAS COLOMBIANAS

© 2015 CESA - Colegio de Estudios Superiores de Administración  
© 2015 Consejo Privado de Competitividad – CPC  
© 2015 World Bank Group  
© 2015 Secretaría de Estado para Asuntos Económicos – SECO  
© 2015 María Andrea Trujillo Dávila – [maria.trujillo@cesa.edu.co]  
© 2015 Alexander Guzmán Vásquez – [alexander.guzman@cesa.edu.co]

ISBN: 978-958-8722-87-0  
Editorial CESA  
Casa Incolda  
Diagonal 34a No 5a - 23  
www.editorialcesa.com  
www.cesa.edu.co  
editorialcesa@cesa.edu.co

Grupo de Investigación en Innovación y Gestión Empresarial  
Línea de Investigación en Finanzas  
Proyecto: Gobierno Corporativo  
Código interno:10013

Bogotá, D.C, julio de 2015

Coordinación Editorial: Editorial CESA  
Corrección de estilo: Lina Calle Arango  
Diseño y diagramación: Yimmy Alberto Ortiz Arias  
Impresión: Imageprinting Ltda

Todos los derechos reservados.  
Esta obra no puede ser reproducida sin el permiso previo escrito.

Impreso y hecho en Colombia  
Printed and made in Colombia







# Revelación de información y valor de las empresas en América Latina



**María Andrea Trujillo Dávila y Alexander Guzmán Vásquez**

Consejo Privado de Competitividad -CPC  
CESA - Colegio de Estudios Superiores de Administración  
World Bank Group  
Secretaría de Estado para Asuntos Económicos -SECO

# Contenido

Agradecimientos de los autores .....	14
Prólogo .....	15

## 1. Introducción ..... 19

## 2. Metodología de la investigación ..... 29

2.1. Datos y fuentes de información .....	31
2.2. Índice de revelación de información .....	32
2.3. Países incluidos en el estudio .....	43

## **3. Hallazgos generales sobre revelación de información en América Latina ..... 53**

<b>3.1.</b> Generalidades .....	54
<b>3.2.</b> Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes .....	58
<b>3.3.</b> Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario .....	59
<b>3.4.</b> Revelación por sectores productivos .....	67
<b>3.5.</b> Revelación por países y segmentos de mercado .....	72
<b>3.6.</b> Desagregación del índice de revelación total por segmentos de mercado para los años 2010 y 2013 .....	78
<b>3.7.</b> Evolución de la revelación total por componente y país .....	88

## **4. Colombia ..... 99**

<b>4.1.</b> Generalidades .....	100
<b>4.2.</b> Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes .....	104
<b>4.3.</b> Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario .....	111
<b>4.4.</b> Revelación por sectores productivos .....	113
<b>4.5.</b> Revelación de las empresas colombianas de baja, mínima y nula bursatilidad .....	126
<b>4.6.</b> Análisis de la situación de las empresas colombianas en términos de transparencia e implicaciones de política pública .....	129

## **5. Brasil** ..... **151**

<b>5.1.</b> Generalidades .....	152
<b>5.2.</b> Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes .....	155
<b>5.3.</b> Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario .....	156
<b>5.4.</b> Revelación por sectores productivos .....	157
<b>5.5.</b> Revelación en las empresas brasileras de otros segmentos del Bovespa .....	168

## **6. México** ..... **183**

<b>6.1.</b> Generalidades .....	184
<b>6.2.</b> Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes .....	186
<b>6.3.</b> Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario .....	192
<b>6.4.</b> Revelación por sectores productivos .....	193

## **7. Perú** ..... **201**

<b>7.1.</b> Generalidades .....	202
<b>7.2.</b> Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes .....	205
<b>7.3.</b> Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario .....	206
<b>7.4.</b> Revelación por sectores productivos .....	214

## **8. Argentina** ..... **217**

<b>8.1.</b> Generalidades .....	218
<b>8.2.</b> Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes .....	220
<b>8.3.</b> Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario .....	226
<b>8.4.</b> Revelación por sectores productivos .....	227

## **9. Chile** ..... **235**

<b>9.1.</b> Generalidades .....	236
<b>9.2.</b> Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes .....	239
<b>9.3.</b> Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario .....	245
<b>9.4.</b> Revelación por sectores productivos .....	252

