

Abstract

This Special Issue is dedicated to the memory of the unexpectedly deceased Professor Luis J. Sanz, president of BALAS and Associate Editor of *ARLA*. The issue includes six papers from Chile, Spain and Costa Rica/Argentina. The case study is on the privatization of the Buenos Aires underground in 1998, a topic of renewed interest in 2015. One of the studies determines the effect of director education and international experience on the firm's access to international markets. Another paper studies the effect of corporate board diversity on company reputation. The third analyzes the negative effect of the politicization of State savings banks on the benefits of these financial institutions in Spain. The fourth studies the effect of the diversification strategy and cross-control by shareholder groups on firm value in Chile. Finally, we have a literature review, using meta-analysis methodology, on the relationship between auditor specialization by industry and the structure of audit fees.

Resumen

Este número especial es dedicado a la memoria del súbitamente fallecido profesor Luis J. Sanz, presidente de BALAS y Editor Asociado de *ARLA*. Publicamos seis trabajos originados en Chile, España, y Costa Rica/Argentina. El caso trata sobre la privatización del metro de Buenos Aires en 1998, tema de renovada vigencia en 2015. Un estudio determina el efecto de la educación de posgrado y la experiencia internacional de los directores en el nivel de acceso a mercados internacionales de sus empresas. El segundo estudia el efecto de la diversidad en la composición de las juntas directivas sobre la reputación de la empresa. Tercero, se analiza el efecto negativo de la politización de las cajas de ahorros estatales en los beneficios de estas instituciones financieras en España. Cuarto, se estudia el efecto de la estrategia de diversificación y del control cruzado de grupos de accionistas sobre el valor de la empresa en Chile. Finalmente, una revisión de la literatura con metodología de meta análisis sobre la relación entre la estructura de auditores especializados por sector empresarial y la estructura de precios de sus tarifas.

VERSION EN CASTELLANO MÁS ADELANTE**Corporate governance and firm performance: unsolved issues from Argentina and new evidence from Chile and Spain**

This issue is dedicated to the memory of Luis J. Sanz, full professor at INCAE Business School in Finance and associate editor of *Academia ARLA* until his death in March 2015. It includes a teaching case, a critical literature review and four papers on corporate finance and governance, areas that Luis researched as part of his doctoral thesis. The case was the first that Sanz studied under the direction of his co-authors and professors on processes of privatization and nationalization in Argentina. The studies from Chile and Spain, present new evidence of the positive effects of good corporate practices on firm performance, in particular on market valuation, productive efficiency, internationalization and firm reputation for protecting minority shareholders.

The first case, written by Luis Sanz in 1998, examines the privatization of the Buenos Aires underground and comes to an important conclusion: its pertinence is as valid today as it was 18 years ago. The topic of privatization processes and disposal of public assets in Latin America was important in the international context of the 1980s and 1990s. For example, according to La-Porta and López-de-Silanes (1999), Mexico's privatization program was the second largest in the world after Russia in terms of volumes transferred. The economic and management arguments that promoted these programs were common: badly managed state-owned companies with permanent negative performance, loss of productivity and a total lack of corporate governance. For their part, the regional governments were experiencing capital restrictions and fiscal imbalances with high inflation, implying greater political pressure in the sale of state-owned companies.

Evidence from international studies tends to point to the fact that, on average, private firms experience improved productivity, profitability, investment growth and improved business management (Megginson and Netter, 2001; Megginson *et al.*, 1994). Similar results are also corroborated in the study on privatization in Latin America by Chong and Lopez-de-Silanes (2005). However, these authors recognize that the success of privatization programs lies in whether they are accompanied by the adequate regulation framework. The *Metrovias* case in Argentina leaves an open discussion on the problems in the regulation of the concession contracts and subsequent renegotiations[1]. In Latin America, approximately 60 percent of the first generation of infrastructure concession contracts were subject to renegotiation (Guasch, 2001).

