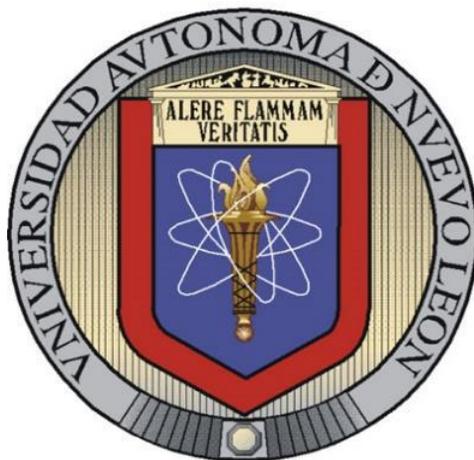


UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE NUEVO LEÓN

FACULTAD DE CONTADURÍA PÚBLICA Y ADMINISTRACIÓN



TESIS

**EL GOBIERNO CORPORATIVO Y SU EFECTO EN EL DESEMPEÑO
FINANCIERO DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS EN MÉXICO**

**DISERTACIÓN PRESENTADA POR
OZIEL OMAR FLORES SILVA**

**TESIS COMO REQUISITO PARCIAL PARA OBTENER
EL GRADO DE DOCTOR EN CONTADURÍA**

MARZO, 2019

DECLARACIÓN DE AUTENTICIDAD

Declaro solemnemente que el documento que en seguida presento es fruto de mi propio trabajo, y hasta donde estoy enterado no contiene material previamente publicado o escrito por otra persona, excepto aquellos materiales o ideas que por ser de otras personas les he dado el debido reconocimiento y los he citado debidamente en la bibliografía o referencias.

Declaro además que tampoco contiene material que haya sido aceptado para el otorgamiento de cualquier otro grado o diploma de alguna universidad o institución.

Nombre: _____

Firma: _____

Fecha: _____

DEDICATORIA

A Victoria, amada esposa, amiga y compañera de vida.

A Victoria S. y Oziel E., mis hijos, mi motivo de vida.

A mis padres, Héctor y Rosy, pilares en la familia.

AGRADECIMIENTOS

A Dios por su gran amor y permitirme concluir esta etapa de mi vida.

A mis Padres quienes fueron un motor y motivación diaria durante cinco años, permitiéndome caer pero impulsándome a levantarme diario con más fuerza y entrega.

A mi amada esposa Victoria, a quien le estoy agradecido por seleccionarme en su vida y formar parte de esta hermosa familia, aceptar el camino que implicaba esta etapa de mi vida y dedicarse con un inagotable amor a nuestra familia y ser la mejor madre que Dios le pudo dar a mis hijos.

A mis hijos, Victoria Sarahi y Oziel Emanuel, con quienes Dios me ha enseñado que el amor de padres, es el más puro y sincero que existe en la vida, que el amor a primera vista no es un mito y que el esfuerzo y superación diaria es posible.

A mis hermanos, quienes con amor, paciencia y apoyo hemos estado unidos toda la vida.

Al Dr. Adrián Wong, mi director de tesis, por su gran apoyo y optimismo en esta etapa y por supuesto haberme brindado la invaluable asesoría y conocimientos durante este largo proceso.

Al Dr. Eduardo Rivas, mi ex-director de tesis, quien por motivos personales no concluyo el proceso, sin embargo nunca abandono su vocación de enseñanza conmigo y fue parte importante del presente trabajo.

A la Dra. Martha del Pilar Rodríguez García, por concientizarme de la oportunidad de desarrollar una tesis con trascendencia, así como por la asesoría brindada y apoyo constante en el manejo de la investigación.

Al Dr. Alfonso Hernández Campos, por su continuo esfuerzo y desgaste en formar profesionistas, maestros y doctores de alta calidad, conscientes de la aplicación de las mejores prácticas y la búsqueda de la causa raíz en la solución de problemas.

Al Dr. Eduardo Treviño y Dra. Paula Villalpando quienes han contribuido de manera directa en mi desarrollo académico con su gran enseñanza y amabilidad de compartir sus conocimientos.

A la Dra. María Eugenia García de la Peña directora de nuestra Facultad de Contaduría Pública y Administración, por el gran apoyo que me brindó durante mi formación doctoral.

TABLA DE CONTENIDO

| | |
|--|----|
| DECLARACIÓN DE AUTENTICIDAD | 2 |
| DEDICATORIA..... | 3 |
| AGRADECIMIENTOS..... | 4 |
| TABLA DE CONTENIDO | 5 |
| RESUMEN..... | 8 |
| ABREVIATURAS Y TÉRMINOS TÉCNICOS..... | 9 |
| ÍNDICE DE TABLAS..... | 10 |
| ÍNDICE DE FIGURAS | 11 |
| CAPITULO 1. INTRODUCCIÓN | 12 |
| 1.1. Antecedentes | 12 |
| 1.1.1. Gobierno Corporativo | 12 |
| 1.1.2. Gobierno Corporativo en México..... | 15 |
| 1.2. Planteamiento del problema | 17 |
| 1.2.1. Pregunta de Investigación | 20 |
| 1.2.2. Objetivos de la investigación | 21 |
| 1.2.3. Importancia y justificación del estudio | 22 |
| 1.2.4. Supuestos básicos..... | 23 |
| 1.2.4.1. Delimitaciones y Limitaciones..... | 25 |
| 1.3. Estructura y contenido..... | 25 |
| CAPITULO 2. GOBIERNO CORPORATIVO: UN PANORAMA GLOBAL..... | 27 |
| 2.1 Introducción | 27 |
| 2.2 Antecedentes teóricos..... | 29 |
| 2.2.1 La separación entre la propiedad y el control: Teoría de la agencia | 29 |
| 2.2.2 Teoría del stewardship | 31 |
| 2.2.3 Teoría de los stakeholders | 32 |
| 2.2.4 Teoría institucional..... | 33 |
| 2.3 Concepto y relevancia del Gobierno Corporativo | 34 |
| 2.4 El Gobierno Corporativo y su relación con el desempeño financiero..... | 40 |
| 2.5 Conclusiones parciales | 44 |
| CAPITULO 3. DIMENSIONES DEL GOBIERNO CORPORATIVO..... | 46 |
| 3.1 Introducción | 46 |

| | | |
|---|---|-----|
| 3.2 | Gobierno Corporativo, un sistema legal..... | 47 |
| 3.3 | Consejo de Administración | 52 |
| 3.3.1 | Tamaño del Consejo de Administración | 53 |
| 3.3.2 | Consejeros independientes | 55 |
| 3.3.3 | Dualidad del CEO y el presidente del Consejo de Administración..... | 56 |
| 3.3.4 | Diversidad de género en el Consejo de Administración | 58 |
| 3.3.5 | Reuniones realizadas por el Consejo de Administración | 59 |
| 3.4 | Relación del Gobierno Corporativo y las medidas del desempeño financiero..... | 60 |
| 3.4.1 | Tamaño del Consejo de Administración y desempeño financiero. | 65 |
| 3.4.2 | Número de Consejeros Independientes y desempeño financiero. | 68 |
| 3.4.3 | Dualidad Presidente CA-CEO y desempeño financiero..... | 71 |
| 3.4.4 | Participación femenina y desempeño financiero..... | 72 |
| 3.4.5 | Reuniones del Consejo de Administración y desempeño financiero. | 75 |
| CAPITULO 4. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN | | 78 |
| 4.1 | Introducción | 78 |
| 4.2 | Tipo de investigación | 78 |
| 4.3 | Hipótesis..... | 79 |
| 4.4 | Modelo de relaciones y de hipótesis..... | 82 |
| 4.5 | Datos y muestra..... | 83 |
| 4.5.1 | Variable dependiente..... | 85 |
| 4.6 | Operacionalización de la hipótesis | 86 |
| 4.7 | Metodología de análisis..... | 87 |
| 4.8 | Conclusiones parciales | 89 |
| CAPITULO 5. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS..... | | 90 |
| 5.1 | Introducción | 90 |
| 5.2 | Estadística descriptiva | 90 |
| 5.3 | Efecto del Gobierno Corporativo en el desempeño financiero | 92 |
| 5.4 | Conclusiones parciales..... | 98 |
| CAPITULO 6. CONCLUSIONES | | 100 |
| 6.1 | Conclusiones | 100 |
| 6.2 | Futuras líneas de investigación | 102 |

| | |
|----------------------------------|-----|
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 104 |
| 1. Bibliografía..... | 104 |
| APÉNDICES | 113 |

RESUMEN

En la presente investigación doctoral se propone analizar cuales variables del Gobierno Corporativo, medido mediante el Consejo de Administración afecta el valor de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, a través de la medida del valor del mercado Tobin's Q. Berle y Means (1932) señalan la separación entre la propiedad de la empresa y el control, son considerados los iniciadores del pensamiento sobre el gobierno corporativo. La investigación se realizó para el periodo 2010 a 2015 en una muestra de 50 empresas públicas, cuya información fue obtenida mediante el sistema Bloomberg y utilizando la metodología regresión cuantil. Este estudio muestra que estas variables si tienen efecto el valor de la empresa. Las variables que si tienen efecto directo en el desempeño de las empresas son en el cuartil .25, ROA, Tamaño del Consejo de Administración, Consejeros independientes y la diversidad de género en el consejo. En el segundo cuartil las variables no significativas fueron el número de reuniones realizadas por el consejo de administración así como la participación independiente del consejo. En el tercer cuartil las variables más significativas son el número de empleados cuantificados por el logaritmo natural de esta variable, así como la diversidad de género en el consejo. El sector industrial es el más representativo de los distintos sectores analizados.

ABREVIATURAS Y TÉRMINOS TÉCNICOS

| | |
|------|--|
| BMV | Bolsa Mexicana de Valores |
| CA | Consejo de Administración |
| CBG | Códigos de Buen Gobierno |
| CCE | Consejo Coordinador Empresarial |
| CEO | Chief Executive Officer |
| CMPC | Código de Mejores Practicas Corporativas |
| CNBV | Comisión Nacional Bancaria y de Valores |
| COSO | Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway |
| EUA | Estados Unidos de América |
| FEM | Foro Económico Mundial |
| GC | Gobierno Corporativo |
| IFAC | Federación Internacional de Contadores Públicos |
| LMV | Ley del Mercado de Valores |
| OCDE | Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico |
| ONU | Organización de las Naciones Unidas |
| ROA | Returns on Assets |
| ROE | Return on equity |
| SEC | Security and Exchange Commission |
| SOX | Ley Sarbanes-Oxley |
| TDR | Teoría de la Dependencia de Recursos |

ÍNDICE DE TABLAS

| | |
|---|----|
| Tabla 1. Conceptos del GC adoptados en la literatura previa | 37 |
| Tabla 2. Conceptos del GC adoptados en la literatura previa | 62 |
| Tabla 3. Relación de las Hipótesis planteadas. | 82 |
| Tabla 4. Relación estructural Hipótesis-Marco teórico..... | 82 |
| Tabla 5. Cuadro de empresas por sector..... | 84 |
| Tabla 6. Variables de la investigación e indicadores de medición..... | 86 |
| Tabla 7. Correlaciones de variables del modelo de desempeño financiero..... | 87 |
| Tabla 8. Estadística descriptiva de las variables de los modelos | 91 |
| Tabla 9. : Quantile Regression (tau = 0.25, 0.50 y 0.75) | 94 |
| Tabla 10. : Method: Quantile Regression (2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015) | 97 |
| Tabla 11 Regresión de cuartiles con efecto sectorial. | 98 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 1. Estructura del control de las empresas públicas..... | 18 |
| Figura 2. Conceptual del Problema Bajo Estudio | 19 |
| Figura 3. Mapa Conceptual del problema de la investigación | 21 |
| Figura 4. Empresas cotizadas en el mercado de Valores (2000-2011)..... | 51 |
| Figura 5. Nuevas empresas cotizadas en el mercado de valores (2000-2011) | 51 |
| Figura 6. Modelo esquemático de la hipótesis | 80 |

CAPITULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1. Antecedentes

1.1.1. Gobierno Corporativo

El gobierno corporativo (GC), si bien es un concepto antiguo en la actualidad ha retomado gran importancia por la necesidad de establecer las reglas claras y precisas sobre el papel del GC en las empresas y las consecuencias que éste ha tenido en el éxito o fracaso en las empresas nacionales e internacionales. El surgimiento del GC ha ido creciendo, perfeccionando y tomando fuerza de manera muy significativa en gran parte por la globalización de los mercados, en los inicios del siglo XXI se han suscitado varios escándalos financieros que han sucumbido a la sociedad, quienes en gran medida han perdido la confianza en las instituciones que anteriormente eran consideradas como las grandes empresas, con solvencia y seguridad en su manejo operativo y financiero.

Empresas como Enron, WorldCom, Tyco y Parmalat, por mencionar algunas, han dejado al mundo de los negocios con una incertidumbre de la veracidad de los datos financieros generados, originado una inminente y necesaria emisión y regulación de la normatividad y de los Códigos de Buen Gobierno (CBG), dirigidos a recuperar la confianza en el mercado y tratar de mitigar causas como la falta de veracidad en la información financiera, conflictos de interés y falta de la supervisión independiente así como el fraude contable (Young M. et. Al, 2008). Estos acontecimientos han originado un creciente interés en la relación entre el GC y el desempeño financiero y operativo de la empresa.

En 1976, mediante el artículo de Jensen y Meckling se formaliza el problema de agencia y da origen a la investigación moderna sobre GC en el ámbito económico. El concepto de “gobierno corporativo” fue definido en el año 1992 en el Informe Cadbury como “el sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas”. Sin embargo, no fue hasta el año 1999 cuando la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) estableció unos principios, con la finalidad de identificar y plantear objetivos éticos en las empresas, dando la siguiente definición: “el sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas, según el interés de los accionistas, para mantener y crear valor”.

Por acontecimientos financieros que afectaron la credibilidad del mundo de los negocios, se ha incrementado de forma exponencial y a nivel internacional la investigación sobre el GC, en concreto, sobre el tema en el que se puntualiza nuestra investigación, es decir, en la relación entre el GC, la estructura del Consejo de Administración (CA) y el rendimiento financiero de la empresa (Bhagat y Black, 2008; Jackling y Johl, 2009; O’Connell y Cramer, 2010). Debido a que el concepto del GC es muy amplio, en nuestra investigación este término hará referencia a la estructura del CA, cuyo componente es el más importante del GC, dado que de ahí nacen las directrices que se considerarán en el GC de la organización.

Existen diversas teorías sobre nuestra investigación, las cuales nos han ayudado a comprender el rol fundamental que puede tener el GC, en su figura del CA y su posibilidad de contribuir en el rendimiento financiero de las organizaciones. Entre las principales teorías son: la teoría de la agencia, la teoría de la dependencia de recursos y la teoría de los grupos de interés “stakeholders” o teoría desde el enfoque institucional. Siendo la teoría de

la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983) la cual sostiene que el principal (accionista) tiene como objetivo prioritario la maximización del valor de la empresa y delega la conducción de la misma en el agente (directivo), quien se asume racional, individualista, adverso al riesgo y al esfuerzo y, por lo tanto, sus objetivos pueden estar en contra de los intereses del principal. Los supuestos de la teoría de la agencia se ajustan convenientemente a las estructuras de las empresas en los países desarrollados, y en particular a las de origen anglosajón con una estructura de la propiedad dispersa y, por lo tanto, con separación entre la propiedad y el control. Debido a que los inversionistas confían en los equipos directivos para tomar decisiones estratégicas en las empresas, ellos necesitan disuadir a los directivos de perseguir objetivos individualistas a expensas de los intereses de los accionistas (Eisenhardt, K. 1989).

Existen organizaciones internacionales que han realizado aportaciones muy importantes para el manejo y entendimiento del GC, organismos como la OCDE en 1999 difundió el documento titulado “Los Principios de la OCDE para el Gobierno Corporativo¹”, convirtiéndose en la referencia internacional para el gobierno corporativo y en el fundamento para diversas iniciativas de reforma, tanto en el sector privado como en el público; estos fueron revisados en 2003, tomando en cuenta los acontecimientos posteriores a 1999, y para 2004 se acordó integrar nuevos Principios.

La OCDE considera que la integridad de los mercados y de las empresas es un elemento fundamental para la estabilidad y vitalidad de las economías, de tal suerte que un buen GC coadyuva al crecimiento y estabilidad financiera al apoyar la confianza del

¹ Ver para mayor Información, OCDE, Principios de gobierno corporativo de la OCDE, www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf

mercado. Por ello, el documento mencionado suministra las guías específicas para que los creadores de políticas, los participantes del mercado y los organismos de regulación mejoren el marco regulatorio, legal e institucional, que sostiene al GC, dirigiéndose a las empresas cuya propiedad se negocia públicamente. El documento proporciona sugerencias prácticas para los inversionistas, las corporaciones, los mercados bursátiles y las otras partes que juegan un papel dentro del proceso del desarrollo de un buen gobierno corporativo (OCDE, 2004)

1.1.2. Gobierno Corporativo en México

Hablar del GC en México, es hablar del Código de Mejores Practicas Corporativas (CMPC). Este código está vinculado de forma significativa con el interés de incrementar el nivel de desarrollo del mercado de valores y de fortalecer a las instituciones que conforman al sistema financiero.

En 1999, el Consejo Coordinador Empresarial (CCE) creó el Comité de Mejores Prácticas Corporativas, cuyo objetivo primordial era el analizar los lineamientos vigentes y efectuar propuestas para mejorar las prácticas de gobierno corporativo en México. En este proceso se tomaron en consideración distintas perspectivas dando como resultado del esfuerzo del Comité en Julio de 1999 emitir un Código de Mejores Prácticas Corporativas².

En resumen este código busca que: a) Las sociedades amplíen la información relativa a su estructura administrativa y las funciones de sus órganos sociales; b) Las sociedades cuenten con mecanismos que procuren que su información financiera sea

² Ver para mayor Información <http://www.cce.org.mx/publicaciones/varios/corporativas.PDF>

suficiente; c) Existan procesos que promuevan la participación y comunicación entre los consejeros; y d) Existan procesos que fomenten una adecuada revelación a los accionistas.

En México el 2001 fue el año en donde el gobierno realizó algunas reformas de diversas leyes financieras, entre ellas, la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Sociedades de Inversión, la Ley de Instituciones de Crédito y la Ley para Regular Agrupaciones Financieras. De acuerdo con Delgado M. (2010) el tema de los principios de GC fue fundamental en estos cambios de las leyes financieras, estos principios tomaron un carácter de obligatorios, derivado de esta reforma el gobierno le otorgó a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) la facultad de emitir disposiciones para regular las adquisiciones de proporciones significativas del capital de empresas públicas, gracias a esta facultad, en abril de 2002, la CNBV emitió las reglas generales aplicables a las adquisiciones de valores que deban ser reveladas y de ofertas públicas de compra de valores. Su objetivo, proteger a los accionistas de empresas públicas al otorgarles la posibilidad de participar en transacciones en las que se intercambien participaciones significativas del capital de la empresa o el control de éstas, en igualdad de condiciones que los accionistas controladores o relevantes.

Pese a que la investigación en GC se ha visto incrementada de manera muy considerable en los últimos años, principalmente en países desarrollados, todavía existen importantes oportunidades de investigación en las economías emergentes, como la nuestra. Hemos decidido concretar el análisis en las empresas que cotizan en la BMV debido a la importancia de estas empresas en la economía de nuestro país.

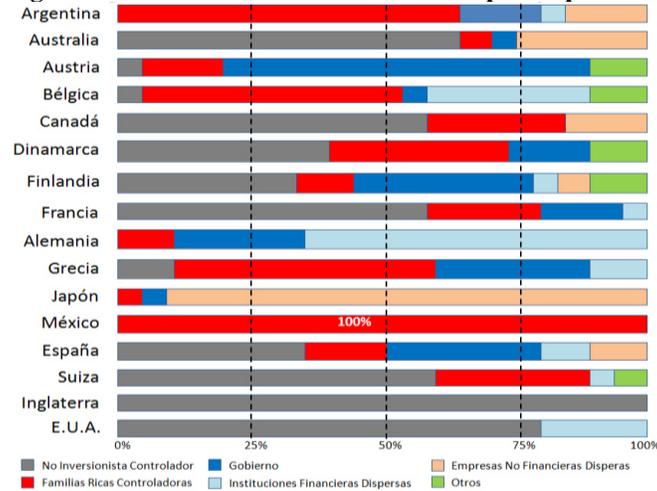
1.2. Planteamiento del problema

De acuerdo con Eiteman, Stonehill y Moffet (2007), el GC se define tradicionalmente como el conjunto de relaciones mediante las cuales los grupos de interés en la empresa como son los accionistas y los administradores, establecen y controlan la dirección estratégica y los resultados de la misma. Siguiendo esta línea de investigación es importante señalar que los mecanismos de GC se entienden como los métodos mediante los cuales se establece el orden en las empresas para asegurarse que se tomen decisiones y los intereses grupales estén representados. Así, las estrategias y el desempeño de las empresas están influenciados por los mecanismos de GC.

Allen (2005) y Claessens (2003) mencionan que en las economías emergentes las precondiciones asociadas a la existencia de buenas prácticas de GC suelen no existir, Schleifer (1997) menciona que en la administración de empresas, el estudio de las prácticas de GC tiene gran importancia para la gestión empresarial. En México existe una clara disposición de que la mayoría de las empresas son controladas por familias y no esta diversificada el control de las compañías públicas, podemos observar derivado de la figura 1, que desde finales de los noventa observamos que en México se comporta de manera distinta a las demás economías debido a que en las empresas grandes son controladas en su mayoría por una representación familiar directa, de acuerdo con los datos publicados por KPMG en el 2013³ más del 90% de la firmas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) tienen una clara representación familiar en el capital y en el control.