## **10. Revelación de información y valor de las empresas** ..... **255**

<b>10.1.</b> Base de datos y variables utilizadas .....	257
<b>10.1.1.</b> Descripción de la base de datos .....	257
<b>10.1.2.</b> Índices de revelación .....	258
<b>10.1.3.</b> Variables de desempeño financiero .....	259
<b>10.1.4.</b> Variables financieras y de características de la firma .....	260
<b>10.2.</b> Estadística descriptiva .....	262
<b>10.3.</b> Revelación de información y valor de las empresas en el mercado .....	265
<b>10.4.</b> Revelación de información y desempeño financiero .....	271
<b>10.5.</b> Comentario de cierre .....	275

## **11. Antecedentes y marco teórico ..... 281**

11.1. Generalidades .....	282
11.2. Convergencia legal .....	286
11.3. Convergencia funcional .....	292
11.3.1. Juntas directivas .....	292
11.3.2. Propiedad y compensación gerencial .....	294
11.3.3. Concentración de la propiedad por un externo .....	296
11.3.4. Pago de dividendos .....	298
11.3.5. Endeudamiento .....	299
11.3.6. Unificaciones de diferentes tipos de acciones .....	300
11.3.7. Órganos y mecanismos de gobierno en la empresa familiar .....	301
11.3.8. Transparencia y revelación de la información .....	302
11.4. Revelación de información y valor de las empresas .....	305
11.4.1. Estudios previos .....	305
11.4.2. Recomendaciones de organismos multilaterales .....	310
11.4.3. Recomendaciones de buen gobierno para empresas listadas en Colombia .....	313
11.4.4. Programa IR de la Bolsa de Valores de Colombia .....	315

## **Referencias ..... 319**

## **Anexo: Listado de empresas por país ..... 325**



# Agradecimientos de los autores

Primero, agradecemos el respaldo incondicional del CESA para realizar este proyecto de investigación y otorgarnos el apoyo suficiente para culminar con éxito la publicación que el lector tiene hoy en sus manos.

Además, agradecemos a Rosario Córdoba, Presidente del Consejo Privado de Competitividad, por avalar este proyecto; el acompañamiento de Juan Felipe Quintero, Secretario General del Consejo Privado de Competitividad, cuyos comentarios hacen que el producto final sea mejor de lo esperado; y el aval de la IFC, que respalda esta publicación en el marco del convenio que desarrolla el CESA con dicha entidad para fortalecer el gobierno corporativo en Colombia.

De igual manera, agradecemos a las asistentes de investigación de este proyecto, Paola Ximena Mariño y Paola Parada, por trabajar de manera comprometida para cumplir con los objetivos establecidos; y a Sylvana Corredor y Melissa Ortiz, egresadas del CESA, que en el 2013 trabajaron con nosotros en la prueba piloto que realizamos a empresas colombianas. Finalmente, agradecemos el apoyo de la Editorial CESA y de los dos pares anónimos, cuyas sugerencias nos llevaron a una mejor versión de este libro.

# Prólogo

Colombia se encuentra cada vez más inmersa en la economía global. El país no solo ha firmado varios tratados de libre comercio para potenciar el intercambio de bienes y servicios, sino que en la actualidad participa en la consolidación de la Alianza del Pacífico (junto con Chile, México y Perú); iniciativa de integración regional que será la plataforma de entrada a la región Asia-Pacífico.

De la misma manera, Colombia participa en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), iniciativa que integra las bolsas y los depósitos de Chile, Colombia, México y Perú con el fin de expandir el mercado de capitales de la región.

El actual proceso de adhesión de Colombia a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) también refleja el interés del país por estar cada vez más insertado en la economía global. Con su entrada a esta organización, podrá participar en espacios internacionales valiosos para el continuo mejoramiento de las políticas públicas, así como de las prácticas del sector privado.

Las diferentes iniciativas de inserción a la economía global abren nuevas oportunidades para que el país incremente su desempeño económico y social. La apertura de mercados para los bienes y servicios producidos en el país, la consolidación

de los mercados financieros para expandir las alternativas de inversión y de financiamiento, así como la activa participación en espacios internacionales reconocidos en materia de política pública y buenas prácticas empresariales, son aspectos que contribuyen a que Colombia avance hacia una sociedad más próspera.