The above has the characteristics of a good case study as it includes an important controversial topic that raises in-depth analysis in class, based on balanced information in the text. In just ten pages and an annex, the authors present the economic background, the type of government, the State debt, the most widespread current of privatization in other places, the driving force of change in the role of the State and a consequent decision to include a long list of until then public companies now in the private initiative. Readers are urged to answer an evocative range of issues: is privatization beneficial? How to sell? How to avoid prejudices against workers? How to manage the company in the future? These questions could guide the analysis in 2015, when the Chamber of Deputies in Argentina approved the nationalization of the company.

Three related articles follow; all of them dealing with the internal mechanisms of corporate government, such as the make-up of the Boards of Directors. International scale empirical studies have consistently shown the positive effect of corporate boards with independent members on firm performance and valuation. Selective examples of these studies are those by Dahya and McConnell (2007) for the UK; Choi *et al.* (2007) for South Korea; and Kang *et al.* (2007) for Australia, among others. For case studies on Latin America, we highlight the works by Liza-Santos *et al.* (2012), Lefort and Urzua (2007) and Pombo and Gutiérrez (2011) for Brazil, Chile and Colombia, respectively.

The studies presented in this issue extend previous research as they explore how the idiosyncratic director characteristics and diversity have specific effects on firm performance.

Pérez-Calero, Barroso-Castro and Villegas-Periñán (Universidad Pablo de Olavide for the former and Universidad de Sevilla for the latter two) analyze how director level of higher education and international experience (e.g. work experience) affects the degree of firm internationalization. Internationalization is measured by the relationship between sales abroad or the value of subsidiary shares abroad and the total shares.

The study sample is a longitudinal panel of 78 firms listed in the Madrid Stock Exchange during 2005 and 2010. Two main results can be highlighted. First, the presence of board members with international expertise implies an increase of 0.48 in the degree of internationalization compared to companies that do not. Second, this increase rises to 0.78 for companies whose directors have studied at graduate level.

Bravo, Abad and Laffarga (Universidad de Sevilla) analyze the association between the characteristics (diversity) of board members and their effect on firm reputation. The variable being studied (reputation) is a quantitative index based on qualitative information obtained through surveys applied to managers, financial analysts, consumer associations and trade unions realised by the Business Monitor of Corporate Reputation (MERCOC). The index captures the perceptions of the stakeholders on the standard of good corporate practices. The database is made up of a longitudinal panel of 76 firms listed in the Madrid Stock Exchange for a period of six years (2004-2010). The results of the study show that factors such as board independence, a greater participation of women directors, and CEO reputation as a visible leader for the stakeholders drive an increase in the relative value of firm reputation in the MERCOC index. In terms of valuation, these results reveal that corporate board composition is an essential factor in the valuation of companies' intangible assets.

García-Meca and García (Universidad Politécnica de Cartagena, Murcia) analyze the influence of political connections on the profitability of savings banks in Spain. Due to legal characteristics in Spain, the study sample is appropriate for the study of political influence in organizations as a natural experiment. The local governments and autonomous communities have been large shareholders of these financial institutions for decades. The information in this study is based on 32 savings banks during the 2002-2009 period. The participation of board members that are municipal or regional politicians represents the control variables that are indicators or proxies of political connection. The main result of the study shows that the boards with the higher degrees of politicization or political influences from their members reduce the return on assets (ROA) of savings banks by 540 basis points. However, when the difference focusses on the effect of regional politicians, the loss is of 680 basis points. These results are statistically significant with a 95 percent confidence interval. The studies conclude with a debate about greater financial control and regulation to be in place for the credit entities that are more exposed to directors that come from public administrations.

A second internal governance mechanism within the firms is ownership structure. A core result in developing countries, where corporate ownership is concentrated, is that the existence of multiple large shareholders reduces agency costs with the management given that they can assume the cost of exercising direct control. Free riding is minimized and the resulting greater supervision implies greater clarity in investment projects, which, in turn, increases firm efficiency and value. However, as long as there is a separation between the ownership rights (direct) and control rights (voting) among the large shareholders, the effect is going to be negative. This happens because of a potential deviation of resources through related transactions, and there could be a greater risk of the expropriation of minority shareholders.