³ ver para mayor información: http://www.kpmg.com/mx/es/publishingimages/e-mails-externos/2013/conferencia_de_prensa/empresas_familiares/empresas%20familiares_130913.pdf

Figura 1. Estructura del control de las empresas públicas



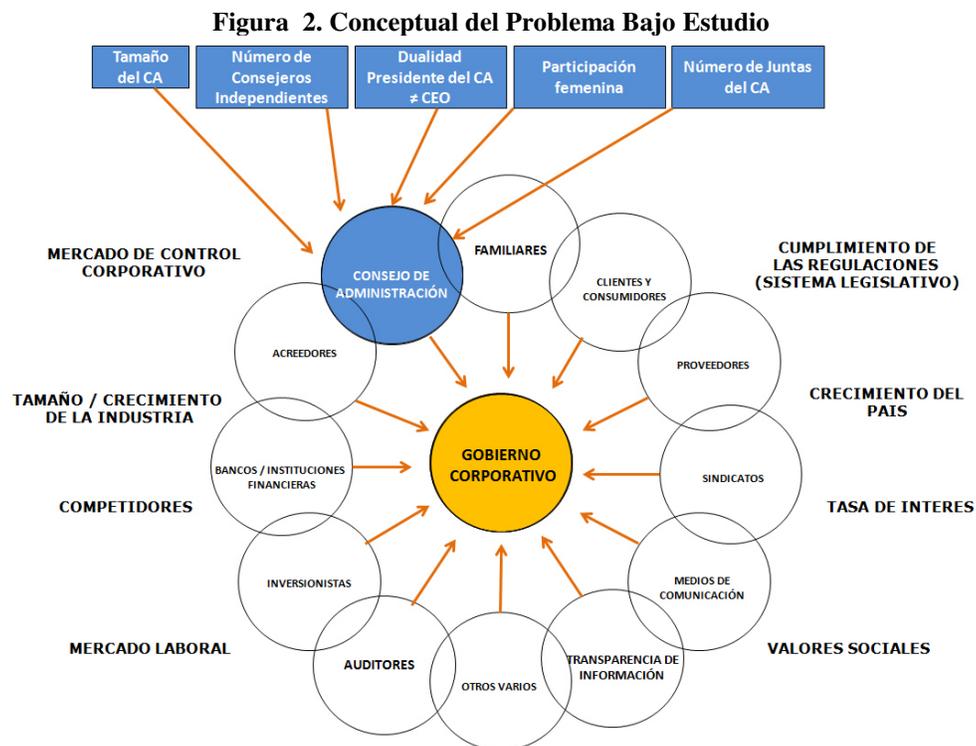
Fuente: La Porta et al. (1999)

En México, se ha incrementado el interés por el GC, y en ese sentido las principales cuatro firmas internacionales de servicios contables y financieros (a saber: PwC, KPMG, EY & Deloitte, denominadas las “Big 4”), han mostrado resultados relevantes en estudios realizados, en los cuales se observa que las empresas públicas que cotizan en el extranjero son las mejores calificadas en el GC, esto se debe a las características especiales que deben de cumplir las empresas mexicanas que cotizan en el extranjero, en México, el CMPC es un código de adhesión voluntaria impulsado por el Consejo Coordinador Empresarial (CCE) en coordinación con importantes organismos internacionales como la OCDE.

La literatura sobre la relación entre el GC y la creación de valor se ha expandido en los últimos años (Demsetz y Villalonga, 2001; Carter et al., 2003; Campbell y Vera, 2010), las empresas desarrollan un CA con base en su ambiente de negocios, seguimiento y monitoreo de necesidades así como de los recursos económicos, es importante señalar que el tamaño de la junta del CA y el número total de consejeros independientes puede influir

en las prácticas de GC de las empresas y, como resultado, en su desempeño (Singh, et al., 2001)

El tamaño del CA es una dimensión importante de la estructura del GC, existe una incertidumbre en explicar la estructura del CA, saber si es adecuada o no, para las responsabilidades y objetivos establecidos, las necesidades y objetivos que la organización requiere (Noor y Fadzil, 2013). Como resultado de nuestra investigación observamos que el tema de GC es muy amplio, por lo cual para fines de esta investigación nos enfocamos en una parte esencial del GC, la cual es la estructura del CA debido a que es considerada como la columna vertebral para la gestión operativa y financiera de las empresas. Adicionalmente incorporamos variables como ROA y número de empleados como variables de control, las cuales nos permiten analizar más detalladamente y homogéneamente las empresas de la BMV, en la figura 2 podemos observar conceptualmente lo amplio que es el GC y en nuestra investigación donde será nuestro objeto de estudio.



Fuente: Elaboración propia, basada en la revisión de la literatura.

1.2.1. Pregunta de Investigación

Según Berrone (2009), la estructura del GC es un factor clave para los inversionistas al momento de efectuar una decisión como en qué empresa se debiese de invertir, en su estudio de investigación se observa que los mecanismos de GC actual, han tenido una alta o muy alta responsabilidad en la crisis económica de inicios del siglo XII, por lo que surge la siguiente pregunta de investigación:

¿Cuál es el efecto que tiene el Gobierno Corporativo, mediante su figura del Consejo de Administración, con el desempeño financiero de las empresas públicas de México?

La cual se detalla en las siguientes preguntas específicas:

¿Qué elemento de la estructura del CA incide más significativamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México?

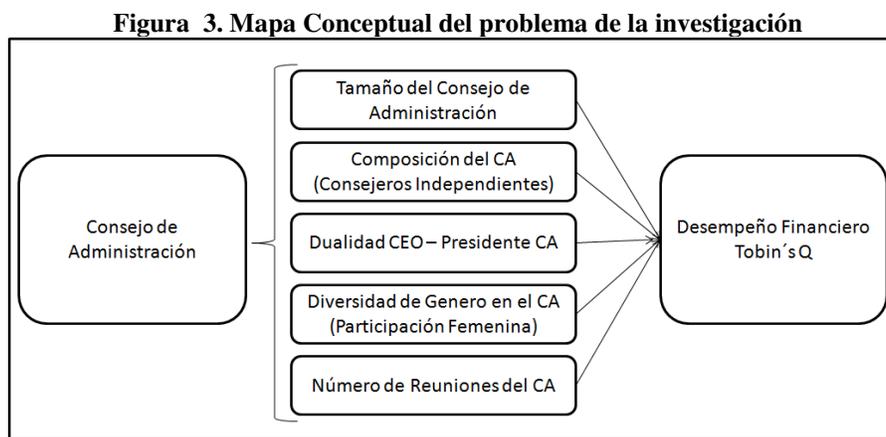
¿El tamaño del CA incide positivamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México?

¿La Independencia del CA, mediante el porcentaje de consejeros independientes y la dualidad del CEO – Presidente, inciden en el desempeño financiero de las empresas públicas de México?

¿La diversidad de género en el Consejo de Administración incide positivamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México?

¿El número de reuniones anuales que realiza el CA inciden en el desempeño financiero de las empresas públicas de México?

El propósito de esta investigación es analizar si las empresas que cuentan con un GC, mediante la figura del CA e integran la BMV generan un mejor desempeño financiero (véase figura 3), teniendo como muestra 50 empresas públicas en México, evaluando la relación entre las características del CA y el desempeño financiero medido mediante Tobin's Q, dicha información proporcionada por Bloomberg.



Fuente: Elaboración propia.

1.2.2. Objetivos de la investigación

El objetivo general de la presente investigación es determinar los efectos que tiene la estructura del CA con el desempeño financiero de las empresas públicas que cotizan en la BMV en el periodo del 2010 al 2015.

Se tienen los siguientes objetivos específicos, los cuales darán soporte para la comprobación de nuestro objetivo general.

Objetivo 1. Estudiar la estructura y sus principales características del CA de las distintas empresas que cotizan en la BMV.

Objetivo 2.- Conocer el contexto e importancia de cada uno de las dimensiones del CA y su relación con el desempeño financiero.

Objetivo 3.- Comparar investigaciones relevantes sobre el efecto de la composición del CA con el desempeño financiero.

Objetivo 4.- Elaborar un análisis causal para determinar el efecto de los factores del CA y el desempeño financiero de la empresa.

Objetivo 5.- Cuantificar el desempeño financiero de las empresas que cotizan en la BMV.

1.2.3. Importancia y justificación del estudio

Claessens (2003) y Allen (2005) señalan que buenas prácticas de GC conducen a un buen desempeño financiero y eventualmente a un buen desempeño macroeconómico. En economías emergentes es conocido que las condiciones asociadas a la existencia de buenas prácticas de GC suelen no existir (Allen, 2005) derivado a esta situación en las economías emergentes, se induce a la creación de mecanismos alternativos con el fin de subsanar la falta de estas condiciones, teniendo en consideración que la estructura del CA es uno de los mecanismos indispensables para la gestión del GC.

La relevancia de este análisis es por razones académicas y de índole práctica, la primera es derivado a que esta investigación está motivada por la escasa literatura con respecto a la relaciones entre los mecanismos de GC, mediante su estructura del CA y el desempeño financiero de las empresas públicas en México.

La principal justificación para la elaboración de la presente investigación es demostrar que las empresas públicas en México que cuenten con buenas prácticas del GC, mediante su estructura del CA son beneficiados mediante un mejor desempeño financiero.

1.2.4. Supuestos básicos

La investigación abordará la relación entre la estructura del GC y el desempeño financiero, desde un enfoque de las ciencias económicas bajo la teoría de la agencia y otras teorías, en las cuales se realizará una investigación empírica y de campo para una muestra seleccionada de la BMV y con el alcance de análisis en un periodo de tiempo. Los resultados de esta investigación serán probados científicamente y serán válidos para el alcance de la misma.

La revisión de la literatura incluirá a las siguientes bases de datos: EBSCO, ProQuest Dissertations & Theses, Springer, Wiley and Elsevier Science.

Las siguientes palabras clave se han estado aplicando:

I. Auditor; Auditing; Board Composition; Board of Directors; Control; Control system; CEO; Corporate governance; COSO; COCO; Enterprise Risk Management (including

ERM); Governance; Internal control; Internal control reporting; Risk management; Sarbanes-Oxley including SOX.

II. Financial crisis; Systemic risk; internal control and crisis; financial records and crisis; bankrupt and control; Agency theory; Theory of firm; Institutional theory.

Entre las principales Fuentes de información en la revisión de la literatura se encuentran: Academy of Management Review; Accounting Horizons; Accounting and Finance, Accounting Organizations and Society; Accounting Auditing and Accountability Journal; Administrative Science Quarterly; Corporate Governance an International Review; Contemporary Accounting Research; European Accounting Review; International Journal of Auditing; Journal of Corporate Finance; Journal of Organizational Change Management; Journal of Accounting, Auditing and Finance; European Financial Management; Management Accounting Research; Management Science; Organization Science; Strategic Management Journal; International Entrepreneurship and Management Journal, entre otras.

En la investigación de campo la información financiera de las empresas emisoras de la BMV se obtendrá del sistema Bloomberg, así como los resultados de la evaluación de los factores mediante la información proporcionada por Eviews. En cuanto la investigación empírica analiza el efecto de los factores del CA en el desempeño financiero de las empresas públicas de México. Por último inferimos que la confiabilidad en la información se considera que la información pública de las empresas es verídica.

1.2.4.1. Delimitaciones y Limitaciones

La presente investigación proyecta la situación actual de los componentes del GC de acuerdo con lo estipulado en la BMV y en los CBG y las mejores prácticas. Como límite geográfico los Estados Unidos Mexicanos. Esta investigación se desarrollará considerando la población de estudio a las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. La presente investigación será considerada como un estudio transversal, ya que se efectuará en un periodo de tiempo específico, con datos recolectados en una muestra a un periodo específico.

1.3. Estructura y contenido

La estructura del documento consta de cinco capítulos, y sus contenidos se describen a continuación:

- El Capítulo 1, denominado: *Introducción*. Contiene los elementos claves de la investigación, como lo son los antecedentes, importancia y justificación del estudio, así como las delimitaciones de la investigación y el planteamiento de problema, con las preguntas, objetivos y supuestos básicos de la investigación.
- El Capítulo 2, *Gobierno Corporativo: Un panorama global*. Contiene los fundamentos teóricos sobre el gobierno corporativo, la relevancia del GC en la actualidad, así como su relación con el desempeño financiero de las empresas y una síntesis de las investigaciones empíricas más importantes y recientes.
- El Capítulo 3, *Dimensiones del Gobierno Corporativo*. Cuenta con los estudios más relevantes sobre la Estructura del Consejo de Administración (Tamaño del CA,

Consejeros Independientes, Dualidad del CEO-Presidente, Participación femenina en el CA, y el número de reuniones anuales por parte del CA) y su relación con el desempeño financiero.

- El Capítulo 4, *Metodología de la Investigación*. Explica la muestra, las fuentes de información, el trabajo de campo y las herramientas estadísticas seleccionadas para el contraste de las hipótesis.
- El Capítulo 5, *Análisis de Resultados*. Explica los resultados obtenidos de nuestra investigación con las diferentes herramientas estadísticas seleccionadas, así como un análisis de los resultados con investigaciones científicas de los últimos años.
- El Capítulo 6, *Conclusiones*. Análisis y explicación de los principales contrastes de las hipótesis de nuestra investigación, así como una comparativa con los resultados de las investigaciones más relevantes en el campo.

CAPITULO 2. GOBIERNO CORPORATIVO: UN PANORAMA GLOBAL

2.1 Introducción

La crisis financiera suscitada a inicios del siglo XXI incentivaron que existiera una especial relevancia en el tema de GC, factores como la globalización, participación más activa de los inversionistas institucionales y stakeholders han creado la necesidad de una mejor gestión y gobierno en las empresas. Por ello los países han apostado por el fortalecimiento de sus instituciones y mecanismos de buen gobierno, los cuales permitan ser la base que apoya en la consecución de las metas organizacionales establecidas.

A pesar de que en los inicios de las investigaciones de GC se limitaron a EE.UU., y tomaron como referencia principal la teoría de la agencia entre el principal y el agente para la búsqueda del contrato óptimo que minimizara los costos de agencia (Jensen y Meckling, 1976). Fue a partir de los años 90 cuando se generó un gran interés en distintos países como Japón, Alemania e Inglaterra, actualmente ha surgido una amplia investigación sobre el tema en países de Europa, Asia y economías emergentes, como la nuestra. Con este contexto fue a partir de los trabajos de investigación realizados por La Porta et al. (1997, 1998), cuando existe un análisis comparativo en términos de GC y se extiende a distintos países.

Una de las principales aportaciones de La Porta et al. es señalar la gran importancia que tiene el sistema legal sobre el GC de las empresas en distintos países, así como el crecimiento económico y el desarrollo de los mercados, a pesar de estos hallazgos se observa en trabajos desarrollados previamente por Coase (1937,1960), Alchian (1965) y

North (1981,1990) se había identificado la relevancia de la relación entre los derechos de la propiedad y los mecanismos institucionales formales que sustentan el comportamiento económico.

En el presente capítulo, se realiza un análisis de la literatura relacionada con la evolución del GC, se plasma el origen y las distintas definiciones que se han suscitado en el tiempo, así mismo se efectúa un análisis de las distintas teorías que se toman como soporte y dan forma al entorno actual. Santiago-Castro y Brown (2007) mencionan que en países emergentes de Latinoamérica existen diversos intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios por lo consiguiente señalan que los mecanismos internos del buen gobierno son ineficientes o en muchos casos inexistentes

De acuerdo con la revisión de la literatura existen dos dimensiones en el GC; la interna y la externa, la primera se centran en mecanismos de control y su objetivo es dar cumplimiento a la normativa vigente, mejorar la transparencia y confianza en el mercado y proteger los derechos de los accionistas minoritarios, esta dimensión es formada por el CA, la compensación ejecutiva, la estructura de la propiedad, los comités de apoyo al CA y la propia transparencia corporativa (Jensen y Meckling 1976; Hermalin et al 1991; Young et al., 2008). Por otra parte, la dimensión externa está fuera del control directo de la empresa y se refieren al mercado de control corporativo, al mercado laboral y al sistema legislativo de cada país (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Shivdasani, 2003).

2.2 Antecedentes teóricos

Considerando que las características del GC de una empresa, específicamente la estructura de gobierno, está directamente influenciada por el entorno que rodea a la empresa, ya sea económico, financiero o el institucional, existen principalmente cuatro teorías que nos permiten estudiar la estructura del GC: la teoría de la agencia, la teoría de los stakeholders, la teoría del stewardship o administración y la teoría institucional.

2.2.1 La separación entre la propiedad y el control: Teoría de la agencia

La teoría de la agencia identifica y describe los mecanismos de gobierno que limitan el comportamiento de los directivos, evitando que busquen su propio interés en aquellas situaciones en las que el principal y el agente tienen objetivos diferentes. Se trata de arbitrar mecanismos que, en definitiva, reduzcan el oportunismo de los agentes (Jensen y Meckling, 1976). Existen problemas entre la separación de la propiedad y el control en las empresas que han sido analizados desde financieros y economistas institucionales. Veblen, visualizó el efecto de las finanzas corporativas sobre la propiedad y el control de la firma (Rutherford, 2001); Berle y Means (1932) y Coase (1937) mantienen que la propiedad de las empresas están distribuidas en un gran número de accionistas, esto implica que el control estuviese en manos de los directivos de las empresas, lo que origina una discrepancia entre los intereses de los accionistas y directivos. La teoría de la agencia surge en EE.UU. y Reino Unido, siendo el contexto legal e institucional de estos países favorable a la aplicación eficiente de los contratos de agencia (Peng, 2003).

La teoría de la agencia está relacionada con la teoría de los derechos de propiedad y la teoría de los costos de transacción, esta teoría define a la empresa como una serie de

relaciones contractuales entre los individuos, quienes poseen derechos residuales sobre los activos y flujos de efectivo de la organización. En la misma línea de Jensen y Meckling mencionan que una relación de agencia surge cada vez que un individuo depende de la acción de otro, y da lugar a un contrato bajo el cual una o más personas (el principal) encarga a otra persona (el agente) el desempeñar algunos servicios en su nombre. El contrato generalmente implica delegar autoridad al agente para que éste tome ciertas decisiones en nombre del principal. Bajo este enfoque, la teoría de la agencia persigue encontrar la forma de contrato más eficiente entre la relación principal-agente, minimizando los costos de transacción (Williamson, 1998)

Gedajlovic y Shapiro (1998) señalan que existen dos escenarios en donde se pueden llegar a generar los costos de agencia: 1) aquellas en que los directivos se comprometen a corto plazo con actividades de elevado costo, diseñadas para obtener retribuciones extra distintas de las salariales y; 2) aquellas en que los directivos buscan satisfacer sus necesidades de poder, prestigio y estatus a través de decisiones estratégicas a largo plazo que aumentan el tamaño de la empresa, pero no su rentabilidad corporativa.

En este enfoque la teoría de la agencia tiene como objetivo reducir los costos de agencia mediante la imposición de controles internos o mecanismos de GC que mitiguen el comportamiento oportunista del agente. Por un lado, encontramos mecanismos referidos al mercado de capitales, el sistema legal, político y regulatorio, los factores y productos del mercado, y los sistemas de control interno (La Porta et al., 2000). Por otro, se identifican otras dimensiones de GC, como la participación accionarial de ejecutivos y consejeros, utilización de deuda, participación de miembros externos en el CA y la toma de control (Agrawal y Knoeber, 1996; Ang, Cole y Lin, 2000). De acuerdo con Davis, Schoorman y

Donaldson (1997), la compensación ejecutiva y la estructura de gobierno de una empresa son los dos mecanismos que han recibido especial atención en la literatura.

2.2.2 Teoría del stewardship

El supuesto principal de la teoría del stewardship sostiene que el comportamiento del agente está alineado con los intereses del principal, de acuerdo con Donaldson (1990) y Donaldson y Preston (1995) sugieren que los dos supuestos más importantes en este enfoque teórico son:

- los directivos son personal de confianza
- Los costos de agencia se reducirán como un proceso natural en el que los directivos no querrán perder la confianza de los accionistas y su reputación en el mercado laboral

El GC puede definirse en el contexto de esta teoría como la estructura y proceso entre el CA, accionistas, alta dirección y otros grupos de interés, y supone los roles de administración y el ejercicio del liderazgo estratégico, y los objetivos de asegurar la responsabilidad y mejorar el desempeño (Ho et al. 2001).

Para finalizar existen numerosas críticas para la teoría del stewardship debido a que ignora la dinámica del CA, falla al proporcionar una explicación causal o al añadir conocimientos sobre la vida organizacional y no refleja la interacción entre poder, conflicto e ideología (Ho et al. 2001), a ello hemos de añadir que tan sólo tiene en cuenta a los socios (propietarios de la empresa) y al steward (el directivo), y no considera los otros grupos de interés como proveedores, clientes, intermediarios financieros, etc.

2.2.3 Teoría de los stakeholders

La teoría de los Stakeholders o también conocida como teoría de los grupos de interés considera que las organizaciones deben ser responsables ante un conjunto de grupos interesados en la empresa y no preocuparse únicamente por los accionistas, ya que todos estos pueden afectar a la consecución de los objetivos de la organización y, por consiguiente, al logro del éxito empresarial. Esta teoría se sustenta en la teoría moderna de los derechos de propiedad desarrollada por Grossman y Hart (1986), la cual se centra en los derechos contractuales, e intenta asignar eficientemente estos derechos mediante contratos escritos entre las partes, y define a la firma como aquellos activos que se poseen o sobre los que se tiene control. La teoría del stakeholder señala a la empresa como una relación de contratos implícitos y explícitos, y reconoce la importancia de cada uno de los grupos en la creación y distribución del valor económico (Asher, C., Mahoney, J. M. y Mahoney, J. T, 2005).

El Stanford Research Institute determinó desde 1963 el término de “stakeholders”, definiéndolo como aquellos grupos sin cuya ayuda la organización dejaría de existir, Freeman (1984) propone dos definiciones para el stakeholder, la definición amplia, que integra a los grupos de interés que afectan el logro de los objetivos organizacionales, como son los grupos de interés público, grupos protestantes, agencias de gobierno, asociaciones de comercio, competidores, sindicatos, los empleados, segmentos de clientes, accionistas y otros stakeholders. La definición corta donde se enfoca a cualquier grupo identificable o individuo de los cuales depende la continuidad de la organización. La teoría del stakeholder ha emergido como un modelo primario de pensamiento en el que la ética organizacional y las responsabilidades de la gestión incluyen servir a los intereses de empleados, clientes,

proveedores y la comunidad local, además de las responsabilidades tradicionales hacia los accionistas (Boatright, 1994). La teoría se visualiza como una combinación de negocios y ética (Freeman, 1994 y 1984; Jones, 1995). Rowley (1997) analiza, desde un enfoque de redes sociales, cómo la firma responde a la influencia de sus stakeholders.

2.2.4 Teoría institucional

Otra teoría que ha contribuido al marco teórico del GC es la teoría Institucional, la cual hace mención que las instituciones no existen por una función de beneficio social, sino más bien se debe a la inercia del sistema donde se conciben a la economía como el estudio del aspecto material de la cultura humana, siendo el sistema económico un subproducto cultural sujeto a constante evolución y transformación, además señala que el conocimiento tecnológico trae consigo cambios en el patrón básico de vida y alteraciones en las instituciones y normas culturales (Rutherford, 2001).