No obstante, la concreción de estas oportunidades en resultados precisos y visibles no es automática. Para que estas iniciativas realmente se conviertan en un mayor crecimiento económico y en mejores condiciones sociales, tanto el sector público como el sector privado deben superar retos importantes.

Por un lado, el Gobierno Nacional, así como el Congreso de la República y la rama judicial, deben implementar acciones contundentes para mejorar la competitividad del país. De acuerdo con el Foro Económico Mundial, Colombia ocupa el puesto 66 entre 144 países en el Índice Global de Competitividad debido a serios retrasos en instituciones (posición 111), eficiencia del mercado de bienes (puesto 109), salud y educación primaria (posición 105), infraestructura (puesto 84), eficiencia del mercado laboral (posición 84), e innovación (puesto 77). En este contexto, es clave que desde el sector público se tomen decisiones eficaces para cerrar brechas en áreas críticas para el desempeño económico y social del país.

De otro lado, el sector privado debe adoptar buenas prácticas que mejoren su desempeño productivo. Si bien las condiciones externas para realizar actividades empresariales siempre pueden ser mejores, lo cierto es que un sector privado exitoso a nivel internacional debe implementar estrategias para incrementar su productividad a través de la adopción de mejores prácticas. En este campo el país tiene espacios de mejora significativos. De acuerdo con el London School of Economics, el Banco Mundial y el Departamento Nacional de Planeación, la calidad gerencial del sector privado colombiano es la más baja entre una muestra de 22 países dentro de los que se incluyen algunos de la región como Brasil, Chile, Argentina y México. Es importante señalar que en este mismo estudio Colombia presentó la mayor diferencia entre la autocalificación y los resultados objetivos de la encuesta, hecho que implica que los gerentes colombianos desconocen que tienen un espacio de mejora importante en cuanto a sus competencias. De la misma manera, según el DANE (Encuesta de Desarrollo e Innovación Tecnológica –EDIT), el 74% de las empresas manufactureras son consideradas no innovadoras, lo que supone un reto de gran envergadura para las empresas colombianas en un entorno cada vez más globalizado y con crecientes niveles de competencia.

El gobierno corporativo es una de las áreas claves en las que el sector privado siempre debe implementar buenas prácticas. Si bien Colombia ha impulsado la promoción de buenas prácticas en este campo a través la promulgación de la Ley del Mercado de Capitales y la implementación del Código País de Mejores Prácticas Corporativas, entre otras iniciativas, es necesario que también el sector privado mejore constantemente sus prácticas relacionadas con el área.

En este contexto, este libro de investigación sobre la revelación de información y valor de las empresas en América Latina tiene el propósito de contribuir a que el sector privado colombiano conozca su desempeño relativo con respecto a los niveles de transparencia corporativa, un asunto crítico dentro del gobierno corporativo. Diferentes estudios y análisis económicos han demostrado que la transparencia y revelación de información están relacionadas directamente con la profundidad, liquidez y, en general, desarrollo de los mercados de capitales. Lo anterior es crítico para la región, que busca mejorar su competitividad, posicionamiento y acceso a los mercados de capitales globales. Esperamos que, con base en los resultados de esta publicación, el sector privado implemente acciones adicionales para fortalecer sus prácticas en torno a la transparencia y revelación de información, lo cual permite generar confianza entre los inversionistas, obtener financiación con mayor facilidad y, por lo tanto, contar con los recursos financieros necesarios para soportar la operación y aprovechar oportunidades de crecimiento.

**ROSARIO CÓRDOBA,**

Presidente, Consejo Privado de Competitividad

**HENRY BRADFORD,**

Rector, CESA – Colegio de Estudios Superiores de Administración

**OLIVER ORTON,**

Gerente Regional de Gobierno Corporativo para América Latina y El Caribe,  
International Finance Corporation – IFC

# 1. Introducción

*Por Juan Felipe Quintero*

*Secretario General*

*Consejo Privado de Competitividad*

La presente introducción pretende cumplir con dos objetivos fundamentales: ofrecer un resumen ejecutivo del libro y, además, provocar al lector para que realice una lectura detallada del mismo.