Robust and consistent evidence from studies undertaken in the last ten years, including those undertaken in Latin America, shows that there is a reduction of agency costs if there are multiple large shareholders and blockholders' contestability (Maury and Pajuste, 2005; López-de-Foronda *et al.*, 2007; Attig *et al.*, 2009; Gutierrez and Pombo, 2009).

Espinosa, Jara-Bertin and López-Iturriaga (Universidad de Santiago de Chile, Universidad de Chile and Universidad de Valladolid) study an additional factor of the ownership structure that previous studies do not emphasize; namely, the related or unrelated diversification of ownership that some firms sustain through blockholder share ownership in other firms. The ownership structure in Chile is characterized by high leveraging of voting rights through affiliation to pyramid holdings. The study analyses a sample of 83 firms in the manufacturing sector in the Santiago Stock Market. This work finds evidence of the existence of a discount for ownership diversification. However, this discount becomes a valuable premium when holding implies a control of firms in related industries, possibly as a reflection of the advantages of a vertical/horizontal integration strategy in Latin American companies.

De-Fuentes and Sierra (Universidad de Valencia, Spain) close the special issue with a literature review on the relationship between auditor specialization by industry and the structure of audit fees. The results of studies on this topic have been contradictory partly due to biases of the different publication sources, and partly to the differences in clients' power of negotiation. The review follows a meta-analysis methodology, which evaluates the consistency of the results published in the studies via weighted regressions of the reported coefficients. The first result of this analytical review is that the positive relationship between auditor specialization and audit fees is more robust when the audit firm's market power is over 20 percent and it is recognized as a leading local and regional firm. This work clarifies the problem and its variables, and it guides the generation of public policies and regulations.

The papers in this issue deepen our knowledge of our reality and highlight significant differences in the public policies and regulations in our region that are frequently based on different facts, interpretations and realities.

Carlos Pombo and Enrique Ogliastri

Gobierno corporativo y desempeño de la empresa: temas no resueltos en Argentina and nueva evidencia de Chile y España

Este número está dedicado a la memoria de Luis J. Sanz, quien fue profesor titular del INCAE *Business School* y Editor Asociado de Finanzas de Academia ARLA hasta el momento de su fallecimiento el pasado mes de Marzo del presente año. El número contiene un caso de enseñanza, un artículo de revisión crítica de literatura y cuatro artículos en Finanzas y Gobierno Corporativo, áreas en las que Luis hizo investigación desde su tesis doctoral. El caso fue el primero que investigó Sanz, bajo la dirección de sus profesores coautores, sobre los procesos de privatización y estatización en Argentina. Los estudios de Chile y España, presentan nueva evidencia sobre los efectos positivos de las buenas prácticas corporativas en el desempeño de las firmas, en particular sobre la valoración del mercado, la eficiencia productiva, la internacionalización y la reputación de la firma por la protección a los inversionistas minoritarios.

El primer caso de Luis Sanz escrito en 1998 examina el proceso de privatización del metro de Buenos Aires. La lectura de este caso deja una gran conclusión: *su pertinencia sigue tan vigente como lo fue hace 18 años*. El tema de los procesos de privatización y de enajenación de activos públicos en América Latina fue muy importante en el contexto internacional en la década de los ochenta y de los noventa del Siglo XX. Por ejemplo, de acorde con La-Porta y López-de-Silanes (1999) el programa de privatización de México fue en volúmenes transados el segundo mayor en el mundo después de Rusia.

Los argumentos económicos y gerenciales que promovieron estos programas eran comunes: empresas estatales mal gestionadas con rentabilidades negativas permanentes, pérdidas de productividad y con una absoluta carencia de gobierno corporativo. Por otro lado, los gobiernos de la región estaban experimentando restricciones de capital, y desequilibrios fiscales con altas inflaciones, lo cual implicaba una mayor presión política en llevar a cabo la venta de empresas estatales.