La teoría institucional resalta el papel que juegan las instituciones en el desarrollo social y económico, destacando la función tan importante que tienen las mismas en la elaboración del marco regulador en el que actúan los agentes económicos y refiriéndose fundamentalmente al impacto que tienen las instituciones políticas sobre los resultados económicos (Sened, 2000). La teoría de las instituciones propuesta por North se sustenta en tres pilares básicos: 1) una teoría de los derechos de propiedad; 2) una teoría del Estado; y 3) una teoría de la ideología que explique cómo las diferentes percepciones de la realidad influyen en la reacción de los individuos ante los cambios de la situación objetiva.

Para finalizar es importante mencionar que la nueva teoría institucional está estrechamente relacionada con la teoría de la agencia, Aguilera y Jackson (2003) sugieren que la teoría de la agencia no tiene en cuenta las diferencias entre países, siendo su visión restringida con respecto al entorno institucional que incide en el GC, por lo que éste necesita ser entendido en un amplio contexto institucional (Lubatkin et al., 2001; Aoki, 2001). La nueva teoría institucional amplía sus fronteras hacia el medio ambiente, el crecimiento económico, la historia económica, la teoría del empresario, el análisis comparativo de los sistemas económicos, la organización empresarial y el GC (Johnson, McMillan y Woodruff, 2002; Acemoglu y Johnson, 2005).

2.3 Concepto y relevancia del Gobierno Corporativo

De acuerdo con la revisión de la literatura que hemos efectuado, existen claramente dos dimensiones del GC, las internas y externas. Las internas se centran en mecanismos de control y su objetivo es dar cumplimiento a la normativa vigente, mejorar la transparencia y confianza en el mercado y proteger los derechos de los accionistas minoritarios, entre estas dimensiones encontramos al CA, la compensación ejecutiva, la estructura de la propiedad, los comités de apoyo al CA y la propia transparencia corporativa (Jensen y Meckling, 1976; Hermalin y Weisbach, 1991). Por su parte, las dimensiones externas están fuera del control directo de las empresas y se refieren al mercado de control corporativo, al mercado laboral y al sistema legislativo de cada país (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Shivdasani, 1993).

La importancia del GC resurge como respuesta a la demanda de una mayor transparencia corporativa en el mercado, a partir del siglo XXI se han presentado escándalos financieros muy importantes alrededor del mundo, entre los cuales, el uso

indebido de la información privilegiada, la falsa contabilidad, esquemas piramidales, mal uso de los recursos financieros, por mencionar algunos, han llevado a las empresas a una adopción de códigos de GC para tratar de mitigar los malos manejos en los recursos de las instituciones.

En investigaciones comparativas del GC se extiende a distintos países, La Porta et al. (1997, 1998) enfatizan en la importancia que tiene el sistema legal sobre el GC de las empresas, el desarrollo de los mercados y el crecimiento económico. Trabajos previos como los desarrollados por Coase (1937,1960) y North (1981,1990) ya habían identificado la interacción entre los derechos de propiedad y los mecanismos institucionales formales que dan forma al comportamiento económico.

La relevancia de la investigación en GC se puede dividir en tres etapas, la primera surge en EE.UU., Reino Unido, Alemania y Japón, donde las dimensiones de GC se analizan de forma individual y se mide el impacto que tiene cada una de éstas sobre el desempeño corporativo, en esta etapa el marco teórico de referencia es la teoría de la agencia. Su objetivo fue medir: a) el impacto que tiene el GC sobre el desempeño de la firma medido a través de indicadores de rentabilidad y de valor de mercado y; b) el impacto que tienen las dimensiones de GC sobre las decisiones empresariales.

La segunda etapa surge cuando Jensen (1993) reconoce al sistema legal como una dimensión externa de GC, el sistema legal se considera un factor determinante en el nivel de protección del inversionista y en el desarrollo de los mercados financieros, por otra parte, el sistema legal incide en el tipo de sistema y dimensiones de GC adoptados en los países, en esta etapa se desarrollan índices que miden el nivel de protección del

inversionista y el impacto que tiene éste sobre el valor y desempeño de la empresa en distintos países (La Porta et al., 1998).

La última y más reciente etapa de la investigación del GC se ha centrado en economías emergentes de Asia, el Este de Europa y Latinoamérica, donde se adoptan nuevas teorías, como la institucional y la de los stakeholders como marco conceptual, así como nuevas variables de estudio como el ciclo de madurez de la firma, su intensidad de innovación y restricciones regulatorias e institucionales en su actividad. Por otro lado, se demuestra que el GC facilita el acceso al financiamiento externo y mejora el desempeño operacional y financiero (Claessens, 2003).

En Latinoamérica la protección legal del inversionista es débil, existiendo severos problemas de expropiación y sus mercados financieros están poco desarrollados (Chong y López de Silanés, 2007). Sus características institucionales y la baja protección de al inversionista dan lugar a un conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios (Young et al., 2008).

El concepto de GC aparece en Reino Unido en 1978, en donde el Instituto de secretarios y administradores colegiados publica una serie de trabajos que analizan las responsabilidades del CA. El concepto de GC empezó a cobrar relevancia cuando fue utilizado por Robert Tricker (1978) en su obra “La independencia del director”, en la cual describe al GC como *“el interés por la forma en que las empresas son gobernadas, a diferencia de la forma en que estos negocios son administrados. El GC señala los problemas a ser enfrentados por el CA, tales como la interacción con la alta gerencia, y sus relaciones con los accionistas y otros interesados en los asuntos de la empresa”*.

Posteriormente organismos internacionales como la OCDE emite por primera vez en 1999 unos “Principios de GC”, que hasta la fecha se han convertido en una referencia internacional para los distintos usuarios de la información, como lo son: los inversionistas, directivos y distintos grupos de interés. Es en estos principios donde se encuentran los pilares básicos del concepto de GC que es empleado tanto por los países miembros y no miembros de la OCDE (OCDE, 2004). En la tabla 1 se presentan las definiciones más representativas con el autor o entidad que las sustenta.

Tabla 1. Conceptos del GC adoptados en la literatura previa

| Año | Autor (es) | Definición |
|------------|---------------------------------------|--|
| 1983 | <i>Freman</i> | Es la democracia corporativa que responde a las necesidades de los accionistas y stakeholders, fomentando la participación de éstos en el proceso de gobierno |
| 1992 | <i>Comité Cadbury</i> | El sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas |
| 1993 | <i>Keasey y Wright</i> | Estructura y procesos asociados con la producción, toma de decisiones y control dentro de una organización para asegurar que el agente actúe en beneficio de los accionistas y stakeholders |
| 1997 | <i>Turnbull</i> | El GC es el conjunto de todas las influencias que afectan el proceso institucional de la empresa |
| 1997 | <i>Deakin y Hughes</i> | Se refiere a la relación entre los mecanismos internos de gobierno de la empresa y la concepción que tiene la sociedad sobre el alcance de la responsabilidad corporativa |
| 1999 | <i>OCDE</i> | Conjunto de relaciones entre el CA de la compañía, sus accionistas y otras partes interesadas que proveen la estructura a través de la cual los objetivos de la empresa son alcanzados |
| 2000 | <i>La Porta et al.</i> | Es un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen de la expropiación de los accionistas mayoritarios |
| 2003 | <i>Denis y McConnell</i> | Conjunto de mecanismos institucionales y de mercado que inducen a los gestores de las compañías a tomar decisiones que maximicen el valor de la compañía y de sus accionistas |
| 2003 | <i>Rodríguez Fernández</i> | Conjunto de estructuras, reglas y procedimientos institucionales que determinan el ejercicio del poder de control, los incentivos de los partícipes (accionistas, directivos, empleados, acreedores, clientes, proveedores, etc.), la realización de inversiones y la distribución de riesgos, así como la generación y el posterior reparto del excedente logrado por la firma. |
| 2004 | <i>OCDE</i> | El GC comprende una serie de relaciones entre la dirección de la empresa, su CA, sus accionistas y otros grupos de interés, citando a inversores institucionales, accionistas individuales, entidades de crédito, empleados, gobiernos y otras partes interesadas |
| 2007 | <i>Sánchez-Ballesta y García-Meca</i> | Es el medio para reducir los costos de agencia producidos por la alineación de los intereses entre gerentes y accionistas, lo cual podría conducir a una mayor valuación de la firma |
| 2008 | <i>Donnelly y Mulcahy</i> | Es un conjunto de mecanismos de control diseñados especialmente para monitorear y ratificar las decisiones gerenciales, y asegurar la operación eficiente de una empresa en beneficio de sus stakeholders |
| 2011 | <i>Pratoom</i> | Mecanismo que monitorea y administra el proceso de toma de decisiones de una empresa con el objetivo de mantener una relación a largo plazo con sus stakeholders logrando los mejores resultados para de todos ellos |

Fuente: Elaboración propia, basada en la revisión de la literatura.

De igual forma se evidencia una diferencia significativa entre algunas definiciones, unas se centran hacia los elementos de gestión para generar beneficio solo para los accionistas y otras hacia la satisfacción de las necesidades de todos los grupos de interés de la organización.

El concepto de GC ha evolucionado a través del tiempo, las primeras definiciones se centraron en la teoría de la agencia, especialmente hacia la protección de los derechos de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976; Claessens y Fan, 2002). Freeman (1983) menciona que el GC es la democracia corporativa que responde a las necesidades de los accionistas y stakeholders, fomentando la participación de éstos en el proceso de gobierno. El GC es la estructura y procesos asociados con la producción, toma de decisiones y control dentro de una organización para asegurar que el agente actúe en beneficio de los accionistas y stakeholders (Keasey y Wright, 1993), en esta línea Deakin y Hughes (1997) mencionan que el GC se refiere a la relación entre los mecanismos internos de gobierno de la empresa y la concepción que tiene la sociedad sobre el alcance de la responsabilidad corporativa.

El GC es tan amplio que los modelos del Control Interno de los distintos países también hacen referencia a la importancia de este concepto. El informe Turnbull emitido en el Reino Unido define al GC como “El GC es el conjunto de todas las influencias que afectan el proceso institucional de la empresa”. En 1992 el Comité Cadbury menciona que el GC es el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas. Y la OCDE lo define como el Conjunto de relaciones entre el CA de la compañía, sus accionistas y otras partes interesadas que proveen la estructura a través de la cual los objetivos de la empresa son alcanzados (OCDE, 1999)

Las definiciones más recientes hacen referencia a una relación de contratos, implícitos y explícitos, que requieren de una teoría de los derechos de propiedad para el stakeholder y del reconocimiento de la importancia de cada uno de los participantes en la creación y distribución del valor económico, por otro lado se identifica la existencia de un nivel macro, como el propio mercado, las instituciones y las presiones globales en la gobernanza empresarial (Hoskisson, Lau y Wright, 2000).

Pratoom (2011) define al GC como el mecanismo que monitorea y administra el proceso de toma de decisiones de una empresa con el objetivo de mantener una relación a largo plazo con sus stakeholders logrando los mejores resultados para de todos ellos. Siguiendo esta misma línea de la responsabilidad con los stakeholders Donnelly y Mulcahy (2008) mencionan al GC como un conjunto de mecanismos de control diseñados especialmente para monitorear y ratificar las decisiones gerenciales, y asegurar la operación eficiente de una empresa en beneficio de sus stakeholders.

En nuestro trabajo de investigación tomaremos como la definición más completa del GC la estipulada por OCDE modificada en el 2004 la cual estipula: “El Gobierno Corporativo comprende una serie de relaciones entre la dirección de la empresa, su CA, sus accionistas y otros grupos de interés, citando a inversores institucionales, accionistas individuales, entidades de crédito, empleados, gobiernos y otras partes interesadas” (OCDE, 2004)

2.4 El Gobierno Corporativo y su relación con el desempeño financiero

En este apartado se presentan las investigaciones que han relacionado al GC con el desempeño financiero, en algunas de las investigaciones se aprecia cómo se mide la orientación de los resultados del GC con variable como la Rentabilidad de Activos (ROA), Rentabilidad de Patrimonio (ROE) y la Tobin's Q.

Ameer, R., Ramli, F., y Zakaria, H. (2010). Mencionan en su artículo de investigación el análisis de la relación que existe entre el cumplimiento de las dimensiones del GC y el desempeño de las empresas públicas que cotizan en la bolsa de valores en Malasia, en dicho estudio se observa una relación positiva en la independencia del CA con el desempeño financiero de las empresas, mediante la Q de Tobin, utilizando la regresión lineal como método estadístico y con un periodo de análisis del 2002 al 2007.

El estudio de Brown y Caylor (2009), en el cual analizan la relación que existe entre el cumplimiento de las disposiciones de GC y el desempeño de las empresas, en dicho estudio se obtiene como resultado a 3 principios o disposiciones del GC que están significativamente relacionados con el ROA, el máximo directivo de la organización no hace parte del consejo de administración; la compañía no está autorizada para emitir acciones preferentes; y aquellos consejeros que no son empleados no participan en un plan de pensiones de la empresa.

Existen otras investigaciones donde también se utilizaron como variables independientes las relacionadas con la alta dirección de la compañía, midiendo la participación en la propiedad del CEO, dualidad del CEO (director ejecutivo de la

compañía y su vez presidente del consejo de administración) y su remuneración. La medición del DF se realizó utilizando los indicadores convencionales como ROA, ROE y Q de Tobin. Y en las variables de control fueron utilizadas medidas como el tamaño de la empresa, volumen de las ventas o número de empleados, y las razones de endeudamiento.

De la revisión a la literatura encontramos que en la mayoría de los estudios se muestra una relación positiva entre el GC y el DF (Alves y Mendes, 2004; Brown y Caylor, 2009; Berthelot et al., 2010; Brick y Chidambaran, 2010; Ghildiyal & Madan, 2013; Kaczmarek et al. 2011), algunos presentan una relación negativa (Allegrini y Greco, 2011) y otros ninguna relación (Wang, Sewon et al., 2008; Nuryaman, 2012)

Las investigaciones de Johnson y Greening (1999) realizaron un caso de estudio en EEUU en el cual se analizaron los efectos de los diferentes tipos de inversores institucionales y los mecanismos del GC en dos dimensiones del desempeño. Utilizaron como muestra 252 empresas estadounidenses de diferentes sectores escogidos aleatoriamente de la base de datos KLD, cuya información financiera se encontraba en la base de datos COMPUSTAT para el año 1993. Los datos de las variables de los inversores institucionales se obtuvieron de la base de datos propiedad de Spectrum 1991. Se concluyó que existe una correlación positiva y significativa entre la dimensión de las personas y la dimensión de calidad del producto.

Según Fernández-Rodríguez, Gómez-Anson y Cuervo-García (2004) Existe una reacción positiva del mercado ante los anuncios de las empresas sobre el cumplimiento del código de mejores prácticas. Este resultado se debe a los rendimientos anormales positivos experimentados por las empresas que anunciaron la aprobación de un código interno de

conducta y de unos nuevos estatutos que reflejan las disposiciones fundamentales establecidas en el código de mejores prácticas, dichos resultados se obtuvieron de Analizar la valoración de las empresas que cumplen con el código español de buenas prácticas, la muestra estuvo compuesta por 57 empresas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Madrid durante los años 1998–2000; teniendo como variable dependiente una variable dummy que toma el valor de 1 si la empresa anunció que mantiene plena conformidad con el código de mejores prácticas y 0 en caso contrario. (Fernández-Rodríguez et al, 2004)

Florackis y Palotás (2010), en Reino Unido encontraron en una muestra que comprende alrededor de 600 de las empresas, durante el periodo 1999-2005 que son dos dimensiones importantes del GC: La primera se refiere a la naturaleza de los procesos en el CA dentro de una compañía y los incentivos de los directivos para expropiar la riqueza de los accionistas y la segunda se refiere a la capacidad o control de los grandes accionistas para ejercer una función de vigilancia y proporcionar una fuerte supervisión de la gestión del rendimiento. La primera dimensión tiene una modesta asociación con las medidas de desempeño financiero, pero no con las medidas de rendimiento de mercado (bursátil). La segunda dimensión del GC explica fuertemente las medidas de rendimiento basadas en el mercado bursátil, pero no el desempeño financiero.

Toledo (2009) menciona en su estudio que los resultados proporcionan una evidencia empírica de los mecanismos de GC y apoyan la teoría de la agencia, demostrando que la calidad del GC influye en el valor de la empresa, los resultados no apoyan la hipótesis de la causalidad inversa entre el GC y el desempeño financiero de la empresa, ya que, para la empresa promedio, el valor de la empresa no tiene un impacto en la decisión de adoptar mejores estándares, dichos resultados fueron obtenidos al evaluar la relación entre el GC a

través de un índice de gobernabilidad de las sociedades cotizadas españolas, y el rendimiento de las empresas que cotizan en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid. Hicieron parte de la muestra 106 empresas que cotizaban en la bolsa de valores de Madrid en el año 2007. La información fue tomada de las páginas web de las empresas que hicieron parte de la muestra, así como de las bases de datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la bolsa de valores de Madrid.

Respecto a Méxco, Chong et al., (2009) desarrollaron un cuestionario que agrega 55 preguntas dicotómicas, basadas en el código de mejores prácticas corporativas, si la variación en el nivel de las prácticas de GC está asociada con el valor de la firma, desempeño financiero y pago de dividendos, en esta investigación la información fue obtenida de los reportes anuales publicados en la BMV conjunto al Comité de Mejores Prácticas Corporativas.

Chong et al., (2009) define las dimensiones del GC en 8: Composición del consejo, funciones del consejo y estructura de los comités de apoyo, reglas operacionales del consejo, responsabilidades de los miembros del consejo, estructura y funciones del comité de evaluación y compensación, estructura y funciones del comité de auditoría, estructura y funciones del Comité de finanzas y planeación, protección de los derechos de los accionistas y asamblea general; mencionan los problemas que enfrentan las compañías para poder tener acceso a capital debido al ambiente legal en el país, dado a esta situación las compañías han optado por utilizar herramientas para financiar su operación por lo que el mercado los recompensa generando mejores rendimientos a los inversionistas. El resultado de su investigación vinculan que las compañías con mejor GC tienen mejor desempeño financiero medidos a través de Q de Tobin, ROA, ROE.

Existen investigaciones donde no se han encontrado relaciones positivas entre estos dos factores, Drakos y Bekiris (2010) determinaron que las empresas publicas que cotizaron en Grecia durante el periodo 2000-2006, no tuvieron un efecto entre la ROA y Q tobin.

Así mismo, Desender y Epure (2013) mencionan en su investigación que el desempeño corporativo no se asocia positivamente con la independencia del CA y la concentración de la propiedad, así mismo no se encontró ninguna relación entre el GC y el desempeño de la empresa medido a través de la Q de Tobin y ROA. Desender en su investigación explica desde la perspectiva del GC, la disparidad en el desempeño financiero entre las empresas y los contextos institucionales. En particular, el análisis se centra en dos mecanismos importantes de gobierno en el nivel de empresa, el CA y la estructura de propiedad, así como en la importancia de las instituciones formales e informales, la muestra final incluye un total de 3.690 empresas de 28 países durante el período 2002-2011 cuya fuente de información de GC fueron las bases de datos de Thomson ASSET4 y Thomson One Banker.

2.5 Conclusiones parciales

El concepto del GC ha surgido con mayor relevancia en gran medida por los escándalos financieros a inicios del siglo XXI, la apertura de los mercados, los diversos medios de financiamiento, son factores por los cuales es relevante el GC. Existen distintas opiniones con respecto al GC, sin embargo en su mayoría las investigaciones señalan una relación positiva entre el GC y el DF de las empresas, sin embargo existen autores como Drakos (2010) y Desender (2013) los cuales describen que no existe relación entre las variables mencionadas.

En el siguiente capítulo se explica las distintas dimensiones del Gobierno Corporativo que señalamos en nuestra investigación y qué relación existe entre cada una de estas dimensiones con el desempeño financiero de las empresas públicas de México.

CAPITULO 3. DIMENSIONES DEL GOBIERNO CORPORATIVO

3.1 Introducción

En este capítulo, se realiza un análisis detallado de las distintas dimensiones que la literatura señala para el GC, por un parte enfatizan en los mecanismos internos y externos, los cuales intentan alinear diversos intereses de directivos, así como de accionistas con la finalidad de mantener el control y supervisión de la actuación gerencial

Los mecanismos o dimensiones del GC tienen por objetivo minimizar los costos de agencia, los cuales se van incrementando por la separación entre la propiedad y el control de las empresas, factores como la expansión de los mercados de capital y la globalización de los inversionistas requieren de la presencia de estas (Cuervo, 2002).

La determinación de las distintas dimensiones de GC que desean ser implementadas, dependerán en gran medida del entorno legal e institucional en donde se encuentren (Sánchez- Ballesta y García-Meca, 2007; García-Meca y Sánchez-Ballesta, 2009) así como de las necesidades de cada organización. Luo, (2005) sostiene que el sistema de GC trabaja a través de: 1) mecanismos basados en el mercado como la composición y tamaño del CA, disciplina del mercado, presidencia del CA, compensación ejecutiva, participación de los consejeros en otros CA; 2) mecanismos basados en la cultura como es la cultura de gobierno y la integridad corporativa; y 3) mecanismos basados en el mercado como son las sanciones a los ejecutivos, la auditoría interna, los códigos de conducta y programas éticos.

En los sistemas de GC anglosajón, se han definido dos tipos de mecanismos o dimensiones en GC: internas y externas. De acuerdo con Briano (2012) las dimensiones internas se refieren al CA, en aspectos relacionados a su composición, tamaño y dualidad del presidente del CA y la posición ejecutiva más alta (CEO), la estructura de la propiedad (participación y concentración accionaria e identidad del accionista) y la presencia de comités de apoyo al CA. Las dimensiones externas se centran en el sistema legal, el mercado de control corporativo, el mercado de bienes y servicios, el mercado laboral gerencial, el entorno competitivo y las instituciones formales e informales (Fama y Jensen, 1983; Cuervo, 2002).

Nuestro trabajo se enmarca en una economía emergente, concretamente en México. En este contexto vamos a analizar a detalle una de las principales dimensiones que se tratan en la teoría de la agencia: el Consejo de Administración, debido a la importancia que tiene dentro del GC.