El documento facilita entender la importancia del gobierno corporativo en general, y de la transparencia y revelación de información en particular. Además, crea conciencia entre los empresarios sobre la pertinencia de la implementación de buenas prácticas de gobierno y de los beneficios que esto conlleva para la empresa y para los diferentes grupos de interés, entre ellos los accionistas.

Tal como se reseña en el capítulo 11, dedicado a los antecedentes y marco teórico, el gobierno corporativo ha ganado relevancia en América Latina en los últimos 15 años. En 2000 comenzó el trabajo de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, en la que participaron entidades multilaterales como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional (IFC), y otras entidades públicas y privadas de la región. El trabajo de esta mesa redonda se reflejó en el documento *White paper* sobre gobierno corporativo en América Latina (OCDE, 2004b), el cual pone de presente los desafíos de la región relacionados con el cumplimiento y la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo.

De la misma manera, en 2005 el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) publicó el libro *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo* con la intención de reforzar la importancia del cumplimiento y la aplicación de las normas de gobierno corporativo en todo tipo de empresas, desde las grandes listadas en bolsa hasta las empresas cerradas o familiares. De acuerdo con Trujillo y Guzmán (2014), lo anterior es especialmente relevante porque permite contextualizar las prácticas de gobierno corporativo en empresas cerradas, medianas y pequeñas que no están listadas en bolsa. Dada la importancia en el Producto Interno Bruto y en la generación de empleo de las empresas de capital cerrado en la región, la CAF continuó profundizando en las especificidades del gobierno corporativo en este tipo de firmas con la publicación del *Manual de gobierno corporativo para empresas de capital cerrado* (CAF, 2006).

En Colombia el gobierno corporativo también ha ganado importancia en los últimos años. Se destacan los estudios de Confecámaras y el CIPE realizados entre 2000 y 2002, los cuales diagnosticaron el desempeño del gobierno corporativo en el país e identificaron debilidades sustanciales como “la falta de códigos de gobierno corporativo de adopción obligatoria o voluntaria en el país, la escasa independencia de los miembros de junta directiva, la baja aplicabilidad de los derechos existentes para los inversionistas, la necesidad de promulgar derechos adicionales para los inversionistas de conformidad con estándares internacionales, y la falta de una política clara de divulgación en la información” (Trujillo y Guzmán, 2014). Estos estudios de diagnóstico, junto con análisis de entidades públicas, fueron un insumo importante para fortalecer la regulación en materia de gobierno

corporativo en el país. La promulgación del Código de Mejores Prácticas Corporativas (mejor conocido como el Código País) en 2007, el cual define estándares mínimos que deben ser tenidos en cuenta por las empresas que actúan como emisores de títulos valores en la Bolsa de Valores de Colombia, es otro hito significativo. Este código, actualizado en el 2014, sirve de referente para las empresas vigiladas por la Superintendencia Financiera en Colombia. Por su parte, en 2009 la Superintendencia de Sociedades, Confecámaras y la Cámara de Comercio de Bogotá publicaron la Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia (Superintendencia de Sociedades et al, 2009), con el fin de desarrollar lineamientos e incentivar la adopción de buenas prácticas relacionadas con el gobierno corporativo de este tipo de sociedades<sup>1</sup>.

De igual manera, el capítulo 11 señala cómo las empresas responden a la normatividad local en relación con sus prácticas y estructura de gobierno, por lo que la regulación tiene un papel determinante en el gobierno corporativo. Los gobiernos, conscientes de lo anterior, configuran sus marcos regulatorios siguiendo el ejemplo de los países más avanzados en el tema, lo que genera un proceso de convergencia legal. Sin embargo, las empresas pueden buscar diferenciarse adoptando prácticas más exigentes a las impuestas por el marco legal. A esto se le conoce como convergencia funcional, e incluye las buenas prácticas adoptadas para incrementar los niveles de transparencia de las empresas. Si el lector se pregunta cuál es la diferencia entre revelación y transparencia, la respuesta es sencilla. La primera responde a los requerimientos de ley, y la segunda a la adopción voluntaria de buenas prácticas para reducir las asimetrías de información entre el equipo de alta gerencia y los diferentes grupos de interés de la empresa, lo que lleva a mejores valoraciones, mayor confianza por parte de los inversionistas y mayor reputación para la empresa. Sin embargo, a lo largo del texto estos términos son usados por los autores indistintamente.