La evidencia de los estudios internacionales tienden a favorecer que en promedio las firmas privatizadas experimentan mejoras en productividad, rentabilidad, crecimiento de la inversión y mejor gestión empresarial (Megginson and Netter, 2001; Megginson *et al.*, 1994). Similares resultados también son corroborados en el estudio sobre privatización en América Latina compilado por Chong and Lopez-de-Silanes (2005). Sin embargo, éstos últimos autores reconocen que el éxito de los programas de privatización depende en gran medida si estos están acompañados de un marco regulatorio adecuado. El caso de *Metrovías* en Argentina deja abierta la discusión sobre los problemas en la reglamentación del contrato de concesión y sus posteriores renegociaciones[1]. En América Latina un 60% de los contratos de primera generación en concesiones en infraestructura fueron sujetos a renegociación (Guasch, 2001).

Este caso tiene las características de un buen caso: un tema importante y controversial que suscita análisis en profundidad en clase basada en la información balanceada del texto. En sólo diez páginas y un anexo se logra presentar los antecedentes de la economía, el tipo de gobierno, la deuda del Estado, la corriente más generalizada de privatización en otros lugares, como las palancas impulsoras de un cambio en el papel del Estado y, en consecuencia, la decisión de trasladar a la iniciativa privada una extensa lista de empresas, hasta entonces, públicas. El lector es instado a responder a una sugerente gama de asuntos: ¿Será beneficiosa la privatización? ¿Cómo vender? ¿Cómo evitar perjuicios a los trabajadores? ¿Cómo gestionar la empresa en adelante? Estas mismas preguntas podrían orientar el análisis en el año 2015, cuando la Cámara de Diputados de Argentina aprobó la estatización de la empresa.

Al caso de privatización le siguen tres artículos relacionados sobre mecanismos internos de gobierno corporativo, como lo es la composición de las juntas directivas. Los estudios empíricos a escala internacional han mostrado de forma consistente el efecto positivo que tienen las juntas con miembros independientes sobre el desempeño y valoración. Ejemplos selectivos de estos estudios son los de Dahya and McConnell (2007) para el Reino Unido; Choi *et al.* (2007) para Corea del Sur; y Kang *et al.* (2007) para Australia, entre otros. Estudios de caso de América Latina podemos resaltar los trabajos de Liza-Santos *et al.* (2012), Lefort and Urzua (2007) y Pombo and Gutiérrez (2011) para Brasil, Chile y Colombia respectivamente.

Los estudios presentados en este número extienden la investigación previa dado que exploran cómo las características idiosincráticas y de diversidad de los directores tienen efectos puntuales sobre el desempeño de la firma.

Pérez-Calero, Barroso-Castro y Villegas-Periñán (Universidad Pablo de Olavide la primera y Universidad de Sevilla) analizan cómo el nivel de educación superior de posgrado y la experiencia internacional (e.g. laboral) de los directores tiene efecto sobre el grado de internacionalización de las firmas; la internacionalización se mide por la relación entre ventas al exterior o valor de los activos de subsidiarias en el exterior sobre el total de activos. La muestra de estudio es un panel longitudinal de 78 firmas listadas en la Bolsa de Madrid durante los años 2005 a 2010. Se pueden resaltar dos resultados principales. Primero, la presencia de directores con experticia internacional en la junta directiva implica una prima de 0.48 en el grado de internacionalización sobre

las empresas que no los tienen. Segundo, esta prima se incrementa a 0.78 para empresas cuyos directores tienen estudios de posgrado.

Bravo, Abad y Laffarga (Universidad de Sevilla) analizan la asociación entre las características (diversidad) de los miembros del directorio y su efecto sobre la reputación de la firma. La variable objeto de estudio (reputación) es un índice cuantitativo basado en información cualitativa de encuestas a gerentes, analistas financieros, asociaciones de consumidores y sindicatos realizados por el instituto *Monitor Empresarial de Reputación Corporativa* (MERCO). Este índice captura percepciones de los grupos involucrados con la empresa (*stakeholders*) sobre los estándares de buenas prácticas corporativas. La base de datos la conforma un panel longitudinal de 76 empresas listadas en la bolsa de Madrid durante un período de 6 años (2004-2010). Los resultados de este estudio muestran que factores como la independencia de la junta, una mayor participación de mujeres como directores, y la reputación del CEO como un líder visible para los grupos involucrados (*stakeholders*) causan todos ellos un incremento en el valor de la reputación de la firma relativa en el índice MERCO. En términos de valoración, estos resultados nos dicen que la composición de los directorios es un determinante esencial en la valoración de los activos intangibles de las empresas.