3.2 Gobierno Corporativo, un sistema legal

De acuerdo con Hopt (2011), el GC se ha regido por la ley del mercado de valores en la mayor parte de los países. Además de la ley formal, la autorregulación ha sido durante mucho tiempo un principio básico de las bolsas de valores, la cual se ha orientado a instituciones y procedimientos que protegen a los accionistas e inversionistas y que fortalecen su participación en el mercado. Sin embargo, con el incremento de la adopción de prácticas de gobernanza empresarial a nivel internacional, la observancia de éstas se ha convertido en un requisito de cotización en Reino Unido y Japón. Por otra parte, países

como Australia, han apoyado su cumplimiento en el principio de “cumplir o explicar” a través de una serie de recomendaciones recogidas en los códigos de GC. Las distintas formas de soft law para el GC, han ganado terreno. Entre éstas encontramos los códigos de GC, las recomendaciones emitidas por diversas fuentes como las cámaras de comercio, asociaciones empresariales y bancarias, los comités internacionales, los principios de mejores prácticas corporativas y otras formas de autorregulación y disciplina en el mercado (Calliess y Zumbansen, 2010)

El Informe Cadbury es reconocido como un trabajo seminal en el desarrollo del GC a nivel mundial. Este informe tiene su base en la autorregulación, la cual requiere del cumplimiento en la presentación de informes para las empresas cotizadas en bolsa. Entre los principales aspectos que cubre este código, encontramos el énfasis hacia el CA y la constitución apropiada de sus comités de apoyo (remuneración, auditoría y nombramientos), la independencia de sus consejeros y la separación de las funciones CEO-COB. Otra ley que ha sido un referente mundial es la Ley de Sabarney Oxley (SOX), firmada el 30 de julio de 2002, en respuesta a una serie de escándalos financieros en EE.UU. Esta ley es probablemente el cambio más radical y dramático en la ley del mercado de valores desde la legislación de 1930 y tiene aplicación para las empresas cotizadas que deben presentar informes a la SEC bajo la Ley del Mercado de Valores de 1934. El primer requerimiento de esta ley fue el de la creación de un comité de auditoría integrado sólo por miembros independientes. Las secciones más ampliamente reconocidas en aspectos de GC en la ley de SOX, son la 302, 404 y 409.

La sección 302 requiere de la divulgación de información relacionada a todas las deficiencias de control interno; la sección 404 requiere de la emisión de un informe,

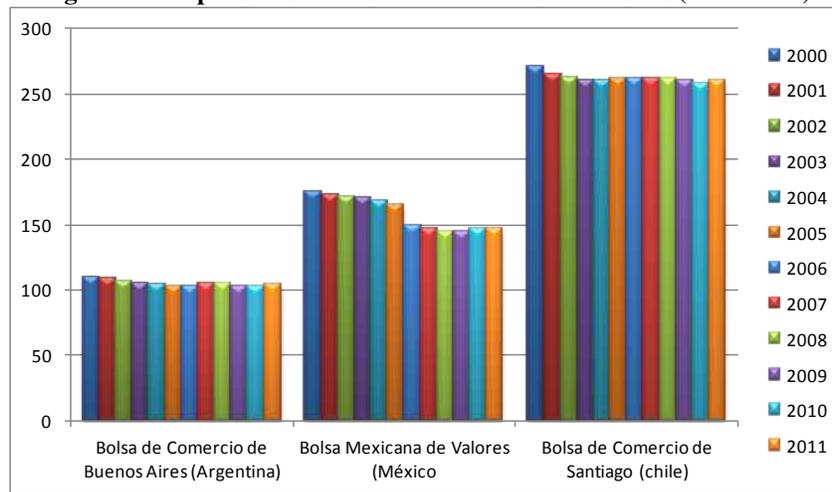
certificado por parte de la gerencia y el auditor externo, relacionado con la evaluación de la efectividad del control interno de la empresa; y la sección 409 requiere del monitoreo del riesgo operacional y los informes en tiempo real de los hechos relevantes. La Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), ha emitido una serie de requerimientos en GC para las empresas que cotizan en este mercado. Entre estas reglas destaca la sección 303, en sus apartados 6, 11 y 12, los cuales hacen referencia a la constitución de un comité de auditoría, las divulgación de información relacionada a las diferencias de las prácticas de GC en los mercados locales y las prácticas bajo los principios de la NYSE, así como la notificación por escrito por parte del CEO del no cumplimiento de esta sección (Calder, 2008).

En el contexto de Latinoamérica, la protección legal del inversionista es menor en comparación con países de Europa y EE.UU., lo cual explica el bajo nivel de desarrollo en los mercados financieros y de capitales en la región (Chong y López-de-Silanes, 2007; Djankov, La Porta y López-de-Silanes, 2008). Las reformas de GC en países emergentes han ocurrido en un contexto que busca promover el desarrollo y enfrentar el proceso de globalización económica. Lo anterior no solo incluye prácticas y estructura del CA, sino un conjunto más amplio de factores que incluyen, entre otros, el mercado financiero, el sistema bancario, la política industrial, las relaciones laborales, etc. (Reed, 2002).

Con respecto al marco normativo sobre GC, las economías emergentes han tratado de adoptar el sistema legal de los países desarrollados, particularmente del sistema anglosajón, ya sea como resultado de las reformas impulsadas internamente o como respuesta a las exigencias internacionales. Sin embargo, la aplicación de la ley en aspectos relacionados a los requerimientos contables, divulgación de información y negociación de valores, son ineficientes o no operan dentro de este contexto.

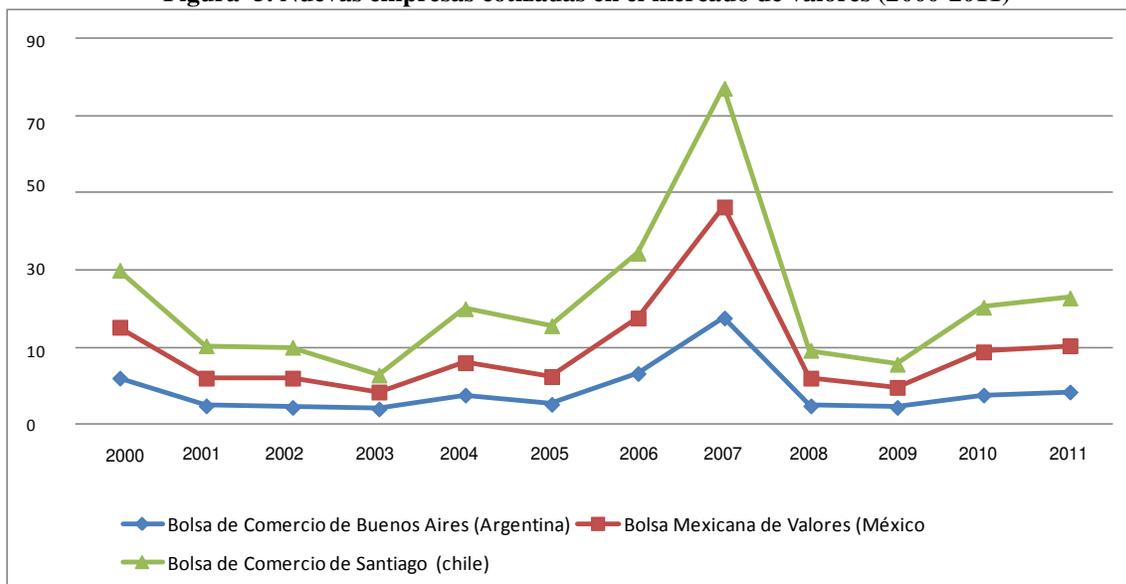
Los mecanismos de GC en estos países tienen un escaso apoyo institucional en las economías emergentes (Peng, 2004; Peng, Buck y Filatotchev, 2003). A falta de este apoyo formal, estos países han extendido el uso de instituciones informales como son grupos empresariales, nexos familiares y contactos en el gobierno, que son quienes realmente dan forma al GC (Peng y Heath, 1996; Yeung, 2006). Diamandis y Drakos (2011) señalan que las cuatro mayores economías de América Latina son Argentina, Brasil, Chile y México, abrieron sus economías al mundo desde finales de los 80 y principios de los 90, en la figura 4 se muestra la evolución del número de empresas cotizadas en el mercado de valores de distintos países de América Latina, en nuestro caso de estudio vemos una clara disminución de empresas que cotizan en el mercado interno de México y en la figura 5 se observa a las nuevas empresas que se incorporaron a cotizar sus acciones en el mercado de valores, se observa una disminución en el número de empresas cotizadas lo cual nos sugiere que las empresas han cambiado la cotización de sus valores a otros mercados como EE.UU. Es importante señalar que como consecuencia de la crisis financiera y crediticia a inicios de septiembre 2007 originada en EE.UU., causó que distintos inversionistas institucionales se retiraran de los mercados emergentes latinoamericanos, por lo que se incrementó el riesgo de una devaluación de la moneda que condujo a una reducción del valor de las acciones que se negocian en el mercado (Diamandis y Drakos, 2011).

Figura 4. Empresas cotizadas en el mercado de Valores (2000-2011)



Fuente: Elaboración propia en base a información de World Federation of Exchanges (2011).

Figura 5. Nuevas empresas cotizadas en el mercado de valores (2000-2011)



Fuente: Elaboración propia en base a información de World Federation of Exchanges (2011).

El IMEF (2012) menciona que las políticas de GC empleadas en la mayoría de las empresas mexicanas, tanto en el sector privado como el público han sido, en buena parte, la causa del estancamiento económico y la pérdida de competitividad en las últimas décadas. Allen (2003) señala que las economías emergentes cuentan con precondiciones asociadas a la existencia de buenas prácticas de GC, las cuales suelen no existir y en gran medida se

debe al control accionario de las empresas, en nuestro país existe una clara disposición de que la mayoría de las empresas cotizadas en la BMV, son controladas por las familias, de acuerdo con los datos publicados por KPMG en el 2013 más del 90% de la firmas que cotizan en la BMV tienen una clara representación familiar en el capital y en el control.

3.3 Consejo de Administración

El CA es el principal órgano del sistema de control interno de las empresas (Jensen, 1993), se encarga de la supervisión, control y toma de decisiones en la empresa, es el órgano intermediario entre los accionistas y los ejecutivos o directivos, ejerciendo un papel supervisor de la discrecionalidad directiva y resolviendo los conflictos de agencia que pudieran surgir (Jensen y Meckling, 1976; Denis y McConnell, 2003).

El CA es uno de los principales instrumentos que los accionistas usan para controlar a los directivos de las empresas (Fama, Jensen 1983). Por lo tanto, las características de dichos consejos son claves para medir el nivel de “cultura organizativa” en las empresas. En épocas de crisis el CA incluso, adquiere mayor relevancia que en épocas de una buena salud financiera (Daily 1992; Harrison 2001).

Samaha et al. (2012) y Hannifa y Cooke (2002) sostienen que el CA es el principal responsable de la divulgación de información que se desarrolla en las reuniones del consejo. Fama (1980) y Hermalin y Weisbach (2003) mencionan que el CA es el mecanismo principal de control interno que garantiza el rendimiento empresarial y una gestión gerencial eficiente y activa, es un mecanismo endógeno diseñado para mitigar los problemas de agencia, bajo el concepto que proponen Schellenger y Wood (2001).

El CA es la primera línea de defensa contra la mala gestión administrativa, Clarke y Clegg (2000) y Huse (2007) señalan que además de las funciones relacionadas con el establecimiento de objetivos organizacionales, metas de desempeño, rendición de cuentas a los stakeholders y el cumplimiento con los estatutos legales, el CA juega un papel central en la creación de valor y el establecimiento de las normas éticas de conducta corporativa.

Donnelly y Mulcahy (2008) consideran que la independencia del consejo y la presencia de un presidente no ejecutivo son aspectos cruciales, Geneen (1984) sostiene que los CA dominados por internos o por el CEO no constituyen una dimensión de control efectiva del desempeño de la gestión, Samaha (2010) sugiere que las dimensiones del CA relacionadas al nivel de transparencia son el tamaño, su composición y la dualidad Presidente CA-CEO.

3.3.1 Tamaño del Consejo de Administración

El tamaño del CA es una de las principales características que en la literatura ha sido analizada, dicha dimensión puede influir en la labor de supervisión que realiza el CA. Un tamaño elevado en el mismo que, en principio, podría ser beneficioso, debido a que al haber más consejeros habría una mayor variedad de opiniones y podría incrementarse la capacidad de supervisión del consejo (Zahra, A, Pearce, J, 1989), podría resultar finalmente menos efectivo por ineficiente, un CA de menor tamaño ayudará a disminuir los conflictos dentro de éste y el control que se ejercerá sobre el CEO será más efectivo (Jensen, 1993).

Dado que el tamaño del CA influye en la calidad y eficacia de sus decisiones, un mayor tamaño en el mismo, puede afectar la efectividad del CA, debido principalmente a

problemas de coordinación y comunicación (Lipton y Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Dennis y McConell, 2003), estos problemas son los conocidos problemas de agencia que fueron vistos en la teoría del mismo nombre, los cuales podrían suponer un impedimento para la toma de decisiones.

Gandía (2008) sostiene que el CA deberá estar integrado por un número razonable de consejeros, siendo el tamaño óptimo del CA el que incide en su buen funcionamiento y capacidad de supervisión, desde el enfoque de la teoría de la agencia, estos consejos más grandes desempeñan un papel crucial en las actividades de supervisión y en el proceso estratégico de toma de decisiones debido al amplio número de participantes que existen en esta junta. En un CA con un mayor número de consejeros, existe menos probabilidad de que éste sea controlado por los ejecutivos (Hussainey y Wang, 2010), incrementándose la diversidad y experiencia del mismo, lo cual tiene una incidencia en el nivel de divulgación de información financiera.

Cai, Keasey y Short (2006) señalan que los CA pequeños han ganado popularidad sobre los CA grandes, debido a que son más costosos y tienen mayor burocracia en la empresa, por lo que disminuye la transparencia corporativa. Así mismo la complejidad del control de la administración y veracidad en la información te demanda un mayor número de consejeros con más experiencia y con una diversidad adecuada para realizar las funciones, esto genera un incremento en la transparencia corporativa (Gallego, García y Rodríguez, 2009).

3.3.2 Consejeros independientes

La composición del CA hace referencia a la proporción de consejeros internos o externos, los consejeros internos son quienes desempeñan funciones de alta dirección o son empleados de la sociedad o de su grupo y que, por tanto, poseen un mayor conocimiento acerca de la empresa, este tipo de consejeros son los encargados de formular la estrategia y transferir la información a los consejeros externos.

Los consejeros externos son aquellos que aportan a la empresa un conocimiento específico, por ejemplo de tipo financiero o estratégico, y que pueden ser agentes neutrales (independientes), elegidos por sus condiciones personales o profesionales, no estando en ninguno de los dos casos vinculados a las tareas de dirección de la empresa (Dalton et al., 1998), diferentes trabajos de investigación han estudiado la relación entre el desempeño de la empresa y la composición del CA, centrándose la mayoría en el porcentaje de consejeros externos, algunos autores no evidencian una relación significativa entre la composición del CA y el desempeño de la firma (Hermalin y Weisbach, 2007), estudios como el de Coles et al. (2008), muestran una relación positiva entre el número de consejeros externos en compañías grandes y complejas y el desempeño de la misma.

La independencia del CA es un principio fundamental propuesto por la OCDE: *“el CA deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, la supervisión efectiva de la gestión y ser responsable ante la empresa y sus accionistas.”*

Los consejeros internos generalmente pertenecen al grupo familiar o directivo de la empresa, mientras que los consejeros externos sólo pertenecen al CA, no teniendo ningún

otro tipo de vínculo financiero o personal con la gestión de la empresa, además de sus honorarios y acciones, lo cual no compromete el ejercicio de su independencia. Un consejero independiente deberá cumplir con dos características que le permitan cumplir con la función de supervisión: 1) su independencia; y 2) su reputación en el mercado laboral (Cadbury, 1992; Fama y Jensen, 1983), la presencia de miembros independientes en el CA representa un medio de control que mejora la efectividad de éste, y su función se enfoca a la realización de tareas que involucran serios problemas de agencia entre los consejeros internos y los accionistas, tales como el establecimiento de los planes de compensación para los ejecutivos o el nombramiento de los miembros del equipo gerencial (Simon y Kar, 2001; Eng y Mak, 2003).

3.3.3 Dualidad del CEO y el presidente del Consejo de Administración

Hablando desde el punto de vista de la teoría de la agencia, la dualidad del presidente del CA y el director general o CEO, son circunstancias que se da con frecuencia, y puede tener un efecto negativo en la actividad, independencia y profesionalidad de los órganos de control al ejercer una menor función de vigilancia (Jensen y Meckling, 1976; Denis y McConnell, 2003; Jackling y Johl, 2009).

Una de las tareas principales del consejo es evaluar al equipo de gestión, especialmente al CEO; por tanto, si la persona que gestiona la empresa está también presidiendo las reuniones del consejo y controlando la información interna que se proporciona, podría ser cuestionable la capacidad del consejo para evaluar y, en su caso, cambiar al CEO (Hermalin y Weisbach, 2007).

De acuerdo con Haniffa y Cooke (2002), la separación entre ambas posiciones ayuda a mejorar la calidad de la supervisión y a reducir las ventajas obtenidas por la retención de información, mejorando la calidad en la divulgación de información corporativa. Bajo esta premisa, la concentración de poder de ambas posiciones está asociada a erosionar la independencia del CA y a reducir la divulgación y calidad de la información corporativa.

En contraste, la ventaja potencial de tener una sola persona ocupando ambas posiciones es que ésta puede poseer un mayor entendimiento y conocimiento del entorno operativo de la empresa. Asimismo, cuando ambas posiciones son ocupadas por la misma persona, el CEO puede ser capaz de dar forma a la empresa, alcanzando los objetivos organizacionales y con una menor interferencia.

De acuerdo a la teoría del *stewardship*, la cual sostiene que los directivos actúan a favor de los intereses de los accionistas, la dualidad Presidente CA-CEO favorece la efectividad del CA (Rechner y Dalton, 1991). Desde el punto de vista normativo, los CBG sugieren una separación entre ambas responsabilidades (Weir, Laing y McKnight, 2002). Sin embargo, la mayor parte de la literatura sostiene que la separación de ambas funciones puede tener importantes consecuencias económicas para la empresa. Forker (1992) señala que la separación de ambas posiciones ayuda a mejorar la calidad de la supervisión, reduciendo las ventajas generadas por la retención de información.

En este sentido, la literatura es contradictoria en cuanto a los resultados de la dualidad y el desempeño de la empresa. Hay quienes encuentran una relación positiva (Lin,

2005), negativa o incluso consideran que no existe una estructura óptima, si no que depende de diversos factores.

3.3.4 Diversidad de género en el Consejo de Administración

El tema de la diversidad de género en los negocios ha recibido atención en el mundo laboral y académico, particularmente en la mayoría de los países de la OCDE, los esfuerzos por extender las oportunidades para las mujeres en el mercado laboral y para establecer la igualdad de género, en el lugar de trabajo han sido parte de los objetivos de política en décadas recientes (Casey, Skibnes y Pringle, 2011). Bajo este escenario, son diversos los estudios que están a favor de la presencia de un mayor número de mujeres en los CA, aunque en muchos casos las mujeres que se desempeñan como miembros del CA siguen siendo figuras simbólicas (Daily y Dalton, 2003). La composición de género del CA ha incrementado la atención de los stakeholders, siendo uno de los indicadores más utilizados en la literatura de GC.

De acuerdo con Torchia, Calabró y Huse (2011), las mujeres difieren en distintos aspectos en comparación con los hombres, sostienen que las mujeres pueden añadir puntos de vistas únicos, experiencias y estilos de trabajo con respecto a sus homólogos masculinos (Daily y Dalton, 2003), son capaces de crear un buen ambiente en las reuniones del CA, representando la diversidad, los valores y problemas de las mujeres dentro de la institución (Lin, 2005).

Gul, Srinidhi y Ng (2011) sostienen que la diversidad de género en el CA, podría mejorar la calidad de los debates en el CA e incrementar la capacidad de éste en la

supervisión del proceso de divulgación de información corporativa diseminada por la empresa en sus memorias anuales. En este sentido, son diversos los estudios que sugieren que la diversidad de género en el CA está asociada a una mayor calidad de las deliberaciones del CA (Lin, 2005), así como a una comunicación más efectiva del CA, lo cual facilita una mayor diseminación de información hacia los inversionistas. La participación femenina en el CA proporciona un mayor control sobre las acciones e informes emitidos por la administración (Hillman, Shropshire y Cannella, 2009) a través de una mayor asistencia en las reuniones realizadas por el CA, la participación en posiciones de control de los comités de auditoría, nombramientos y de GC, lo cual incrementa la exigencia hacia aquellas gestiones con un pobre desempeño.

3.3.5 Reuniones realizadas por el Consejo de Administración

Un aspecto relevante de la teoría de dependencia de recursos es la intensidad de la actividad del CA cuya medición es el número de reuniones que el CA tiene en un periodo de un año, el mayor número de encuentros posibilita que nuevas ideas fluyan y se traduzcan en generación de recursos para la organización, la teoría de la agencia de Jensen y Meckling menciona que al confrontar los intereses del principal se refleja en la relación entre el consejo y los ejecutivos, ya que un incrementado número de reuniones provoca mayor comunicación entre ambos y un posible mayor control del consejo sobre el equipo directivo (Freeman, 1984; Frooman, 1999). Dentro de la teoría de la agencia señala que una gran parte de cada reunión de la junta es asumida por tareas rutinarias, lo que deja poco tiempo y oportunidad para que los directores independientes ejerzan un control significativo sobre la gestión (Jackling y Johl, 2009).

El número de reuniones del CA es un indicador indispensable en la diligencia del consejo, las reuniones infrecuentes de la junta pueden indicar un interés limitado en la compañía, o incluso una falta de interés, por parte del CA. Del mismo modo, un mayor número de reuniones implicaría una mayor supervisión de la administración de la empresa, con un efecto positivo en su desempeño (Azim, 2012).

Brick y Chidambaran (2010) y Larmou y Vafeas (2010) encuentran una relación positiva entre el número de reuniones que tiene el CA con el desempeño financiero de la empresa, algunos autores opinan que las reuniones de la junta deben ser lo suficientemente frecuentes como para permitir que la junta obtenga informes actualizados sobre la situación de la compañía (Gabrielsson y Winlund, 2000; Arosa et al., 2013).