En este contexto, esta publicación tiene el objetivo de profundizar el análisis sobre el desempeño de las empresas listadas en las principales bolsas de valores de América Latina en cuanto a las prácticas de revelación empresarial. Adicionalmente, esta publicación también busca establecer la relación entre mejores prácticas de revelación de información y diferentes variables de desempeño empresarial. De esta forma, el libro contribuye a entender de manera profunda el desempeño que en materia de revelación de información han tenido las empresas listadas en los principales mercados de capitales. Se destaca

---

**1** Para un mayor detalle de la evolución del gobierno corporativo en Colombia se sugiere al lector consultar el capítulo 1 de Guzmán y Trujillo (2012).

que este estudio incluye análisis agregados por país, así como análisis de revelación de información por sectores, niveles de bursatilidad e identidad del accionista mayoritario. La presente investigación cubre 454 empresas listadas en los seis mercados de capitales más grandes de América Latina (Brasil –Bovespa y segmento Novo Mercado–, México, Chile, Colombia –alta y media bursatilidad; y baja, nula y mínima bursatilidad<sup>2</sup>–, Perú y Argentina), y analiza el comportamiento de las empresas de la muestra en materia de revelación para el período 2010-2013.

Para cumplir con el objetivo de la publicación, se construyó un índice que está compuesto por 50 variables o elementos que facilitan evaluar el nivel de revelación de información de cada empresa en los siguientes aspectos: junta directiva, resumen ejecutivo, información de la empresa, gobierno corporativo, responsabilidad social corporativa, informe económico, gestión de riesgos, dimensión social, y responsabilidad con otros grupos de interés. El valor de este índice corresponde al porcentaje de variables reveladas sobre el total de variables evaluadas. De esta manera, el valor del índice está entre 0 y 50 puntos en términos absolutos, y entre 0 y 1 en términos relativos, en donde 0 corresponde a ningún criterio revelado y 1 señala que la empresa revela información para cada una de las 50 variables incluidas en el índice. La fuente principal de información para la construcción de este índice son los informes de gestión anuales publicados por las compañías en sus páginas de internet. Dicha información se complementa con otros informes publicados tanto en las páginas de internet de las entidades reguladoras del mercado accionario de cada país, como en las páginas de internet de las empresas. El capítulo 2 de este libro detalla la metodología de la investigación, incluyendo datos y fuentes de información, la metodología de cálculo del índice de revelación de información y los países incluidos en el estudio.

Los resultados de revelación de información agregados para América Latina, los cuales son presentados en el capítulo 3 de esta investigación, señalan que las empresas de la región han incrementado su transparencia entre 2010 y 2013. Efectivamente, el índice de revelación de información total (que recoge información de los informes de gestión, así como de otros informes complementarios) pasó de 0,553 a 0,597 entre 2010 y 2013, lo que implica un aumento de 4,4 puntos porcentuales.

---

**2** La Superintendencia Financiera de Colombia calcula el Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA) para medir el nivel de liquidez de una acción en el mercado accionario colombiano. El IBA es calculado para cada acción con base en la frecuencia promedio de transacción por mes y volumen promedio de transacción por operación, para los últimos cuatro meses. Lo anterior permite clasificar las acciones en alta, media, baja o mínima bursatilidad. Si las acciones de una empresa no han sido transadas durante los últimos cuatro meses, la bursatilidad de este título valor es nula. Para mayor detalle del cálculo de la bursatilidad de las acciones en el mercado accionario colombiano se sugiere al lector consultar la información provista por la Superintendencia Financiera de Colombia al respecto. La clasificación utilizada en esta investigación sigue la realizada en el Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA), calculado por la Superintendencia Financiera de Colombia para diciembre de 2014.

Si bien esta tendencia es positiva, es importante señalar que, en el agregado, las empresas latinoamericanas no reportan información relacionada con el 40% de las variables incluidas en el índice. De las nueve áreas que componen este, el resumen ejecutivo (0,914) y el informe económico (0,906) son las que presentan un puntaje de revelación más alto para el año 2013. Por el contrario, los niveles de revelación de información relacionados con la dimensión social (0,335), junta directiva (0,470) y gobierno corporativo (0,506) son relativamente bajos.