García-Meca y García (Universidad Politécnica de Cartagena, Murcia) analizan la influencia de las conexiones políticas sobre la rentabilidad de las cajas de ahorro en España. Debido a las características jurídicas en España la muestra de este estudio es apropiada para estudiar como un experimento natural el fenómeno de la influencia política en las organizaciones. Los gobiernos locales y comunidades autónomas han sido grandes accionistas de estas instituciones financieras durante décadas. La información de este estudio se basa en 32 cajas de ahorro durante el periodo 2002-2009. Las variables de control que son indicativas o *proxies* de conexión política son la participación de miembros de las juntas que son políticos municipales y regionales. El resultado principal del estudio señala que las juntas con mayor grado de politización o de influencias políticas de sus miembros disminuyen el retorno sobre activos (ROA) de las cajas en 540 puntos básicos. Sin embargo, cuando se enfoca la diferencia en el efecto de los políticos regionales la pérdida es de 680 puntos básicos. Estos resultados son estadísticamente significativos con 95% de confianza. El estudio concluye sobre el debate de una mayor regulación y supervisión financiera a los establecimientos de créditos que están más expuestos a directores que provengan de las administraciones públicas.

Un segundo mecanismo interno de gobierno en las corporaciones está relacionado con la estructura de propiedad. Un resultado central en países emergentes, donde la propiedad corporativa es concentrada, es que la existencia de múltiples grandes accionistas reduce los costos de agencia con la gerencia dado que ellos pueden asumir el costo de ejercer un control directo. El problema del oportunista que no aporta (*free riding*) se minimiza y por lo tanto, esta mayor supervisión implica una mayor calidad de los proyectos de inversión, lo que en su conjunto incrementa eficiencia y valor a las firmas. Sin embargo, en la medida que exista separación entre los derechos de propiedad (directa) y los derechos de control (votación) entre los grandes accionistas el efecto es negativo. Esto ocurre por una desviación potencial de recursos mediante transacciones relacionadas, y puede haber mayor riesgo de expropiación a los accionistas minoritarios.

La evidencia de los estudios en los últimos 10 años, incluyendo los de casos en América Latina, muestra de forma robusta y consistente que existe una reducción en costos de agencia si existen múltiples grandes accionistas y hay una competencia por el

control entre ellos (*blockholder contestability*) (Maury and Pajuste, 2005; López-de-Foronda *et al.*, 2007; Attig *et al.*, 2009; and Gutierrez and Pombo, 2009).

Espinosa, Jara-Bertin, y López-Iturriaga (Universidad de Santiago de Chile, Universidad de Chile, y Universidad de Valladolid) estudian un factor adicional de la estructura de propiedad que los anteriores estudios no enfatizan; este factor es la diversificación de propiedad relacionada o no relacionada que algunas firmas mantienen mediante participación accionaria en otras firmas como grupos de control. (blockholders). La estructura de propiedad en Chile se caracteriza por un alto apalancamiento de derechos de voto a través de la afiliación a conglomerados que tienen estructuras piramidales. El estudio analiza una muestra de 83 firmas del sector real listadas en la Bolsa de Santiago. Este trabajo encuentra evidencia de la existencia de un descuento explicado por la diversificación de propiedad. Sin embargo, este descuento se convierte en una prima de valor cuando la participación en propiedad implica un control en firmas de industrias relacionadas, posiblemente reflejo de las ventajas de una estrategia de integración vertical/horizontal en las empresas latinoamericanas.