Las reuniones del CA son la ocasión más común en la que las ideas se discuten y se modifican para monitorear a los ejecutivos. Por lo tanto, se puede suponer que un aumento en el número de reuniones implicaría un mayor control sobre los gerentes y, por ende un aumento en la riqueza de los accionistas. De esta forma, existe una asociación positiva entre un mayor número de reuniones y un mayor rendimiento; sin reuniones, la junta tiene pocas oportunidades para monitorear el desempeño de la empresa (Gabrielsson y Winlund, 2000).

3.4 Relación del Gobierno Corporativo y las medidas del desempeño financiero.

Derivado de la revisión a la literatura se concluye que está ampliamente aceptado y demostrado que una única teoría no puede explicar la relación entre el Gobierno Corporativo y el Desempeño financiero de las empresas. De acuerdo con Nicholson y Kiel

(2007) las principales teorías utilizadas en la literatura son la teoría de la agencia, la teoría de la dependencia de recursos, la teoría de los servidores, la teoría de los grupos de interés, el enfoque institucional y la teoría de la cartera organizacional. Es por ello que nos posicionamos, al igual que otros autores como Macus (2008) y Pérez-Calero (2010), desde un enfoque multiteórico para el planteamiento de nuestras hipótesis de investigación.

En la tabla 2 aparecen los principales estudios en los que nos hemos enfocado, así como sus características particulares de cada estudio como: País, el periodo en el cual se realizó el estudio y el número de empresas seleccionadas en la muestra, tipo de análisis estadístico y sobre todo cual es el resultado con el desempeño financiero de las empresas.

Tabla 2. Conceptos del GC adoptados en la literatura previa

| Variables | Autor (es) | País | Periodo | Resultados | Medida de Rentabilidad |
|------------------------------|--|---------------------|---------------|-------------------------|------------------------|
| Tamaño del CA | Hambrick and D'Aveni (1992) | EUA | 1972 - 1982 | Positivo | Q Tobin |
| | Guest, 2009 | UK | 1981 - 2002 | Negativo | ROA, Q Tobin |
| | McIntyre et al., 2007 | Canadá | 2003 | positivo | EVA, Q Tobin, ROA |
| | De Andres et al., 2005 | Europa y EUA | 1996 | Negativo | ROA, Q Tobin |
| | Drakos y Bekiris, 2010 | Grecia | 2000 - 2006 | Negativo - Sin relación | ROA, Q Tobin |
| | Pucheta-Martínez (2015) | España | 2004-2011 | Positivo / Negativo | Q Tobin |
| | Arosa et al. (2013) | España | 2006 | Negativo | Q Tobin |
| | Azim (2012) | Australia | 2004 - 2006 | Positivo / Negativo | Q Tobin |
| | Lefort and Urzúa (2008) | Chile | 2000 - 2003 | No Significativo | Q Tobin |
| | Hillman et al. (2011) | EUA | 2006 | Positivo / Negativo | Q Tobin |
| Consejeros Independientes | Ehikioya, 2009 | Nigeria | 1998 - 2002 | Sin relación | ROA, ROE, Q Tobin |
| | Yammeesri y Herath, 2010 | Tailandia | 2004 | Sin relación / Negativa | Q Tobin |
| | Ameer et al., 2010 | Malasia | 2002 - 2007 | Positivo | Q Tobin |
| | Dalton et al., 1998 | Internacional | 1972 - 1996 | Sin relación | ROA, ROE, Q Tobin |
| | De Andres et al., 2005 | Europa y EUA | 1996 | Negativo | ROA, Q Tobin |
| | Chang et al. (2015) | Taiwan | 2008 - 2012 | Positivo | Q Tobin |
| | Arosa et al. (2013) | España | 2006 | Positivo | Q Tobin |
| | Lefort and Urzúa (2008) | Chile | 2000 - 2003 | No Significativo | Q Tobin |
| | Azim (2012) | Australia | 2004 - 2006 | Positivo / Negativo | Q Tobin |
| | Osma (2008) | UK | 1989 - 2002 | Positivo | Q Tobin |
| Dualidad CEO - Presidente CA | Hu et al., 2010 | China | 2003 - 2005 | Negativo | Q Tobin |
| | Ehikioya, 2009 | Nigeria | 1998 - 2002 | Sin relación | ROA, ROE, Q Tobin |
| | Yammeesri y Herath, 2010 | Tailandia | 2004 | Sin relación / Negativa | Q Tobin |
| | Dalton et al., 1998 | Internacional | 1972 - 1996 | Sin relación | ROA, ROE, Q Tobin |
| | Drakos y Bekiris, 2010 | Grecia | 2000 - 2006 | Negativo - Sin relación | ROA, Q Tobin |
| | Cabrera-Suárez and Martín-Santana (2015) | España | 1989 - 2007 | Positivo | Q Tobin |
| | Ghosh et al. (2010) | EUA | 1998 - 2005 | Negativo | Q Tobin |
| | Arosa et al. (2013) | España | 2006 | Positivo | Q Tobin |
| | Essen et al. (2013) | Varios Europa | 2004 - 2009 | Positivo | Q Tobin |
| | Participación femenina | Carter et al. 2003) | Varios Europa | 1997 - 1999 | Positivo |
| Chakrabarty y Bass (2014) | | Varios Europa | 2009 | Positivo | ROA, Q Tobin |
| Kang et al. (2007) | | Australia | 2003 | Positivo / Negativo | Q Tobin |
| Torchia et al. (2011) | | Noruega | 2005 - 2006 | Positivo | VIF, ROA, Q Tobin |
| Ghosh et al. (2010) | | EUA | 1998 - 2005 | Positivo | Q Tobin |
| Azim (2012) | | Australia | 2004 - 2006 | Positivo | Q Tobin |
| Número de reuniones | | Jensen (1993) | EUA | 1980 - 1990 | Negativo |
| | Gabrielsson and Winlund (2000) | Suecia | 1999 | Positivo | Q Tobin |
| | Ntim and Osei (2011) | Sudafrica | 2002 - 2007 | Positivo | Q Tobin |
| | Azim (2012) | Australia | 2004 - 2006 | Positivo / Negativo | Q Tobin |
| | Arosa et al. (2013) | España | 2006 | Negativo | Q Tobin |
| | Al-Najjar (2012) | EUA | 2003- 2008 | Positivo | Q Tobin |

Fuente: Elaboración propia, basada en la revisión de la literatura.

En la revisión de la literatura sobre el desempeño empresarial de mayor uso están referidas al valor de las acciones como forma de maximizar el valor de los accionistas, como se comentó en capítulos anteriores la mayoría de las acciones de las empresas que cotizan en la BMV no se comercializan por lo que se considera más apropiado para este trabajo de investigación hacer uso de las razones de medidas de desempeño de rentabilidad como la Q de Tobin como medida de eficiencia.

Como variable de control, hemos calculado la rentabilidad de los activos ROA, una variable continua que se mide como el cociente obtenido entre la ganancia neta y los activos totales de la empresa al final de cada año de estudio (Erhardt, Werbel y Shrader, 2003; Collet y Hrasky, 2005; Gallego, García y Rodríguez, 2009).

El ROE como indicador de rentabilidad financiera, es una razón que se utiliza para validar la rentabilidad que tiene una empresa con respecto a sus recursos propios, los accionistas pueden saber, a través de esta razón, cuál es el rendimiento que están obteniendo de la inversión realizada en la empresa, la fórmula utilizada para calcular el ROE es la utilidad neta obtenida por la compañía, dividido por sus recursos propios.

Otra medida de desempeño relacionada con el Gobierno Corporativo es la Q Tobin es la relación entre valor del mercado de activos y su valor de reemplazo (Tobin, 1969). El valor de mercado de los activos de una empresa se mide por el valor de mercado de sus acciones y deudas en circulación, mientras que el costo de reposición de los activos se mide usando su valor en libros, esta medida de desempeño fue desarrollada por el premio nobel de Economía James Tobin. En nuestra investigación utilizaremos como medida de desempeño financiero la Q de Tobin.

Brainard y Tobin (1968) y Tobin (1969) introdujeron el concepto de Q de Tobin, teniendo como propósito las oportunidades de inversión de mejor manera. La “q” de Tobin se define como la relación entre el valor de mercado de la firma (VA) dividido por el valor de reposición o contable de los activos de la misma (A)

$$q = VA / A$$

En la revisión de la literatura observamos que estudios empíricos demuestran que la variable del a Tobin's Q es un mejor indicador para cuantificar el retorno de la inversión en comparación con las medidas basadas en la contabilidad ROA y ROE (Landsman y Shapiro, 1995). Para calcular la Q de Tobin Chong, Guillén y López-de-Silanes (2009) utilizan la siguiente aproximación para empresas mexicanas:

$$Tobin's\ q_t = \frac{VL\ Activos\ Totales_t + VMCapital_t - VLCapital_t}{VLActivos\ Totales_t}$$

Donde VLActivos Totales y VLCapital son los valores en libros de los activos totales y capital contable en el ejercicio t y VMCapital es el valor de mercado de la empresa que se obtiene multiplicando el número de acciones en circulación por el precio de cierre de la acción en el ejercicio t. en nuestra investigación tomaremos el valor de la Tobin's Q obtenido mediante el sistema de información de Bloomberg, el cual efectúa la medición de esta variable como medida de rentabilidad en las empresas públicas en México.

Tobin hizo el razonamiento de que la inversión neta debería depender de si la "q" es mayor o menor que uno. Si "q" es mayor que uno, ello implica que el mercado valúa el capital (activo) a un monto mayor que su costo de reposición, por lo que sería posible incrementar el valor de la firma aumentando el capital. Aunque en principio no pareciera, esta teoría se encuentra estrechamente ligada con la teoría neoclásica. La conexión deriva de la observación de que la "q" de Tobin depende de la ganancia esperada corriente y futura del capital instalado, por otra parte, cuando la "q" es menor a uno y ello conlleva a una caída del stock de capital en la economía.

A continuación se muestran algunos de los estudios realizados sobre el GC y el desempeño financiero de las empresas, mediante la variable de Q de Tobin.

3.4.1 Tamaño del Consejo de Administración y desempeño financiero.

Existen diversos estudios que analizan la relación de los componentes del CA con el desempeño financiero de las empresas, encontrando en la mayoría de éstos una relación positiva, sin embargo, existen estudios que han concluido una relación negativa o nula. Una de las variables más analizadas en el estudio del GC es el tamaño del CA, no se tiene claro cuál es el efecto del tamaño del CA necesario, con el desempeño de la empresa (Barroso Castro et al., 2010; Bennedsen, Kongste y Nielsen, 2008).

Existe evidencia empírica que sugiere que el aumento en el tamaño del CA puede tener una asociación positiva con el rendimiento financiero de las empresas (Van den Berghe y Levrau, 2004). Los investigadores que coinciden con este punto de vista, argumentan que si existe un CA más grande, las reuniones que se realicen contarán con una mayor profundidad de conocimiento intelectual y, por lo tanto, mejorará la calidad de las decisiones de negocio, las cuales eventualmente impactarán en el desempeño financiero de las empresas (Adams y Ferreira, 2007; De Andrés y Rodríguez, 2008; Linck et al., 2008).

La teoría de la agencia sugiere que la junta directiva es una parte importante de la estructura de GC (Fama y Jensen 1983, Williamson 1983), diversas investigaciones indican que el tamaño del CA está relacionado con la capacidad de los directores para monitorear y controlar a los gerentes con una relación positiva entre el incremento en el CA y

desempeño de la compañía (Chiang 2005; Haniffa y Hudaib 2006), Se argumenta que los CA más grandes poseen habilidades más especializadas y están mejor equipados para gestión de la empresa (Williams et al., 2005).

Nicholson y Kiel (2007) y Jackling y Johl (2009) encuentran una relación positiva y significativa entre un amplio CA y la Q Tobin, como medida de desempeño financiero, estos autores basan sus resultados en la teoría de dependencia de recursos, la cual sostiene que un mayor número de directores proporciona más información y realizan decisiones más adecuadas. Mueller y Barker (1997) han encontrado que las juntas más pequeñas son peores, en el sentido de que tienen una mayor probabilidad de fracaso, en una situación de estrés financiero, en la cual la obtención de recursos financieros se vuelve esencial para la supervivencia de una empresa, los grandes CA ofrecen oportunidades para la captura de recursos financieros debido a distintas redes interpersonales (Dowell et al., 2011).

Según Jensen (1993), las grandes juntas corporativas o CA pueden ser menos eficientes debido a las dificultades para resolver los problemas de la agencia entre los miembros de la junta. Yermack (1996) presenta evidencia de que las juntas directivas pequeñas son más efectivas y que las empresas logran un mayor valor de mercado.

Goodstein, Gautam y Boecker (1994) mencionan que CA numerosos pueden llegar a reducir la autoridad del Director del CA, por su parte, la teoría de los grupos de interés (Donaldson, 1999; Donaldson y Preston, 1995; Freeman, 1984; Frooman, 1999) contribuye a la idea de que un número elevado de consejeros realizará una aportación global en los debates de las reuniones con una mayor riqueza de conocimiento y se tendrá en cuenta más diversidad de intereses en los diferentes grupos relacionados con la empresa.

Kao y Chen (2004) encontraron que un numeroso tamaño de consejeros en CA tiene el potencial de debilitar su funcionamiento y de ahí su rendimiento, debido a que en los grandes CA existen dificultades para lograr una comunicación efectiva entre sus miembros. Yermack (1996) estudió y analizó el GC de grandes Empresas estadounidenses entre 1984 y 1991 y el resultado fue una relación inversa entre el tamaño del CA y la Q Tobin, Yermack utilizó una metodología de mínimos cuadrados (OLS), incluyendo el ROA y rendimiento en ventas. Su estudio aportó un resultado negativo entre la relación del CA y el rendimiento de la empresa, concluyendo que los CA más pequeños son mejores. Beasley (2006) confirmó la existencia de una relación negativa entre el tamaño del CA y el fraude en los estados financieros, argumentando que, a medida que el tamaño de la junta disminuye, la probabilidad de fraude también disminuye. Arosa, Iturralde y Naseda (2010) de manera similar informaron un efecto negativo del tamaño del CA argumentando que esto puede deberse a las desventajas por una coordinación menos efectiva, inflexibilidad y mala comunicación dentro de los grandes CA.

Otros estudios también indican que los CA más pequeñas son más eficientes en cumplir con sus responsabilidades (Beasley 1996; Jensen 1993). Lipton y Lorsch (1992) sugieren el tamaño del CA debe limitarse a un máximo de diez. Yermack (1996) proporciona evidencia de que los CA pequeños son más efectivos, documentando una asociación inversa entre el tamaño del CA y el valor medido por Tobin Q. Las recomendaciones de GC no especifican el tamaño óptimo del CA, pero se recomienda que los números del CA deban ser limitados para alentar toma de decisiones eficiente

El tamaño del CA ha sido una de las variables mas investigadas en cuanto al GC, por lo que derivado de nuestra investigación observamos que de esta variable existen

diversos puntos de vista, investigaciones con una relación positiva, negativa con respecto al desempeño financiero, en México la Ley de Mercado de Valores (LMV) Sociedad Anónimas Bursátiles establece un mínimo de 5 y un máximo de 21 Consejeros en el Comité, la Ley de Instituciones de Crédito señala el tamaño ideal del CA es de un mínimo de 5 y un máximo de 15 miembros y el CMPC establece un intervalo de miembros en el CA de 3 a 15 consejeros.

3.4.2 Número de Consejeros Independientes y desempeño financiero.

Diversos investigadores efectúan el análisis de la independencia del CA y su desempeño financiero de las empresas, desde la teoría de la agencia se considera la diversificación como un aspecto muy relevante, Fama y Jensen (1983) mencionan que la inclusión de directores externos aumenta la eficiencia en cuando a la función de supervisión y monitoreo.

La presencia de consejeros independientes pueden aumentar la eficacia general de un CA y el rendimiento financiero de la empresa, los consejeros independientes pueden actuar como un mecanismo de control o monitoreo efectivo, efectuando una comparación con los consejeros propios no independiente, existe más probabilidades de proteger los intereses de los accionistas (Volonte, 2015). Otra teoría que considera relevante la independencia en el CA es la teoría de dependencia de recursos, donde existen puntos de vista de consejeros independientes como un enlace crítico entre la empresa y sus recursos externos, (Zahra y Pearce, 1989). Consejeros independientes puede tener un efecto positivo significativo en cuanto a la influencia en diversas actividades de generación de valor a la empresa a través de su toma de decisiones estratégicas (Gabrielsson, 2007).

Los CA formados por una mayoría de directores externos o independientes tienen una mayor probabilidad de reducir algunos problemas de agencia, porque los consejos independientes son más propensos a desafiar y criticar las acciones y políticas de la administración de la empresa (Dalton et al., 1998; Linck, Netter y Yang, 2008. En la investigación de Higgs (2003), la supervisión de las operaciones de la empresa fue más eficiente por parte de directores independientes debido a que cuando están libres de influencia gerencial y no tienen ningún interés personal en la compañía, mejoran la calidad de los informes financieros.

De la revisión a la literatura, existen investigaciones que revelan distintos tipos de resultados en cuanto a la relación de los consejeros independientes y el desempeño financiero de las empresas, medidos por la Tobin's Q. Por ejemplo, estudios realizados por Hermalin y Weisbach (1991), Zahra y Stanton (1998), Agrawal y Knoeber (1996), Yermack (1996) y Bhagat y Black (2008) tienen identificado una relación negativa entre los consejeros independientes y el desempeño de la empresa, Hermalin y Weisbach (1991) utilizaron una muestra de 142 empresas de EE. UU. y llegaron a la conclusión de la existencia de distintas composiciones en el CA en cuanto a consejeros propios e independientes, donde se tuvo un efecto negativo en la rentabilidad de la empresa, según lo medido por Tobin's Q.

En EE.UU. Bhagat y Black (1999, 2002) señalan que las empresas con una participación mayoritaria de consejeros independientes no funcionan mejor, que los que cuentan con consejeros propios en términos de la medida de rentabilidad de mercado Tobin Q. estos resultados son consistentes con los estudios anteriores de Hermalin y Weisbach

(1988, 1991) y en los estudios de Pham et al. (2008), Wintoki, Linck y Netter (2010), no se encontraron con ninguna relación consistente entre estas variables.

Entre las razones por las que se considera que los consejeros independientes son más efectivos que los consejeros internos es en el monitoreo de las actividades de los gerentes de la empresa, así como cuentan con una experiencia en la toma de decisiones en otras compañías, y cuentan con una tendencia a considerar su reputación en el mercado (Fama y Jensen, 1983; Ghosh et al., 2010). Los consejeros independientes demuestran una mayor objetividad y mayor experiencia que los consejeros internos. Por lo cual existe el supuesto que las juntas con más consejeros independientes tienen menos influencia los accionistas para la toma de decisiones.

Lefort y Urzúa (2008) menciona que un aumento en la proporción de consejeros independientes afecta positivamente la creación de valor, Chang et al. (2015) observaron una relación positiva y significativa entre la composición del consejo (consejeros independientes e internos) y el desempeño financiero, medido mediante la Q Tobin. Francis et al. (2012) Encontraron que la independencia del CA podría mejorar la eficacia del mismo, desde el punto de vista de los inversionistas institucionales, uno de los desafíos a futuro en el GC será el garantizar la verdadera independencia de los Consejeros dentro de las empresas, derivado a lo anterior se observa que los consejeros independientes pueden proporcionar más recursos a la empresa mediante conexiones externas, lo que afecta positivamente la creación de valor. Durante nuestra investigación observamos que en México, se establece por parte de la LMV y el CMPC un mínimo del 25% de consejeros independientes, sin embargo observamos que debido a que existen consejeros independientes que forman parte del CA de una empresa y al mismo tiempo son los

accionista mayoritarios forman parte de sus empresas, y lo hacen como consejeros independientes, por lo cual nace el cuestionamiento si realmente los consejeros independientes tienen una influencia significativa en las empresa que cotizan en la BMV.

3.4.3 Dualidad Presidente CA-CEO y desempeño financiero.

La teoría de la agencia, señala que la separación de poderes entre el presidente del CA y el primer o principal ejecutivo de la compañía condujera a un mayor rendimiento de la compañía, estipula que existen inevitables conflictos entre la parte que delega, el principal y la parte que ejecuta (Jensen y Meckling, 1976). Por lo cual desde el punto de vista de esta teoría estos dos cargos deben de estar separados y establece que el CEO no pueda realizar sus funciones sin que exista un conflicto de interés.

Esta dualidad permite al presidente del CA representante de los accionistas controlar la gestión de los ejecutivos de la compañía. Se considera que la dualidad entre el CEO y el presidente del Consejo, aumente el poder del CEO, sin embargo afecta negativamente la independencia del mismo, impidiendo tener la capacidad de establecer mecanismos de supervisión a los ejecutivos de la compañía, la dualidad de funciones genera un CEO poderoso en la toma de decisiones que pueden ser impulsado por intereses propios, teniendo control de la administración del CA, por lo cual esto puede dar como resultado un bajo rendimiento financiero en la compañía (Gabrielsson et al., 2007; Ghosh et al., 2010; Valenti et al., 2011).

Huang (2012) y Arosa (2013) señalan que la teoría de Stewardship puede ofrecer apoyo en la idea de que la dualidad del CEO y presidente del CA contribuyan a una

oportuna toma de decisiones debido a que tiene conocimiento de ambas funciones. La ejecución efectiva de planes y supervisión eficiente lleva a la empresa a un mejor desempeño. Firstenberg y Malkiel (1994) y Face (1986) sugieren que esta dualidad le permite al CEO- Presidente del CA controlar la agenda de reuniones de los accionistas y ejecutivos así como determinar las pretensiones de los ejecutivos al recibir información antes de las reuniones del CA.

Diversos estudios han demostrado resultados positivos y negativos en la relación de esta variable con el desempeño financiero (Tobin Q), Finkelstein y D'Aveni (1994) señalan que las ventajas de la dualidad de CEO, en su papel de presidente, brinde a los accionistas externos información relevante sobre las finanzas (Valenti et al. , 2011). Dowell et al. (2011) concluyen en su estudio que la dualidad permite tomar decisiones más rápidamente como resultado de que el CEO tenga más poder y conocimiento de las operaciones debido a su acercamiento en los resultados de los ejecutivos.