En cuanto al desempeño sectorial, las empresas pertenecientes al sector de actividades inmobiliarias; educación; hoteles y restaurantes; explotación de minas y canteras; y suministro de electricidad, gas y agua presentan los niveles más altos de revelación de información, con índices de 0,685, 0,680, 0,657, 0,641 y 0,625 respectivamente. Por el contrario, las firmas pertenecientes a los sectores de vehículos de inversión; pesca; agricultura, ganadería, caza y silvicultura; y otras actividades de servicios comunitarios y sociales se caracterizan por tener niveles de revelación relativamente bajos: 0,495, 0,496, 0,500 y 0,526 respectivamente.

Por su parte, este estudio también identifica diferencias importantes en las prácticas de revelación de información entre firmas con alta bursatilidad y empresas con baja bursatilidad. Mientras que las empresas con alta bursatilidad de la región tienen un índice de revelación de 0,687 en 2013, para el mismo año las empresas con baja presentan un índice de 0,565. Es importante señalar que la brecha de este último grupo de firmas se ha expandido en el tiempo, pues entre 2010 y 2013 su nivel de revelación de información solo creció 3,4 puntos porcentuales, menos de la mitad del crecimiento del índice de las empresas de alta bursatilidad en el mismo período de tiempo (7,4 puntos porcentuales).

La investigación también identifica diferencias importantes del nivel de revelación de información de acuerdo con la identidad del accionista mayoritario. Las empresas cuyo accionista mayoritario es el Estado, las multinacionales, los fondos de pensiones u otros institucionales, y las familias presentan los niveles de revelación más altos: 0,661, 0,603, 0,600 y 0,600 respectivamente. Por su parte, las empresas cuyo accionista mayoritario son los bancos (0,534) y otras empresas domésticas (0,590) tienen índices de revelación relativamente bajos.

Con relación al desempeño por países, se destaca especialmente el caso de las firmas colombianas con alta y media bursatilidad, pues pasaron de tener el nivel más bajo de revelación a nivel regional (0,471) en 2010, a ser el grupo de empresas con el mayor índice de revelación de información total en 2013 (0,709). Las firmas brasileras del Novo Mercado tienen el segundo puntaje más alto (0,699), seguidas

por México (0,672), Perú (0,581), Argentina (0,559), las empresas brasileras de Bovespa (0,557), Chile (0,548), y un grupo de once firmas colombianas con baja, mínima y nula bursatilidad (0,527).

El incremento de 23,8 puntos porcentuales en el nivel de revelación de información de las empresas colombianas con alta y media bursatilidad entre 2010 y 2013 es extraordinario si se compara con el crecimiento del índice de Argentina (4,7 puntos porcentuales), las firmas colombianas con baja, mínima y nula bursatilidad (4 puntos porcentuales), las empresas brasileras en Bovespa (3,8 puntos porcentuales), las firmas brasileras en Novo Mercado (3,7 puntos porcentuales), Perú (3,7 puntos porcentuales), Chile (2,6 puntos porcentuales) y México (1,4 puntos porcentuales).

Tal y como se expone en el capítulo 4 de esta investigación, el buen comportamiento del índice de revelación de información para las empresas colombianas de alta y media bursatilidad se explica principalmente por los incrementos en las dimensiones relacionadas con información de la empresa (30,5 puntos porcentuales), dimensión social (27,6 puntos porcentuales), gestión de riesgos (26,7 puntos porcentuales), gobierno corporativo (25,8 puntos porcentuales) y junta directiva (24,2 puntos porcentuales). A pesar de este buen desempeño, es importante señalar que este grupo de empresas todavía tiene espacios de mejora en materia de revelación de información, especialmente en lo que tiene que ver con junta directiva, dimensión social, gobierno corporativo y gestión de riesgos, áreas en las que el índice es de 0,525, 0,567, 0,629 y 0,689 respectivamente.