De-Fuentes y Sierra (Universidad de Valencia, España) cierran el número especial con un artículo de revisión de la literatura sobre la relación entre la especialización de auditores por sector y la estructura de tarifas. Los estudios sobre este tema han tenido resultados contradictorios, en parte originados en sesgos de los diferentes medios de publicación, y en parte por las diferencias en el poder de negociación de los clientes. Esta revisión sigue una metodología de meta análisis en la cual se evalúan la consistencia de los resultados publicados en los estudios por medio de regresiones ponderadas de los coeficientes reportados. El principal resultado de esta revisión analítica es que la relación positiva entre especialización y tarifas de las firmas de auditoría es más robusta cuando la firma de auditoría tiene un poder de mercado mayor a 20% y sea reconocida como una firma líder local y regional. Este trabajo clarifica el problema y sus factores, así como orienta la generación de políticas y reglamentaciones públicas.

Los trabajos de este número ahondan en el conocimiento de nuestra realidad, y pueden señalar significativas diferencias con las políticas públicas y reglamentaciones que se hacen en nuestra región, frecuentemente basadas en hechos, interpretaciones y realidades diferentes.

Carlos Pombo and Enrique Ogliastri

Note

1. In 2015, the Argentine government is working toward nationalizing *Metrovias* (En este año 2015, el gobierno de Argentina está en dirección contraria, tratando de nacionalizar *Metrovias*).

References

- Attig, N., El Ghoul, S. and Guedhami, O. (2009), "Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia", *The Journal of Financial Research*, Vol. 32, pp. 395-422.
- Choi, J., Park, W. and Yoo, S. (2007), "The value of outside directors: evidence from corporate governance reform in Korea", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42 No. 4, pp. 941-962.

- Chong A. and López-de-Silanes F. (Eds) (2005), *Privatization in Latin America: Myths and Reality*, Inter-American Development Bank & Stanford University Press, Washington, DC.
- Dahya, J. and McConnell J. (2007), "Board composition, corporate performance and the Cadbury Committee recommendation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, pp. 535-564.
- Guasch, J.L. (2001), "Concessions and regulatory design: determinants of performance – fifteen years of evidence", *Policy Research Paper*, World Bank, Washington, DC.
- Gutiérrez, L.H. and Pombo, C. (2009), "Corporate ownership and control contestability in emerging markets: the case of Colombia", *Journal of Economics and Business*, Vol. 61, pp. 112-139.
- Kang, H., Cheng, M. and Gray, S.J. (2007), "Corporate governance and board composition: diversity and independence of Australian boards", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15 No. 2, pp. 194-207.
- La Porta, R. and López-de-Silanes F. (1999), "The benefits of privatization: evidence from Mexico", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114 No. 4, pp. 1193-1242.
- Lefort, F. and Urzua, F. (2007), "Board independence, firm performance and ownership concentration: evidence from Chile", *Journal of Business Research*, Vol. 61 No. 6, pp. 587-706.
- Liza-Santos R., Di Miceli da Silveira A. and De-Barros L. (2012), "Board interlocking in Brazil: directors' participation in multiple companies and its effect on firm value", *Latin American Business Review*, Vol. 13 No. 1, pp. 1-28.
- López-de-Foronda, O., López-Iturriaga, F. and Santamaría and Mariscal, M. (2007), "Ownership structure, sharing of control and legal framework: international evidence", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, pp. 1130-1143.
- Maury, B. and Pajuste A. (2005), "Multiple large shareholders and firm value", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, pp. 1813-1834.
- Meggison, W. and Netter, J. (2001), "From state to market: a survey of empirical studies on privatization", *Journal of Economic Literature*, Vol. 39 No. 2, pp. 321-389.
- Meggison, W., Nash, R. and Van Randenborgh, M. (1994), "The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis", *Journal of Finance*, Vol. 49 No. 2, pp. 403-452.
- Pombo, C. and Gutiérrez, L.H. (2011), "Outside directors, board interlocks and firm performance: empirical evidence from Colombian business groups", *Journal of Economics and Business*, Vol. 63, pp. 251-277.

Further reading

- Laeven, L. and Levine, R. (2009), "Bank governance, regulation and risk taking" *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, pp. 259-275.