Otros estudios los cuales marcan una relación positiva son los desarrollados por Dowell et al. (2011), Daraghma y Alsinawi (2010) en Palestina, el de Elsayed (2007) en Egipto, el de Kota y Tomar (2010) en India, el de Tin y Shu (2008) en Hong Kong, aplican su estudio teniendo en cuenta el control familiar de las empresas, llegando a aseverar que este puede tener un efecto moderadamente negativo sobre la relación de dualidad.

3.4.4 Participación femenina y desempeño financiero.

Otra variable ampliamente estudiada en la creación de valor y el CA es la contribución de la participación femenina dentro del consejo (Terjesen et al., 2009). La investigación sobre mujeres en el CA evalúa como la participación femenina cuenta con

una gran influencia en el valor de la empresa, sin embargo, se cuenta con evidencia empírica que no suele ser muy concluyente en los estudios, inclinándose a favor de una relación positiva entre el desempeño financiero y la diversidad de género en el CA. Vetter (2012), menciona que en gran parte de las investigaciones las medidas de creación de valor con la cual se relaciona la diversidad de género en el CA, son medidas contables por ejemplo, ROA y ROE o basada en acciones como La Q de Tobin.

Carter, Simkins y Simpson (2003) examinan la relación entre la diversidad de género en el CA y el valor de la empresa en una muestra de empresas Fortune que cotiza en bolsa en 1997. Controlan la posible endogeneidad entre el valor de la empresa medido por Q de Tobin y la diversidad de género del CA utilizando un análisis de mínimos cuadrados. Después de controlar por tamaño, industria y otras medidas de GC, los autores encuentran significativas relaciones positivas entre la fracción de mujeres en el consejo y el valor de la empresa.

Campbell y Mínguez-Vera (2008) señalan la relación del impacto en el rendimiento empresarial y la presencia de mujeres en los CA en España, investigan el tema realizando un análisis de datos de panel sobre la muestra de 68 empresas no financieras cotizadas en el mercado continuo en Madrid, durante el período 2000-2005. La conclusión de este estudio es que una mayor diversidad de género en el CA puede generar más ganancias económicas, encuentran que la proporción de mujeres y hombres en el CA tienen una influencia positiva en el valor de la empresa mediante la Q de Tobin.

Joecks, Pull and Vetter (2012), en su investigación utilizan el método de datos de panel para 151 firmas alemanas listadas en la bolsa de valores en el período 2000-2005,

analizaron cual es el vínculo entre la diversidad de género y la empresa el rendimiento en términos de rendimiento sobre el capital (ROE) y la Tobin's Q. uno de los principales conclusiones de su estudio es que el rendimiento de un CA más diverso en cuanto al género excede al rendimiento de un CA 100% masculino. Los autores han ido aún más lejos tratando de encontrar un cierto porcentaje de participación de mujeres en el CA que se asocie en un mayor rendimiento de la empresa, siendo el 30 por ciento de mujeres en el CA.

Adams y Ferreira (2009) señalan en su estudio de datos panel, con una muestra de 86,714 observaciones en 1,939 empresas estadounidenses para el período 1996- 2003. Al examinar la influencia de la diversidad de género en el CA, los autores utilizan dos medidas de rendimiento: q de Tobin y ROA. Los resultados para q de Tobin sugieren que el coeficiente en la diversidad es positivo y significativo al 10%. Sin embargo, para abordar problemas de variables omitidas, los autores agregaron un efecto fijo firme, luego de lo cual el coeficiente en la diversidad se mantuvo estadísticamente significativa al nivel del 10%, pero con signo negativo.

Haslam et al. (2010) examinaron las empresas FTSE 100 en el período 2001-2005, centrándose sobre la relación entre la presencia de mujeres en el CA y medidas basadas en la contabilidad y en acciones del desempeño de la compañía. La muestra incluyó datos de 126 empresas que se incluyeron en el índice FTSE 100 en al menos uno de los cinco años en que los autores estuvieron interesados, mientras que el análisis es conducido usando ANOVA. Sus hallazgos indican que esta relación entre género la diversidad y el rendimiento varían en función de la medida particular del rendimiento. Específicamente, el análisis revela que no hubo relación entre la presencia de mujeres en los consejos y las

medidas de rendimiento basadas en la contabilidad (ROA, ROE). Sin embargo, había una relación negativa entre la presencia de mujeres en los consejos y las medidas de rendimiento basadas en acciones (Q de Tobin).

Ahern y Dittmar (2012) analizaron la muestra de firmas noruegas después de que se ha impuesto una restricción que exige que el 40% de los directores de las empresas noruegas sean mujer. Para estimar el impacto en el valor de la empresa, los autores utilizaron un corte transversal en la representación del CA como exógena, en una muestra de 248 empresas noruegas que cotizan en bolsa desde 2001 hasta 2010, los resultados se observa un impacto positivo en la Q de Tobin.

3.4.5 Reuniones del Consejo de Administración y desempeño financiero.

El número de reuniones en el año que realiza el CA es un indicador de la actividad de la junta del consejo, las reuniones infrecuentes pueden indicar un interés limitado en la compañía, o incluso una falta de interés, del mismo modo, un mayor número de reuniones implicaría una mayor supervisión de la administración de la empresa, con un efecto positivo en su desempeño (Azim, 2012). Jackling y Johl (2009) mencionan que una forma de medir la actividad de la junta del CA es la frecuencia de las reuniones, la cual es un factor que nos ayuda a evaluar si la junta de directores es activa o pasiva. Las reuniones de la junta deben llevarse a cabo con la frecuencia suficiente para permitir que la junta reciba informes continuos sobre la situación de la empresa (Gabrielsson & Winlund, 2000).

Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, una gran parte de cada reunión de la junta es asumida por tareas rutinarias, lo que deja poco tiempo y oportunidad para que los

directores independientes ejerzan un control significativo sobre la gestión (Jackling y Johl, 2009). Jensen (1993) señala que es beneficioso para las juntas del CA mantener la actividad de reuniones al mínimo, ya que un alto nivel de reuniones probablemente sea un indicador de una respuesta a un desempeño deficiente.

Una visión opuesta a la teoría de la agencia es la teoría de la dependencia de los recursos, la cual considera que la intensidad de la actividad de la junta (medida por la frecuencia de las reuniones) es un aspecto relacionado con el GC y el desempeño financiero. Algunos autores opinan que las reuniones de la junta del CA deben ser lo suficientemente frecuentes como para permitir que los consejeros obtenga informes actualizados sobre la situación de la compañía (Gabrielsson y Winlund, 2000; Arosaet al., 2013).

Un aumento en el número de reuniones implicaría un mayor control sobre los gerentes y, por lo tanto, un aumento en la riqueza de los accionistas. De esta forma, existe una asociación positiva entre un mayor número de reuniones y un mayor rendimiento; sin reuniones, la junta tiene pocas oportunidades para monitorear el desempeño de la empresa (Gabrielsson y Winlund, 2000). Varios autores han encontrado una relación positiva entre el número de reuniones del CA y el valor de la empresa, entre mayor sea el número de reuniones de la junta, especialmente si se cuenta con un bajo rendimiento, una crisis o un programa de inversión específica como una fusión o adquisición, mayor será el impacto positivo sobre el valor de la empresa (Brick y Chidambaran, 2010; Ntim y Osei, 2011). Las empresas con peor desempeño medido con los valores más bajos de Tobin's Q podrían aumentar el número de reuniones que mantienen para mejorar los resultados (Azim, 2012).

De la revisión a la literatura, existen investigaciones que revelan distintos tipos de resultados en cuanto a la relación de los consejeros independientes y el desempeño financiero de las empresas, medidos por la Tobin's Q. Por ejemplo, estudios realizados por Gabrielsson and Winlund (2000), Jackling and Johl (2009), Al-Najjar (2012) y Arosa et al. (2013) los cuales tienen identificado una relación positiva y en la investigación de Al-Najjar una relación negativa entre el número de reuniones de CA y el desempeño de la empresa, Winlund et al (2010) utilizaron una muestra de 92 empresas de EE. UU. y llegaron a la conclusión de un mayor número de reuniones de los consejeros que integran el CA tiene un efecto positivo la rentabilidad de la empresa, según lo medido por Tobin's Q.

CAPITULO 4. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

4.1 Introducción

En el presente capítulo se presenta el tipo de investigación, se plantea la hipótesis y un resumen donde se muestran los resultados obtenidos en investigaciones previas expuestas en el marco teórico con relación a nuestras variables de investigación, para después presentar los datos, muestra del estudio y la operacionalización la hipótesis.

Adicionalmente se detalla el diseño y la metodología de investigación para la comprobación de las hipótesis desde una aproximación cuantitativa la cual contiene como variables explicativas los factores de la estructura del CA y la variable a analizar que se considera el desempeño financiero a través de la medida de mercado “Q Tobin”.

4.2 Tipo de investigación

La presente investigación es de tipo correlacional, debido a que se establece una relación entre distintas variables de causa así como descriptiva. Es considerada descriptiva dado que se utilizan métodos de estadística descriptiva para analizar las características de cada una de las variables de estudio. Los estimadores estadísticos utilizados son media aritmética, máximo, mínimo y desviación estándar.

Es considerada una investigación correlacional causal dado que tiene como finalidad determinar cómo se asocian los factores de la estructura del CA con el desempeño financiero de las empresas públicas en México.

4.3 Hipótesis

Dada la pregunta de investigación ¿Cuál es el efecto que tiene el Gobierno Corporativo, mediante su figura del Consejo de Administración, con el desempeño financiero de las empresas públicas de México? La hipótesis que se pretende probar en esta investigación es la siguiente:

H_i: “El Gobierno Corporativo, mediante la estructura del Consejo de Administración incide significativamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México”

H₀: “El Gobierno Corporativo, mediante la estructura del Consejo de Administración no incide significativamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México”

Así mismo este trabajo de investigación presenta las siguientes hipótesis relacionadas a cada una de las variables de la investigación:

H1: “El tamaño del Consejo de administración incide positivamente significativamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México”

H2: “El porcentaje de consejeros independientes que cuenta el Consejo de Administración de las empresas públicas de México incide de manera directa en su desempeño financiero”

H3: “La dualidad del CEO – Presidente incide significativamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México”

H4: “La participación femenina dentro de los Consejo de Administración incrementa el desempeño financiero de las empresas públicas de México”

H5: “El número de reuniones que realiza el Consejo de Administración incide de manera significativa en el desempeño financiero de las empresas públicas de México”

Figura 6. Modelo esquemático de la hipótesis

$$QTobin = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 Lnemplea_{it} + \beta_3 CA_Tam_{it} + \beta_4 CA_Indp_{it} + \beta_5 DualCEO_{it} + \beta_6 MujCA_{it} + \beta_7 ReunCA_{it} + e_{it}$$

Fuente: Elaboración propia

X₁ = ROA⁴ Retorno sobre Activos

X₂ = Tamaño de la empresa – Logaritmo natural de empleados

X₃ = El Tamaño del Consejo de Administración

X₄ = El Número de Consejeros Independientes

X₅ = Dualidad Presidente CA ≠ CEO

X₆ = Porcentaje de participación femenina

X₇ = Reuniones en el año por el CA

Y = Desempeño Financiero: Q Tobin⁵.

⁴ ROA = Utilidad neta / Activos totales. - es una medida de rentabilidad que provee información sobre el buen uso de los recursos invertidos por los accionistas de la empresa para generar rendimientos

⁵ Q Tobin = (Equity Market Value + Liabilities Market Value) / (Equity Book Value + Liabilities Book Value)

Chung y Pruitt (1994) definieron a la Tobin's Q como un indicador de valor de mercado de la empresa para remplazar el valor de sus activos, Chong, *et al.*, (2009), Gompers, *et al.*, (2003) determinan el valor de la empresa dividiendo el valor de mercado de las acciones y el capital contable, Gompers *et al.* (2003), define la Q como el valor de mercado de los activos dividido por el valor de los activos en libros, desglosando el valor de mercado de los activos más el valor de mercado de las acciones ordinarias menos la suma del valor contable de las acciones ordinarias y los impuestos diferidos. Todos los valores contables para el año fiscal t se combinan con el valor de mercado del patrimonio común al final del año t

En la revisión de la literatura observamos que estudios empíricos demuestran que la variable del a Tobin's Q es un mejor indicador para cuantificar el retorno de la inversión en comparación con las medidas basadas en la contabilidad ROA y ROE (Landsman y Shapiro, 1995). Para calcular la Q de Tobin Chong, Guillén y López-de-Silanes (2009) utilizan la siguiente aproximación para empresas mexicanas:

$$Tobin's\ q_t = \frac{VL\ Activos\ Totales_t + VMCapital_t - VLCapital_t}{VLActivos\ Totales_t}$$

Donde VLActivos Totales y VLCapital son los valores en libros de los activos totales y capital contable en el ejercicio t y VMCapital es el valor de mercado de la empresa que se obtiene multiplicando el número de acciones en circulación por el precio de cierre de la acción en el ejercicio t . en nuestra investigación tomaremos el valor de la Tobin's Q obtenido mediante el sistema de información de Bloomberg, el cual efectúa la medición de esta variable como medida de rentabilidad en las empresas públicas en México.

Tabla 3. Relación de las Hipótesis planteadas.

| Hipótesis | Descripción | Signo esperado |
|-----------|---|----------------|
| H1 | El tamaño del Consejo de administración incide significativamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México. | + |
| H2 | El porcentaje de consejeros independientes que cuenta el Consejo de Administración de las empresas públicas de México incide de manera directa en su desempeño financiero | + |
| H3 | La dualidad del CEO – Presidente incide significativamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México. | - |
| H4 | La participación femenina dentro de los Consejo de Administración incrementa el desempeño financiero de las empresas públicas de México | + |
| H5 | El número de reuniones que realiza el Consejo de Administración incide de manera significativa en el desempeño financiero de las empresas públicas de México | + |

Fuente: Elaboración propia.

4.4 Modelo de relaciones y de hipótesis

A continuación se presentan los resultados de las investigaciones que analizan la relación entre nuestras variables y el desempeño financiero expuestas en el marco teórico de esta investigación (véase tabla 4).

Tabla 4. Relación estructural Hipótesis-Marco teórico

| Variables | Referencia | Relación con Tobin's Q |
|---------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| Tamaño del CA | Hambrick and D'Aveni (1992) | Positivo |
| | Guest, 2009 | Negativo |
| | McIntyre et al., 2007 | Positivo |
| | De Andres et al., 2005 | Negativo |
| | Drakos y Bekiris, 2010 | Negativo - Sin relación |
| | Pucheta-Martínez (2015) | Positivo / Negativo |
| | Arosa et al. (2013) | Negativo |
| | Azim (2012) | Positivo / Negativo |
| | Lefort and Urzúa (2008) | No Significativo |
| | Hillman et al. (2011) | Positivo / Negativo |
| Consejeros Independientes | Ehikioya, 2009 | Sin relación |
| | Yammeesri y Herath, 2010 | Sin relación / Negativa |

| | | |
|---|--|-------------------------|
| | Ameer et al., 2010 | Positivo |
| | Dalton et al., 1998 | Sin relación |
| | De Andres et al., 2005 | Negativo |
| | Chang et al. (2015) | Positivo |
| | Arosa et al. (2013) | Positivo |
| | Lefort and Urzúa (2008) | No Significativo |
| | Azim (2012) | Positivo / Negativo |
| | Osma (2008) | Positivo |
| | Hu et al., 2010 | Negativo |
| | Ehikioya, 2009 | Sin relación |
| | Yammeesri y Herath, 2010 | Sin relación / Negativa |
| | Dalton et al., 1998 | Sin relación |
| | Drakos y Bekiris, 2010 | Negativo - Sin relación |
| Dualidad CEO - Presidente CA | Cabrera-Suárez and Martín-Santana (2015) | Positivo |
| | Ghosh et al. (2010) | Negativo |
| | Arosa et al. (2013) | Positivo |
| | Essen et al. (2013) | Positivo |
| | Carter et al. 2003) | Positivo |
| | Chakrabarty y Bass (2014) | Positivo |
| Participación femenina | Kang et al. (2007) | Positivo / Negativo |
| | Torchia et al. (2011) | Positivo |
| | Ghosh et al. (2010) | Positivo |
| | Azim (2012) | Positivo |
| | Jensen (1993) | Negativo |
| | Gabrielsson and Winlund (2000) | Positivo |
| Número de reuniones | Ntim and Osei (2011) | Positivo |
| | Azim (2012) | Positivo / Negativo |
| | Arosa et al. (2013) | Negativo |
| | Al-Najjar (2012) | Positivo |

Fuente: Elaboración propia.

4.5 Datos y muestra

La muestra utilizada en esta investigación se desarrolla para el caso de México y específicamente en las empresas públicas que cotizan en la BMV. El periodo de estudio de este análisis es 2010 al 2015. El tamaño de la población está representado por un total de

141 empresas, de las cuales se tiene 95 evaluaciones realizadas por Bloomberg, que corresponden a las empresas con mayor liquidez y tamaño. Adicionalmente se eliminaron las empresas del sector financiero, debido a la normatividad expuesta en este tipo de empresas es distinta a las demás, de la muestra se eliminaron aquellas empresas que no contaban con información del GC en el sistema Bloomberg, y empresas que no se repiten en los dos años bajo estudio, quedando un total de 50 unidades de estudio.

En la tabla 5 se muestra los sectores considerados dentro de la muestra por orden de importancia y el número de empresas que están consideradas para el análisis, siendo un total de 50 empresas.

Tabla 5. Cuadro de empresas por sector

| SECTOR | No. de empresas |
|---|-----------------|
| INDUSTRIAL | 14 |
| PRODUCTOS DE CONSUMO FRECUENTE | 13 |
| MATERIALES | 12 |
| SERVICIOS DE TELECOMUNICACIONES | 5 |
| SERVICIOS Y BIENES DE CONSUMOS NO BASICOS | 4 |
| ENERGÍA | 1 |
| SALUD | 1 |
| TOTAL | 50 |

Fuente: Elaboración propia utilizando Eviews 7 con información de BMV (2017)

La información de las evaluaciones de la estructura del GC fueron proporcionadas por Bloomberg, así como la información financiera de las empresas correspondiente a Estados Financieros, precios de las acciones, Razones financieras y Q Tobin, se obtuvo a partir de la base de datos de Bloomberg.

4.5.1 Variable dependiente

En la presente investigación se utiliza como variable dependiente el desempeño financiero de las empresas públicas de México. Para determinar este desempeño se utiliza la Q Tobin. Esta relación de análisis ha sido ampliamente utilizado en la literatura (Lang y Stulz, 1994; Mínguez y Martín, 2003; Lefort y Urzúa, 2008) la cual es considerada una muy buena medida para evaluar el efecto de la acción de la empresa y la creación de valor sobre, esto con el fin de efectuar una visión más completa sobre las expectativas de los inversionistas (Demsetz y Villalonga, 2001; Jiao, 2010).

La definición de la Q Tobin es la suma del valor de mercado de la acción y el valor en libros de la deuda, dividido por el valor en libros de los activos totales (Campbell y Vera, 2010), (Jiao, 2010) y (Shan y McIver ,2011).

$$Q \text{ Tobin} = \frac{\text{Equity Market Value} + \text{Liabilities Market Value}}{\text{Equity Book Value} + \text{Liabilities Book Value}}$$

Shan y McIver (2011) mencionan que "los mercados favorecen las características específicas de las juntas particularmente la independencia y las calificaciones profesionales como un medio para mejorar el desempeño corporativo, y que esto se reflejará en el nivel de las medidas Q de Tobin de las empresas"

4.6 Operacionalización de la hipótesis

En la tabla 6 se describen las variables que se utilizarán en este modelo.

Tabla 6. Variables de la investigación e indicadores de medición

| Nombre | Definición | Unidad de Medición |
|---------------|--|---------------------------|
| CA_Tam | Número de miembros del CA | Valor Numérico |
| CA_Indp | Consejeros Independientes en el CA | Porcentaje |
| DualCEO | Dualidad CEO – Presidente | Dicotómica 1 y 0 |
| MujCA | Participación femenina en el CA | Porcentaje |
| ReunCA | Número de Reuniones del CA en el año | Valor Numérico |
| ROA | Rendimiento Sobre Activo | Porcentaje |
| Lnemplea | Logaritmo natural de número de empleados | Valor Numérico |

Fuente: Elaboración propia.

Para analizar si existen correlaciones altas que pudieran causar multicolinealidad en las regresiones, así como registrar asociaciones entre la estructura del CA y el resto de las variables se estimaron las correlaciones entre las variables utilizando el coeficiente de correlaciones de Pearson, el cual mide la relación lineal entre dos variables y puede tomar valores entre -1 y 1, donde -1 significa una correlación negativa perfecta y 1 una correlación positiva perfecta. Adicional al valor del coeficiente de Pearson se encuentra el p-value el cuál si su valor es menor a .05 indica que la correlación es significativa.

La Tabla 7 muestra que la matriz de correlación de Pearson, los resultados indican que todas las variables están lejos de correlacionarse. El coeficiente de correlación máximo es del 14.8% entre el porcentaje de consejeros independientes y la participación femenina en el CA, lo que indica una correlación negativa y significativa, lo cual es congruente con Kang et al. (2007) y Al-Najjar (2012). Todas las demás variables están correlacionadas

entre sí con un bajo nivel de correlación, esto sugiere que es más probable que la multicolinealidad no sea un problema entre las variables.

Tabla 7. Correlaciones de variables del modelo de desempeño financiero

| | TAMCON | PDINDEP | DUALCEO | PMUJCA | NUMJUNTCA |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| TAMCON | 1.000000 | | | | |
| PDINDEP | 0.091025 | 1.000000 | | | |
| DUALCEO | 0.141739 | -0.018644 | 1.000000 | | |
| PMUJCA | -0.094524 | -0.148182 | -0.012162 | 1.000000 | |
| NUMJUNTCA | 0.012236 | 0.096639 | -0.082588 | -0.118074 | 1.000000 |

Fuente: Elaboración propia, utilizando EVIEWS 7

4.7 Metodología de análisis

Con el objetivo de conocer las características de la muestra, se obtienen los principales estimadores descriptivos: media, mínimo, máximo y desviación estándar para las variables de desempeño financiero, y variables del Gobierno Corporativo. Posteriormente para analizar el efecto de la estructura del CA en el desempeño financiero de las empresas públicas en México se recurre a la regresión de cuantiles, que forma parte de las técnicas estadísticas del análisis multivariable.