El capítulo 4 del documento también incluye un análisis sectorial sobre el desempeño de las empresas colombianas de alta y media bursatilidad. El índice de las empresas pertenecientes al sector de servicios financieros aumentó 21 puntos porcentuales al pasar de 0,46 en 2010 a 0,67 en 2013. De esta manera, el sector financiero colombiano pasó de tener el menor nivel de revelación de información entre la muestra de países en 2010 a tener el tercer valor más alto en 2013, superado únicamente por las firmas del mismo sector en Brasil Novo Mercado (0,81) y en México (0,70).

Por su parte, las empresas colombianas del sector de explotación de minas y canteras alcanzaron un valor del índice de 0,71 en 2013, lo que implica un crecimiento de 16 puntos porcentuales con respecto a 2010, cuando este índice fue de 0,55. Con tal desempeño, este sector pasó de tener el segundo nivel de revelación de información más bajo en 2010 (solo por encima de Argentina) a tener el segundo valor más alto en 2013, únicamente superado por las empresas del mismo sector en Brasil Novo Mercado (0,80).

En cuanto al sector manufacturero, las empresas colombianas de alta y media bursatilidad incrementaron su índice de revelación de información en 20 puntos porcentuales entre 2010 y 2013, al pasar de 0,45 a 0,65. De esta manera, el sector manufacturero colombiano pasó de tener el valor más bajo en 2010 al tercero más alto en 2013, superado por las empresas del mismo sector en Brasil Novo Mercado (0,69) y en México (0,69).

Las empresas colombianas de alta y media bursatilidad del sector de suministro de electricidad, gas y agua pasaron de tener un índice de 0,57 en 2010 a tener un puntaje de 0,78 en 2013, lo que implica un crecimiento de 21 puntos porcentuales. Esta tendencia permitió que este grupo de empresas pasara de tener el tercer valor más alto del índice en 2010 a alcanzar el puntaje más alto de la región entre empresas del mismo sector en 2013.

Por su parte, las empresas colombianas de alta y media bursatilidad del sector constructor incrementaron su índice de revelación de información en 42 puntos porcentuales entre 2010 y 2013, al pasar de 0,25 a 0,67. Así las cosas, este grupo de empresas pasó de tener el índice más bajo del sector constructor en América Latina en 2010 a presentar el puntaje más alto en 2013 (0,67 junto con las empresas constructoras mexicanas).

El sector del comercio al por mayor y al por menor colombiano pasó de tener un índice de revelación de información de 0,65 en 2010 a tener un puntaje de 0,73 en 2013. Esta mejora de 8 puntos porcentuales implicó que el sector del comercio al por mayor y al por menor colombiano pasó de tener el tercer puntaje más alto en 2010 a obtener el valor del índice más alto en Latinoamérica en el 2013.

En cuanto al sector transporte, almacenamiento y comunicaciones, las empresas colombianas incrementaron su índice de revelación de información en 41 puntos porcentuales, al pasar de 0,42 en 2010 a 0,83 en 2013. Por lo tanto, las empresas colombianas de este sector tienen el mayor nivel de revelación de información de la región en 2013, después de haber tenido el puntaje más bajo en 2010.

Las empresas colombianas del sector de firmas de inversión (vehículos de inversión) presentaron un incremento de 30 puntos porcentuales en el índice de revelación de información durante el período de referencia y su valor en 2013 fue 0,73. Con este desempeño, las firmas colombianas pertenecientes a este sector pasaron de tener el quinto puntaje más alto de la región en 2010 a obtener el segundo valor del índice más alto en 2013, únicamente superado por las empresas de este sector en Brasil Novo Mercado (0,84).

Los capítulos 5 a 9 de este libro presentan resultados detallados del índice de revelación de información para Brasil, México, Perú, Argentina y Chile, respectivamente. El capítulo 10 contiene las estimaciones econométricas del efecto que tienen las prácticas de revelación de información y la transparencia corporativa sobre el valor del mercado y el desempeño financiero de las empresas. La hipótesis que este trabajo busca validar a través de estos análisis econométricos es que las empresas con mayores niveles de revelación y más transparentes logran mitigar las asimetrías de información entre los inversionistas en el mercado y la alta dirección de las empresas, de manera que se permite una mejor valoración de las mismas. Adicionalmente, se espera que mejores prácticas de gobierno corporativo impacten positivamente el desempeño financiero de la empresa, debido a que estas facilitan una mejor gestión por parte del equipo directivo.