De la revisión a la literatura sobre gobierno corporativo y desempeño observamos que la mayoría de las investigaciones aporta una evidencia mixta del impacto de las diversas mediciones del mismo sobre los indicadores del desempeño. Sin embargo, gran parte de la literatura adopta el método de los mínimos cuadrados ordinarios (MCO). Dicho método se basa en la tendencia central, que puede no constituir una representación adecuada de la

realidad en aquellos casos en los que la variable dependiente oscila entre los valores superior e inferior y, por tanto, la relación puede no ser homogénea a lo largo de los diferentes percentiles de las variables dependientes (Ali Shawtari et. al. 2016). Una variable que tenga un impacto positivo basado en la tendencia central para las empresas puede no ser el caso para aquellas posicionadas en los límites superior o inferior. Entonces, el cálculo de las medias con el uso del método MCO no reflejaría ni representaría la heterogeneidad en la relación estimada. Por ello, la regresión de cuantiles calcula la relación en cualquier punto, supeditado a la distribución de la variable dependiente. Esto nos permitiría generar diversos coeficientes estimados en cualquier cuantil de la variable dependiente (Tsung-Han Kuan, Chu-Shiu Li y Chwen-Chi Liu, 2015)

Para la regresión se utilizará el siguiente modelo para analizar el desempeño financiero de mercado Q Tobin:

$$QTobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 Lnemplea_{it} + \beta_3 CA_Tam_{it} + \beta_4 CA_Indp_{it} + \beta_5 DualCEO_{it} + \beta_6 MujCA_{it} + \beta_7 ReunCA_{it} + e_{it}$$

Donde $i = 1, 2, \dots, 50$ unidades de corte transversal (empresas de la BMV seleccionadas) y $t = 1, 2, \dots$ años (2010-2015).

Para la estimación de los modelos se emplea el software de EViews7. Las regresiones se estiman empleando el método de cuantiles ya que se observa que la distribución de los datos indican una distribución que no es lineal, los primeros cuantiles presentan una tendencia lineal y después se presenta una tendencia de crecimiento creciente y posteriormente una línea lineal, debido a esto se apoya que el método de MCO no es

totalmente adecuado, ya que el MCO no permitirá lograr una adecuada presentación del fenómeno e implica una heterogeneidad dada por la diferencia entre las mismas unidades.

Con el objetivo de determinar la proporción de la varianza de la variable dependiente que es explicada por las variables independientes incluidas en el modelo se calcula el coeficiente de determinación ajustado (R^2_{aj}) que es el que considera el número de variables incluidas en el modelo.

4.8 Conclusiones parciales

La metodología presentada anteriormente es la que permite responder a la pregunta de investigación planteada y determinar si existe relación entre la estructura del Gobierno Corporativo, mediante el Consejo de Administración y el desempeño financiero de las empresas públicas en México. Para el desempeño financiero del mercado se utiliza la métrica Q Tobin debido a que es una de las más utilizadas por los investigadores y más relevantes para los administradores e inversionistas.

Autores que han evaluado algunos factores de GC han analizado dentro de la misma regresión estos factores y obtenido resultados positivos entre esta relación (Azim, 2012; Guest, 2009; Arosa et al. 2013; Essen et al. 2013; Ghosh et al. 2010), y dado a que algunos autores han encontrado relaciones nulas o negativas como Hu et al., (2013), Dalton et al., (1998) y Drakos - Bekiris, (2013) se pretende estudiar con una mayor profundidad estas relaciones analizando cómo influyen las mejor y peor calificadas en el desempeño financiero de las empresas.

CAPITULO 5. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

5.1 Introducción

El presente capítulo tiene como objetivo mostrar los resultados obtenidos que permiten responder a la pregunta de investigación planteada sobre el efecto de los factores del GC, mediante su figura del CA y el desempeño financiero de las empresas en México. En la primera sección del capítulo se muestran los principales estimadores descriptivos como media, máximo, mínimo y desviación estándar de las variables utilizadas en esta investigación.

Posteriormente se muestra una sección para cada uno de los factores donde se presentan los resultados obtenidos de las regresiones correspondientes a los modelos de desempeño financiero de mercado. Dentro de estas secciones se analiza para las relaciones no significativas entre los aspectos del CA y las métricas de desempeño financiero.

Por último, se encuentran las conclusiones del capítulo dónde se responde a la pregunta de investigación y se detalla en qué casos no hubo evidencia estadística para rechazar o no la hipótesis de investigación, la cual plantea las características del CA tengan un efecto positivo en el desempeño financiero.

5.2 Estadística descriptiva

En la tabla 8 se muestran las estadísticas descriptivas de las variables de los modelos expuestos anteriormente.

Tabla 8. Estadística descriptiva de las variables de los modelos

| | Variable | Media | Mediana | Máx | Min. | Desv. Est. | Probability | Kurtosis |
|----------------------|-------------|--------|---------|--------|---------|------------|-------------|----------|
| Desempeño Mercado | Q tobin | 1.969 | 1.714 | 9.305 | 0.548 | 1.150 | 0.000 | 149.970 |
| | TAMCON | 12.224 | 11.000 | 21.000 | 5.000 | 3.730 | 0.008 | 2.294 |
| | PMUJCA | 5.800 | 0.000 | 45.454 | 0.000 | 9.215 | 0.000 | 6.613 |
| Factores GC | PDINDEP | 41.689 | 44.444 | 90.000 | 0.000 | 17.741 | 0.183 | 2.428 |
| | DUALCEO | 0.379 | 0.000 | 1.000 | 0.000 | 0.486 | 0.000 | 1.247 |
| | NUMJUNTC | 5.453 | 5.000 | 14.000 | 0.000 | 1.844 | 0.000 | 7.615 |
| Variables de Control | ROA | 6.000 | 5.079 | 34.634 | -11.143 | 5.910 | 0.000 | 7.204 |
| | LNEMPLEADOS | 9.536 | 9.808 | 12.422 | 6.178 | 1.637 | 0.006 | 2.140 |

Fuente: Elaboración propia utilizando Eviews 7 con información de Bloomberg (2017)

Dentro de los factores de GC, el que presenta una mayor media y desviación estándar es el porcentaje de consejeros independientes en las empresas; el de menor media es el número de juntas en el año realizadas por el CA y el porcentaje de mujeres en el CA, debido a que la Dualidad del Ceo es dicotómica. Los mínimos presentados dentro del desempeño Mercado corresponden a la empresa Bio-Pappel en el año 2011 con una Q de Tobin de 0.5478 y los máximos presentados corresponden a la empresa Kimberly-Clark también en el año 2011 con una Q de 9.3045

Por otra parte los máximos presentados en las variables del GC corresponden al porcentaje de consejeros independientes de la empresa Genomma Lab Internacional la cual en el año 2014 presentó un 90% de consejeros independientes en su consejo de administración; así mismo el máximo presentado por el porcentaje de mujeres en el CA corresponde a Wal-Mart de México quien en el 2012 su Consejo de Administración estaba representado por el 45.45% de mujeres. El tamaño del consejo de administración presenta sus máximos por las empresas Grupo Aeroméxico en el 2012 y Arca Continental quien en los años 2010, 2012 y 2015 está representado en su Consejo de Administración por 21 Consejeros.

En las variables del GC, el tamaño del CA tiene un intervalo de 5 hasta 21 consejeros que integran la junta, Homex es la empresa que cuenta con el menor tamaño del consejo de las empresas que cotizan en la BMV durante el periodo 2010 a 2015, Homex únicamente cuenta con cinco miembros en el CA, en los años 2010 al 2012, cabe destacar que en este periodo se observa que no se cuenta con consejeros independientes. Otra de las variables del GC, es el número de juntas en el año que realiza el CA (Numjuntca) en la cual el máximo presentado fue por Grupo Famsa con un promedio de 13 juntas en el año en el periodo de 2010 y 2015, siendo en el 2014 una recurrencia de 14 veces por el CA.

En las variables de control, la variable tamaño medida como logaritmo natural de número de empleados tiene una media de 9.536, los valores máximos se presenta en el 2012 representada por Wal-Mart de México y los mínimos de esta variable se presentan en el 2010 por la misma Bolsa Mexicana de Valores. Para el tamaño de la empresa medido por la ROA, la empresa de mayor tamaño corresponde a grupo Fresnillo quien en el año 2011 obtuvo un ROA del 34.64%, pero la de menor es Grupo Elektra (-11.14%) seguida de Axtel S.A.B. de C.V. (-9.39%), estos resultados son observados en el 2012 y 2014 respectivamente.

5.3 Efecto del Gobierno Corporativo en el desempeño financiero

La mayoría de la literatura utiliza principalmente el método de MCO para investigar el impacto del gobierno corporativo en el rendimiento de las empresas y su valuación, sin embargo los resultados de estos estudios proporcionan evidencia mixta sobre esta relación entre el rendimiento de la empresa y su valuación, uno de los principales problemas que observamos en estos estudios es que en algunos de ellos han pasado por alto el hecho que

tal relación de estas variables solamente refleja los efectos medios. Por lo tanto, esperamos que tal relación pueda variar a medida que la variable dependiente varíe en su escala.

Estos resultados se pudieron obtener mediante el uso de cuartil con el enfoque de regresión, donde se producirán varios coeficientes con cada coeficiente que describe la relación entre gobierno corporativo y rendimiento en diferentes puntos de desempeño. Por lo tanto, será exhaustivo y riguroso este análisis.

Los resultados econométricos del cuartil .25 se sintetizan en la Tabla 9, donde se incluyen todas las observaciones disponibles, en este cuartil son significativas; ROA (1%) y un coeficiente de 0.090313, el cual es inferior a los cuartiles .50 y .75; El Tamaño del Consejo (número de miembros en el CA) al 1% y coeficiente de 0.034923 siendo el mayor de los cuartiles de la investigación, también observamos que la proporción de consejeros independientes es significativo al 5% con un coeficiente de 0.0049, siendo el mayor dentro de los 3 cuartiles analizados. Por otra parte se observa que la participación de mujeres en el CA significativo al 1%, con un coeficiente de 0.020306, el menor de los demás cuartiles, como variables no son significativas observamos a las variables de tamaño de la empresa (logaritmo natural de empleados), la Dualidad del CEO- Presidente y el número anual de juntas que realiza el CA, por lo que podemos mencionar que en el cuartil .25 tiene mayor significancia el número de consejeros, la participación femenina dentro del CA y la proporción de consejeros independientes, este cuartil cuenta con una R^2 Ajustada del 22.67% siendo el cuartil con una menor explicación entre las variables, a medida que se tiene un mejor valor en la Q de Tobin, crece el impacto en el desempeño financiero. Continúan sin ser significativas Tamaño de la empresa, dualidad de la presidencia del consejo y director y el número de reuniones del consejo, lo cual indicaría que a medida que

la empresa tiene mayor antigüedad tiene mayor importancia a la estructura del Consejo de Administración.

Los resultados de la regresión cuartil al .50, se estipula que las variables de control (ROA y LNEMPLEADOS) son altamente significativas, siendo las empresas con una Q de Tobin mediana, las que muestran valores más altos. En este cuartil son significativas el Tamaño del CA (número de miembros) al 1% y coeficiente de 0.033169; por otra parte se observa que la diversidad de género en el CA es una variable significativa al 5%, con un coeficiente de 0.020832; Por el contrario, PDINDEP y NUMJUNTCA no son significativos. El signo en DUALCEO es negativo pero no es significativo con un coeficiente de -0.082993 por lo que en el cuartil .25 y .50 esta variable no se considera significativa, lo cual nos inclina a evaluar la hipótesis H₃ “La dualidad del CEO – Presidente incide positivamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México”, en cuanto existe la dualidad CEO, menor es el q, lo que confirmaría la existencia de la relación inversa sugerida anteriormente, pero no significativa por lo cual nos llevaría a rechazar la tercera hipótesis.

Tabla 9. : Quantile Regression (tau = 0.25, 0.50 y 0.75)

| Variable | Quantiles | | | | | |
|----------------------------|-----------|----------|--------|-----------|--------|------------|
| | 0.25 | | 0.5 | | 0.75 | |
| ROA ⁽¹⁾ | 4.697 | (0.000)* | 5.927 | (0.000)* | 6.512 | (0.000)* |
| LNEMPLEADOS ⁽²⁾ | -0.287 | 0.773 | -1.925 | (0.055)** | -2.922 | (0.003)* |
| TAMCON ⁽³⁾ | 3.49 | (0.000)* | 2.633 | (0.000)* | 0.9 | 0.368 |
| PDINDEP ⁽⁴⁾ | 2.31 | (0.021)* | 0.625 | 0.532 | 0.338 | (0.001)* |
| DUALCEO ⁽⁵⁾ | -0.05 | 0.959 | -0.714 | 0.475 | 0.108 | (0.002)* |
| PMUJCA ⁽⁶⁾ | 3.141 | (0.001)* | 2.342 | (0.020)* | 5.119 | (0.000)* |
| NUMJUNTCA ⁽⁷⁾ | 1.119 | 0.264 | 0.373 | 0.709 | 1.794 | (0.074)*** |
| C ⁽⁸⁾ | 0.393 | 0.694 | 3.143 | (0.001)* | 5.012 | (0.000)* |

* p-Value < 0.01; ** p-Value < 0.05; *** p-Value < 0.10.

R² Adj 0.25 = 0.226720

R^2 Adj. 0.50 = 0.235910

R^2 Adj. 0.75 = 0.312875

¹ ROA: Utilidad neta / Activos totales

² LNEMPLEADOS: Logaritmo natural del número de empleados en la empresa

³ TAMCON: Número de Consejeros que integran el CA

⁴ PDINDEP: Número de consejeros independientes entre el total de consejeros

⁵ DUALCEO: Dualidad de funciones del presidente del CA y el CEO

⁶ PMUJCA: Porcentaje de mujeres que integran el CA

⁷ NUMJUNTCA: Número de reuniones en el año que realiza el CA

⁸ C: Constante de la regresión

Fuente: Elaboración propia utilizando Eviews 7 con información de Bloomberg (2017)

En el cuartil de .75 se observa, que las variables significativas son ROA y LNEMPLEADOS al 1% y un coeficiente de 0.109146 y -0.136532 respectivamente, siendo la variable LNEMPLEADOS con signo negativo, el cual es similar en su naturaleza del signo con los otros cuartiles sin embargo en este cuartil se presenta el mayor coeficiente, a comparación con los perfiles de .25 y .50, en este cuartil no es significativa la variable TAMCON, la variable PMUJCA presenta un coeficiente de 0.038346 el superior en los otros cuartiles mencionados, siendo significativa esta variable al 1%. Por último en este cuartil observamos significativa la variable NUMJUNTCA la cual se mide por el número de juntas que realizó el CA en el año, siendo en este cuartil el único en el cual la variable fue significativa y al 10% con un coeficiente de 0.084354, este cuartil cuenta con una R^2 Ajustada del 31.28%.

Los resultados econométricos de los cuartiles .25, .50 y .75 a través de los años 2010 a 2015 se sintetizan en la Tabla 10, donde se incluyen todas las observaciones disponibles en cada uno de los años de la muestra, los resultados en estos cuartiles revelaron el comportamiento de las variables a analizar a través del tiempo siendo las variables. En el 2010 las variables de control ROA fueron significativas al 1% en los cuartiles .50 y .75; la

el número de juntas que realiza el CA en el año fue significativa al 10% en el cuartil .50. en el 2011 igualmente es significativa el ROA y se observa la importancia de la participación de la mujer en el CA siendo positivamente significativa al 5%. En el 2012 el tamaño del CA muestra una relevancia positiva al 5%; en el 2013 se repite la significancia positiva de la diversidad de género en el CA. En el 2014 se observa un mayor número de variables significativas como el log. Natural de número de empleados, ROA y la participación femenina en el CA todas estas variable en el cuartil .75, y por último en el 2015 en porcentaje de consejeros independientes, ROA y PMUJCA son positivamente significativas en el cuartil .25 y .50 respectivamente.

Tabla 10. : Method: Quantile Regression (2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015)

| Percentil | Variable | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | | | | | | |
|-----------|----------------------------|---------|----------|---------|----------|---------|-----------|---------|----------|---------|-----------|---------|-----------|
| 25th | ROA ⁽¹⁾ | 0.1790 | 0.1121 | 0.0963 | 0.0489** | 0.0882 | 0.0775*** | 0.0819 | 0.01* | 0.0476 | 0.3758 | 0.1058 | 0.0123* |
| | LNEMPLEADOS ⁽²⁾ | 0.0504 | 0.6937 | 0.0057 | 0.9424 | -0.0855 | 0.4284 | -0.0362 | 0.6732 | 0.0636 | 0.6257 | -0.1132 | 0.3245 |
| | TAMCON ⁽³⁾ | -0.0160 | 0.8867 | 0.0390 | 0.3011 | 0.0468 | 0.1844 | 0.0241 | 0.4336 | 0.0483 | 0.2132 | 0.0243 | 0.5536 |
| | PDINDEP ⁽⁴⁾ | -0.0024 | 0.8562 | 0.0032 | 0.6758 | 0.0053 | 0.4042 | 0.0084 | 0.1901 | 0.0103 | 0.1624 | 0.0138 | 0.0861*** |
| | DUALCEO ⁽⁵⁾ | -0.2890 | 0.6779 | -0.0216 | 0.9478 | -0.0584 | 0.8372 | 0.0650 | 0.7646 | 0.0940 | 0.7904 | -0.1724 | 0.6419 |
| | PMUJCA ⁽⁶⁾ | 0.0185 | 0.4623 | 0.0167 | 0.5401 | 0.0271 | 0.2333 | 0.0215 | 0.0483** | 0.0103 | 0.6956 | 0.0201 | 0.4275 |
| | NUMJUNTCA ⁽⁷⁾ | 0.2562 | 0.1216 | 0.0505 | 0.4255 | 0.0216 | 0.7849 | 0.0086 | 0.8951 | -0.0054 | 0.9488 | 0.0081 | 0.8912 |
| | C ⁽⁸⁾ | -1.1786 | 0.4683 | -0.3522 | 0.6827 | 0.7142 | 0.5498 | 0.5067 | 0.5042 | -0.5929 | 0.7009 | 1.0849 | 0.3019 |
| | R ² AJUSTADA | 0.3506 | | 0.1803 | | 0.2138 | | 0.1931 | | 0.0592 | | 0.0839 | |
| 50th | ROA ⁽¹⁾ | 0.2570 | 0.0000* | 0.1261 | 0.0186* | 0.0710 | 0.2169 | 0.0748 | 0.0218** | 0.1030 | 0.0109* | 0.1159 | 0.0142* |
| | LNEMPLEADOS ⁽²⁾ | 0.1550 | 0.3909 | -0.0148 | 0.8877 | -0.1218 | 0.3328 | -0.1286 | 0.3127 | -0.0915 | 0.3217 | -0.1914 | 0.2471 |
| | TAMCON ⁽³⁾ | 0.0006 | 0.9936 | 0.0512 | 0.2734 | 0.1042 | 0.038** | 0.0164 | 0.6313 | 0.0419 | 0.2361 | 0.0157 | 0.7320 |
| | PDINDEP ⁽⁴⁾ | -0.0142 | 0.2944 | -0.0028 | 0.7526 | 0.0047 | 0.5953 | 0.0026 | 0.7288 | -0.0053 | 0.5162 | 0.0015 | 0.8618 |
| | DUALCEO ⁽⁵⁾ | -0.2061 | 0.7788 | -0.1950 | 0.6372 | -0.1564 | 0.6585 | -0.0698 | 0.7979 | 0.2434 | 0.4181 | 0.0774 | 0.8781 |
| | PMUJCA ⁽⁶⁾ | 0.0030 | 0.9021 | 0.0149 | 0.6240 | 0.0302 | 0.1714 | 0.0154 | 0.2836 | 0.0269 | 0.3502 | 0.0446 | 0.1703 |
| | NUMJUNTCA ⁽⁷⁾ | 0.3509 | 0.091*** | 0.0359 | 0.6666 | 0.0053 | 0.9593 | 0.0886 | 0.6245 | -0.0104 | 0.8332 | 0.0821 | 0.5022 |
| | C ⁽⁸⁾ | -2.4839 | 0.2155 | 0.1979 | 0.8666 | 0.8477 | 0.5425 | 1.8419 | 0.0478** | 1.7542 | 0.0435** | 2.2569 | 0.0169* |
| | R ² AJUSTADA | 0.5058 | | 0.1660 | | 0.1591 | | 0.1824 | | 0.1345 | | 0.2225 | |
| 75th | ROA ⁽¹⁾ | 0.2441 | 0.0000* | 0.1062 | 0.0024* | 0.0761 | 0.0881*** | 0.1001 | 0.0394** | 0.0723 | 0.0083* | 0.1101 | 0.0028* |
| | LNEMPLEADOS ⁽²⁾ | 0.1412 | 0.4569 | -0.0986 | 0.4543 | -0.2995 | 0.1106 | -0.1854 | 0.2914 | -0.1927 | 0.0705*** | -0.2016 | 0.1425 |
| | TAMCON ⁽³⁾ | 0.0297 | 0.6470 | 0.0422 | 0.4178 | 0.0888 | 0.2582 | 0.0303 | 0.4114 | 0.0237 | 0.6144 | 0.0100 | 0.7934 |
| | PDINDEP ⁽⁴⁾ | -0.0094 | 0.4222 | -0.0112 | 0.3874 | -0.0160 | 0.2629 | -0.0022 | 0.8751 | 0.0088 | 0.3938 | 0.0048 | 0.5196 |
| | DUALCEO ⁽⁵⁾ | 0.2487 | 0.7029 | 0.0848 | 0.8594 | -0.0496 | 0.9064 | -0.1986 | 0.6247 | 0.0153 | 0.9557 | 0.2176 | 0.5802 |
| | PMUJCA ⁽⁶⁾ | -0.0011 | 0.9584 | 0.0434 | 0.0302** | 0.0173 | 0.4271 | 0.0128 | 0.5052 | 0.0374 | 0.0078* | 0.0473 | 0.0652*** |
| | NUMJUNTCA ⁽⁷⁾ | 0.2779 | 0.1452 | 0.0277 | 0.7094 | 0.2915 | 0.1976 | 0.1567 | 0.3873 | 0.0609 | 0.5246 | 0.1435 | 0.2737 |
| | C ⁽⁸⁾ | -2.1675 | 0.3173 | 1.7467 | 0.3682 | 2.7884 | 0.1027 | 2.3575 | 0.0058* | 2.4500 | 0.0046* | 2.1463 | 0.0067* |
| | R ² AJUSTADA | 0.6636 | | 0.2358 | | 0.1534 | | 0.2568 | | 0.2559 | | 0.3159 | |

* p-Value < 0.01; ** p-Value < 0.05; *** p-Value < 0.10.