Esta investigación utiliza la Q de Tobin, o razón entre el valor de mercado y el valor en libro de los activos de la empresa, para evaluar el impacto de la revelación de información por parte de las empresas en las expectativas de rendimiento futuro de los activos de la empresa y, por ende, en el valor de la empresa en el mercado. De la misma manera, este estudio utiliza el retorno sobre el capital para evaluar el impacto de la revelación de información sobre el desempeño contable o en libros obtenido por los inversionistas sobre el capital aportado y las utilidades reinvertidas en la empresa. Con respecto a la relación entre la Q de Tobin y la revelación de información, esta investigación encontró que un mayor nivel de revelación de información está relacionado estadísticamente con un mayor valor de la Q de Tobin. En otras palabras, un mayor nivel de información impacta positivamente el valor de mercado de las empresas latinoamericanas. Este estudio identifica que la información revelada más valorada por el mercado es la relacionada con las juntas directivas, los riesgos legales que afronta la empresa, y las políticas de relación con clientes, proveedores y accionistas. Como se anotó anteriormente, son estas áreas las que requieren de mayores esfuerzos en materia de revelación de información en las empresas de la región.

Los resultados econométricos para determinar la relación entre retorno sobre el capital y revelación de información indican que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre el nivel de revelación de información y el desempeño financiero de las empresas (medido a valores de mercado o a valores en libros). De igual manera, la información revelada sobre juntas directivas, gestión de riesgos y la responsabilidad con clientes, proveedores y accionistas es la que más impacto tiene sobre el desempeño de las empresas en América Latina.

Finalmente, el último capítulo de esta publicación contiene los antecedentes y el marco teórico sobre el gobierno corporativo, las prácticas de revelación de información y su relación con el valor de las empresas. Adicionalmente, este capítulo incluye una reseña del programa IR (Investor Relations) de la Bolsa de Valores de Colombia. Los autores intencionalmente ofrecen los antecedentes al final del libro porque consideran que el lector que encuentre interesantes los resultados y valiosas las discusiones previas se sentirá más motivado a indagar sobre los fundamentos teóricos y los antecedentes que soportan esta investigación.

En este contexto, esta publicación no solo provee evidencia empírica sobre la relación positiva que existe entre mayores niveles de revelación de información empresarial y el valor de las firmas en América Latina, sino que contiene un diagnóstico detallado de los niveles de revelación de información para las empresas listadas en los principales mercados de capitales de la región. Por lo tanto, se espera que esta publicación contribuya al fortalecimiento de las prácticas empresariales relacionadas con la revelación de información relevante a inversionistas, agencias reguladoras y demás agentes económicos de estos países. Dicho fortalecimiento no solo incrementará el adecuado flujo de información entre los diversos sectores, sino que, como lo muestran los análisis econométricos, tendrá impactos positivos sobre el desempeño financiero de las empresas latinoamericanas.

CESA - Colegio de Estudios Superiores de Administración.  
Este libro se terminó de imprimir en julio de 2015 en Bogotá D.C.  
Se compuso en caracteres Trade Gothic a 13 puntos.  
Y se imprimió sobre papel bond de 90 gr.

# Revelación de información y valor de las empresas en América Latina



La Revelación de Información y la Transparencia empresarial han tomado relevancia en el contexto latinoamericano en los últimos años, aún cuando hacen parte de los principios de Gobierno Corporativo promulgados por la OCDE desde 1999. Dicha relevancia emerge como respuesta a estructuras débiles de gobierno corporativo apalancadas en la falta de información disponible para los diferentes grupos de interés de las empresas y en la poca transparencia de las mismas; es decir, en divulgación de información irrelevante, incompleta, o incluso, distorsionada. Este texto evalúa las prácticas de revelación de información y transparencia de las empresas listadas en los siete mercados de capitales latinoamericanos más grandes poniendo en evidencia una mejoría en esta materia para las empresas colombianas que en pocos años figuran como líderes en la región. Al mismo tiempo resalta oportunidades de mejora y cuestiona la revelación de información en las empresas de capital cerrado, el tipo de empresa más común en Colombia y la región y en el que la revelación de información es casi inexistente.