¹ ROA: Utilidad neta / Activos totales

² LNEMPLEADOS: Logaritmo natural del número de empleados en la empresa

³ TAMCON: Número de Consejeros que integran el CA

⁴ PDINDEP: Número de consejeros independientes entre el total de consejeros

⁵ DUALCEO: Dualidad de funciones del presidente del CA y el CEO

⁶ PMUJCA: Porcentaje de mujeres que integran el CA

⁷ NUMJUNTCA: Número de reuniones en el año que realiza el CA

⁸ C: Constante de regresión de cuantiles, la variable dependiente desempeño financiero

Fuente: Elaboración propia utilizando Eviews 7 con información de Bloomberg (2017)

En la Tabla 11 se muestra la regresión incluyendo el efecto sectorial, por ser los más relevantes se analiza el sector: Industrial, productos de consumo frecuente y Materiales, se observa que para los percentiles del 25th, 50th y 75th del sector industrial tienen más impacto sobre la Q de Tobin que el sector de productos de consumo frecuente y materiales, y que son significativos al 5%, nuestros resultados son congruentes con la línea de investigación de Nifora (2011) en el cual el sector industrial es el más representativo, Los resultados son consistentes con Artikis y Nifora (2011). En otros estudios como el de Drakos-Bekiris, (2013)

y Mahmud (2011) señalan al subsector de textil como uno de los sectores industriales más rentables.

Tabla 11 Regresión de cuantiles con efecto sectorial.

| Variable | Cuantiles | | | | | |
|----------------------------|-----------|-----------|--------|------------|--------|-----------|
| | 0.25 | | 0.5 | | 0.75 | |
| ROA ⁽¹⁾ | 4.456 | (0.000)* | 5.998 | (0.000)* | 8.108 | (0.000)* |
| LNEMPLEADOS ⁽²⁾ | -0.602 | 0.547 | -1.774 | (0.077)*** | -3.488 | (0.000)* |
| TAMCON ⁽³⁾ | 3.419 | (0.000)* | 2.700 | (0.007)* | 0.553 | 0.580 |
| PDINDEP ⁽⁴⁾ | 2.185 | (0.029)** | 0.955 | 0.340 | -0.563 | 0.573 |
| DUALCEO ⁽⁵⁾ | -0.906 | 0.365 | -0.971 | 0.332 | 0.330 | 0.741 |
| PMUJCA ⁽⁶⁾ | 3.730 | (0.000)* | 2.275 | (0.023)** | 4.252 | (0.000)* |
| NUMJUNTCA ⁽⁷⁾ | 0.038 | 0.969 | 0.197 | 0.843 | 2.066 | (0.04)** |
| INDUSTRIAL | -1.981 | (0.048)** | -2.315 | (0.021)** | -2.391 | (0.017)** |
| PCFRECUENTE | -1.379 | 0.169 | -1.114 | 0.266 | 0.336 | 0.736 |
| MATERIALES | -0.857 | 0.392 | -0.994 | 0.321 | -0.332 | 0.740 |
| C ⁽⁸⁾ | 0.970 | 0.332 | 3.371 | (0.000)* | 5.406 | (0.000)* |
| ADJUSTED R-SQUARED | 0.232 | | 0.244 | | 0.319 | |

* p-Value < 0.01; ** p-Value < 0.05; *** p-Value < 0.10.

¹ ROA: Utilidad neta / Activos totales

² LNEMPLEADOS: Logaritmo natural del número de empleados en la empresa

³ TAMCON: Número de Consejeros que integran el CA

⁴ PDINDEP: Número de consejeros independientes entre el total de consejeros

⁵ DUALCEO: Dualidad de funciones del presidente del CA y el CEO

⁶ PMUJCA: Porcentaje de mujeres que integran el CA

⁷ NUMJUNTCA: Número de reuniones en el año que realiza el CA

⁸ Sector Industrial

⁹ Productos de consumo frecuentes

¹⁰ Sector de Materiales

¹¹ C: Constante de la regresión

5.4 Conclusiones parciales.

Para probar la hipótesis de la investigación la cual establece una relación entre los factores del GC mediante la estructura del Consejo de Administración y el desempeño financiero de las empresas públicas de México fue necesario realizar procedimientos estadísticos los cuales

se presentan en este capítulo. Las regresiones de cuartiles realizadas permiten determinar si existe una relación entre el GC y el desempeño financiero de la empresa.

Se concluye que los modelos presentados en este capítulo son válidos, lo cual fue probado mediante un contraste de significación global para el cual se utiliza la prueba F, en la que se obtuvo un p-value en los distintos cuartiles, por lo tanto, se rechaza la hipótesis nula y se concluye que los modelos son significativos.

Los coeficientes de determinación ajustados de los modelos que tiene como variable dependiente la Q Tobin, son de 22.67% en el primer cuartil, una R_2 Ajustada de 23.59% en el segundo cuartil, y 31.28% en el cuartil de .75, lo que indica que las empresas con una q más alta reflejan una mejor relación con el desempeño financiero y las variables del Consejo de administración.

Por otra parte, no existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis de que el tamaño del consejo de administración incide de manera significativa con el desempeño financiero de las empresas públicas en México ya que en los resultados de 2 de 3 cuartiles se observa un valor significativo al 1% con coeficientes positivos del 0.03.

Por último la variable de DUALCEO expresada por la dualidad del CEO-Presidente del CA no fue significativa para los cuartiles .25 y .50 por lo que se rechaza la hipótesis H_3 “La dualidad del CEO – Presidente incide positivamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México” lo cual es congruente con la investigación de Yammeesri y Herath (2010), Drakos y Bekiris, (2010).

CAPITULO 6. CONCLUSIONES

6.1 Conclusiones

El GC, mediante su estructura del CA constituye a un importante elemento para el aumento de la eficiencia operativa y financiera y a su vez potenciar el crecimiento económico de las entidades y fomentar la confianza de los inversionistas. En esta investigación se analizó el impacto que tiene la estructura del CA y el desempeño financiero de las empresas medido a través de la Q de Tobin y el principal propósito de este estudio fue comprobar si para las empresas que cotizan en la BMV el GC tienen efecto en el valor de las empresas públicas en México.

Para probar la hipótesis general se cuantificó el desempeño financiero de las empresas de la muestra a través de la métrica de desempeño financiero Tobin's Q y fue necesario obtener la información financiera mediante la base de datos Bloomberg. Posteriormente se recurrió a la técnica del análisis multivariable, regresión de cuantiles.

Con base en el análisis llevado a cabo en este documento, la evidencia empírica respalda la idea de que la estructura del CA tiene un efecto significativo en el desempeño financiero de la empresa en distintas condiciones económicas, En tiempos del 2011 y 2012 la mayoría de las empresas en el estudio aumentaron el número de miembros en los CA, un aumento que está vinculado a una mayor independencia en el mismo, cabe destacar que las empresas mexicanas no cuentan con una gran participación femenina en los consejos sin embargo las empresas que tienen en sus filas del CA la participación femenina se vieron con un mejor desempeño financiero.

Para la dimensión del GC del Tamaño del CA se obtuvieron resultados positivos en las empresas pequeñas y medianas medidas a través de la Q de Tobin, por lo que se acepta la H₁ que el tamaño del CA incide positivamente significativamente en el desempeño financiero de las empresas públicas de México, cuyo resultado es congruente con los resultados obtenidos en diversas investigaciones de Hambrick & D'Aveni (1992), Mcintyre et al. (2007), Azim (2012), Pucheta et al (2015) y difiere con los resultados obtenidos por Guest (2009), De andres et al (1996), Arosa et al. (2013). Los Consejos de Administración más grandes tienen mayores posibilidades de crear un vinculo o enlazar su entorno que los Consejos de Administración más pequeños. (Castro et al., 2010).

Los resultados obtenidos para la dimensión del GC de la Independencia del CA, medido en el porcentaje de consejeros independientes en el CA y la dualidad del CEO, en la primera dimensión se obtuvieron resultados positivos y significativos en las empresas pequeñas y grandes medidas a través de la Q de Tobin, por lo que no existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis que el porcentaje de consejeros independientes que cuenta el CA de las empresas públicas de México incide de manera directa en su desempeño financiero, lo que difiere con los resultados obtenidos por Yammeesri y Herath (2010) y Lefort and Urzúa (2008) los cuales encontraron una relación negativa entre los consejeros independientes y el desempeño financiero, pero nuestros resultados son similares en la relación positiva de estos factores de las investigaciones de Osma (2008) y Arosa et al. (2013).

Para el factor de la diversidad de género, la variable de la participación femenina en el CA fue significativamente positiva en los tres cuartiles de la investigación, obteniendo el mismo resultado positivo en la relacione de las variable en investigaciones como Carter et al. (2003), Azim (2012) y Torchia et al (2011) por lo que se acepta la H₄ que la participación femenina

dentro de los CA incrementa el desempeño financiero de las empresas públicas de México el tamaño. Y por último los resultados obtenidos para la variable del número de reuniones que realiza el CA en el año fueron positivos y significativos únicamente en las empresas un una mayor Q de Tobin (cuartil .75) , por lo que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis que el número de reuniones que realiza el Consejo de Administración incide de manera significativa en el desempeño financiero de las empresas públicas de México, siendo incongruente con los resultados obtenidos por Ntim and Osei (2001) y Al-Najjar (2012) y coincidiendo con los obtenidos por Arosa et al. (2013), Azim (2012) y Jensen (1993). Dado los resultados obtenidos en la investigación se acepta la hipótesis general de nuestra investigación.

Por último se considera también importante señalar que la muestra de nuestro estudio está basada en empresas públicas con una estructura organizacional compuesta, quienes saben de la importancia de la gestión del control interno, sin embargo la mayoría de las empresas en México son pequeñas y medianas por lo cual este trabajo de investigación es relevante para que las empresas que no cuenten con la estructura del CA tomen en consideración para un control interno y que ayuda a contar con un buen desempeño financiero .

6.2 Futuras líneas de investigación

El tema del GC es muy amplio y existen muchas líneas de investigación a desarrollar, sin embargo la medición del desempeño financiero mediante métricas de mercado como la Tobin's Q, en economías emergentes como la nuestra es un tema relativamente nuevo y por lo tanto es necesario seguir analizándolo para conocer el efecto de estas prácticas en las empresas. Las futuras líneas de investigación que se sugieren son:

- Analizar el efecto de los factores del Gobierno Corporativo, mediante el CA en los diversos sectores de la economía de México y compararlo con diversos países.
- Analizar distintas variables del CA con el desempeño financiero medido a través de otras métricas contables y de mercado.
- Ampliar el periodo de la muestra y establecer que comportamiento sigue.
- Comparar los resultados obtenidos con países latinoamericanos y observar la posición de México.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Bibliografía

- Acemoglu, D. y. (2005). Unbundling institutions. *Journal of Political Economy* , 949.
- Agrawal, A. y. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 377-397.
- Ahlering, B. y Deakin, S. (2007). Labor regulation, corporate governance, and legal origin: A case of institutional complementarity. *Law y Society Review* , 865-908.
- Alchian, A. A. (1965). The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. *The Journal of Industrial Economics* , 30-41.
- Alix Valenti, M.; Luce, R. and Mayfield, C. (2011).). "The effects of firm performance on corporate governance". *Management Research Review*, Vol. 34, No. 3 , 266 – 283.
- Allen, F. (2005). Corporate governance in emerging economies. *Oxford Review of Economic Policy* , 164-178.
- Al-Najjar, B. (2012). The determinants of board meetings: evidence from categorical analysis. *J. Appl. Acc. Res* , 178-190.
- Alves, C. y. (2004). Corporate governance policy and company performance: The Portuguese case. *Corporate Governance-an International Review* , 290-301.
- Ameer, R. R. (2010). A new perspective on board composition and firm performance in an emerging market. *Corporate Governance* , 647.
- Ang, J. S., Cole, R. A. y Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance* , 81-106.
- Aoki, M. (2001). Towards a comparative institutional analysis. *Cambridge: MIT Press*.
- Arosa, B. I. (2013). The board structure and firm performance in SMEs: evidence from Spain. *Investig. Eur. Dir. Econ. Empresa* , 127-135.
- Asher, C., Mahoney, J. M. y Mahoney, J. T. (2005). Towards a property rights foundation for a stakeholder theory of the firm. *Journal of Management and Governance* , 5-32.
- Azim, M. (2012). Corporate governance mechanisms and their impact on company performance: a structural equation model analysis. *Aust. J. Manage* , 481-505.
- Baek, H.Y., Johnson, D.R. and Kim, J.W. (2009). "Managerial ownership, corporate governance, and voluntary disclosure". *Journal of Business and Economic Studies* , vol. 15, no. 2, pp. 44-61.
- Berglöf, E. y Pajuste, A. (2005). What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe. *Oxford Review Economic Policy* , 178-198.
- Berle, A. y Means, G. . (1932). The modern corporation and private property. *Nueva York: MacMillan*.

- Berrone, P. (2009). Estudio sobre la estructura de los Consejos de Administración. Una visión contrastada entre Inversores Institucionales y Presidentes. *Working Paper IESE Business School*.
- Bhagat, S. B. (2008). The promise and peril of corporate governance indices. *Columbia Law Review* , 108(8), 1803-1882.
- Boatright, J. R. (1994). Fiduciary duties and the shareholder-management relation. *Business Ethics Quarterly* , 393.
- Bonsón, E. y Escobar, T. (2004). La difusión voluntaria de información financiera en Internet. Un análisis comparativo entre Estados Unidos, Europa del Este y la Unión Europea. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 33(123) , 1063-1101.
- Botero, J. C., Djankov, S., La Porta, R. y Lopez-de-Silanes, F. (2004). The regulation of labor. *The Quarterly Journal of Economics* , 339-382.
- Brennan, N. M. y Solomon, J. (2008). Corporate governance, accountability, and mechanisms of accountability: An overview. *Accounting, Auditing y Accountability Journal* , 885–906.
- Brown, L. D. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy* , 409-434.
- Bushman, R. y Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate. *Journal of Accounting and Economics* 32(1) , 237-333.
- Cadbury Committee Report. . ((1992)). *Report of the Cadbury committee on the financial aspects of corporate governance*. Londres: Gee.
- Campbell, K. V. (2010). Female board appointments and firm valuation: short and long-term effects. *J. Manag. Gov* , 35-59.
- Carcello, J.V. y Neal, T.L. (2000). Audit committee Composition and Auditor Reporting. *The Accounting Review* , , 453-467.
- Carter, D. S. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. *Financ. Rev.* , 33-53.
- Casey, C., Skibnes, R. y Pringle, J. K. (2011). Gender equality and corporate governance. *Gender, Work and Organization* , 613-630.
- Cerbioni, F. and Parbonetti, A. (2007). "Corporate governance and intellectual capital disclosure: an analysis of European biotechnology companies". *European Accounting Review*, Vol. 16, no. 4 , 791–826.
- Chang, C. Y. (2015). Firm risk and performance: The role of corporate governance. *Rev. Manag. Sci* 9 , , 141-173.
- Choi, C., Hilton, B. y Millar, C. (2004). *Emergent globalization*. London, UK: Palgrave.
- Chong, A. y López de Silanes, F. (2007). *Investor protection and corporate governance. Firm level evidence across Latin America*. Washington D.C: Stanford University Press-Inter American Development Bank.
- CINIF. (2014). *Normas de Información Financiera*. México: CINIF.

- Claessens, S. (2003). Corporate governance and development. *Washington, DC: World Bank*.
- Claessens, S. Djankov, S., y Lang, L. . (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* , 58(1-2), 81-112.
- Claessens, S. y Fan, J. P. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of Finance*, 3(2) , 71-103.
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, , 386-405.
- Coase, R. (1960). The problem of social cost. . *Journal of Law and Economics* , 1-44.
- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review* , 84-93.
- Daily, C. y. (1992). The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing* , 375-386.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E. and Johnson, J.L. (1998). "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance". *Strategic Management Journal*, vol. 19, no. 3 , 269-290.
- De Andres, P. A. (2005). Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review* , 197-210.
- Deakin, S. y. (1997). Comparative corporate governance: An interdisciplinary agenda. *Oxford: Blackwell Publishers*.
- Demsetz, H. V. (2001). Ownership structure and corpo-rate performance. *J. Corp. Finance* , 209--233.
- Denis, D. K. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 1-36.
- Diamandis, P. F. (2011). Financial liberalization, exchange rates and stock prices: Exogenous shocks in four Latin America countries . *Journal of Policy Modeling* , 381-394.
- Donaldson, T. y. (1995). The stakeholder theory of the corporation Concepts, evidence and implications. *The Academy of Management Review* , 65-91.
- Donnelly, R. y. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review* , 416-429.
- Drakos, A. A. (2010). Endogeneity and the relationship between board structure and firm performance: A simultaneous equation analysis for the Athens Stock Exchange . *Managerial and Decision Economics* , 387-401.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing. *Corporate Governance* , 231-243.
- Eisenhardt, K. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review* , 532-550.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy* , 288-307.

- Fama, E. F. y Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2) , 301-325.
- Fernández-Rodríguez, E., Gómez-Ansón, S. and Cuervo-García, Á. (2004). "The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms". *Corporate Governance: An International Review* , 29–46.
- Forker, J. (2012). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research* , 111-124.
- Freeman, E. . (1984). Strategic management: A stakeholder approach. *Boston: Pitman Press*.
- Gallego Álvarez, I., García Sánchez, I. y Rodríguez Domínguez, L. (2009). La eficacia del gobierno corporativo y la divulgación de información en Internet. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* , 109-135.
- Gallego Álvarez, I., García Sánchez, I. y Rodríguez Domínguez, L. (2009). La eficacia del gobierno corporativo y la divulgación de información en Internet. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* , 109-135.
- Gandía, J. L. (2008). Determinants of interest-based corporate governance disclosure by Spanish listed companies. *Online Information Review* , 791-817.
- García-Meca, E. y. (2009). Un estudio meta-analítico de los factores determinantes de la revelación de información. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* , 761-788.
- Gedajlovic, E. R. (1998). Management and ownership effects: Evidence from five countries. *Strategic Management Journal* , 533-553.
- Ghazali, N. (2010). Corporate governance and voluntary disclosure in Malaysia. *International Journal of Business Governance and Ethics* , 261-279.
- Glaeser, E. y Shleifer, A. (2002). Legal origins. *The Quarterly Journal of Economics* , 193-229.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. . *The European Journal of Finance* , 385-404.
- Gugler, K., Mueller, D. y Burcin, Y. . (2003). The impact of corporate governance on investment returns in developed and developing nations. *The Economic Journal* , 113(491), 511-539.
- Gul, F. A., Srinidhi, B. y Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics* , 314-338.
- Hambrick, D. D. (1992). Top team deterioration as part of the downward spiral of large corporate bankruptcies. *Manag.Sci.* , 1445-1448.
- He, Y., Tian, Z. y Chen, Y. (2007). Performance implications of nonmarket strategy in China. *Asia Pacific Journal of Management* , 151-169.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (2007). Transparency and corporate governance. The . *The National Bureau of Economic Research* , 1-28.

- Hermalin, B. y Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4) , 101-112.
- Hillman, A. S. (2011). What I like about you? A multilevel study of share-holder discontent with director monitoring. *Organ. Sci* , 675-687.
- Ho, S. y. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* , 139-159.
- Hoskisson, R. E., Lau, L. y Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of Management Journal* , 249-267.
- Hussainey, K. y Wang, M. (2010). *Voluntary disclosure and corporate governance: Further UK evidence*. Stirling University.
- Jackling, B. J. (2009). Board structure and firm performance:evidence from India's top companies. *Corp. Gov. Int. Rev* , 492-509.
- Jackson, M. P. (2006). *Sarbanes-Oxley for small business leveraging compliance for maximum advantage*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976, 3(4)). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* , 305-360.
- Johnson, S. M. (2002). Property rights and finance. *American Economic Review* , 1335-1356.
- Keasey, K. y. (1993). Issues in corporate accountability and governance. *Accounting and Business Research* , 291.
- Kent, P. y Stewart, J. (2008). Corporate governance and disclosures on the transition to international financial reporting standards. *Accounting and Finance* , 48(4) , 649–671.
- La Porta, R. L. (2006). What works in securities laws? *The Journal of Finance* , 1-32.
- La Porta, R. y López-de-Silanes, F. (1998). *Capital markets and legal institutions*. Harvard University.
- La Porta, R. y.-d.-S. (1998). Capital markets and legal institutions. EE.UU. *Harvard University*. , 1.
- La Porta, R., López de Silanés, F., Schleifer, A., y Vishny, R. . (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy* , 1113-1155.
- La Porta, R., López de Silanés, F., Shleifer, A. y Vishny, R. . (2000). Investor protection and corporate governance . *Journal of Financial Economics* , 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of finance* , 1131-1150.
- Lakhal, F. (2005). Voluntary earnings disclosure and corporate governance Evidence from France. *The Review of Accounting and Finance* , 64-85.

- Laksmana, I. (2008). Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. *Contemporary Accounting Research* , 47-82.
- Lefort, F. (2004). Gobierno corporativo: ¿Qué es? y ¿Cómo andamos por casa? *Cuadernos de Economía* , 207-237.
- Lefort, F. y González, R. (2008). Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile. *Abante* , 17-37.
- Levitt, S., & J. Dubner, S. (2005). *Freakonomics*. NY: Stephen J. Dubner.
- Linares, E. A. (2012). *El Gobierno Corporativo en empresas Hispano-Marroquíes*. Granada, España: Universidad de Granada, facultad de ciencias económicas y empresariales.
- Lipton, M. y. (1995). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance . *Business Lawyer* , 59-119.
- López Herrera, F. y Ríos Szalay, J. (2005). Resumen de los principios de la OCDE para el gobierno corporativo. *Contaduría y Administración (UNAM)* , 169-181.
- Lubatkin, M. L. (s.f.). A nationally-bounded theory of opportunism in corporate governance. *University of Connecticut, Working paper*.
- Luo, Y. (2005). How does globalization affect corporate governance and accountability? *Journal of International Management* , 19-41.
- Mangena, M. y Taurigana, V. (2007). Disclosure, corporate governance and foreign share ownership on the Zimbabwe stock exchange. *Journal of International Management and Accounting* , 53-85.
- Matoussi, H. y Jardak, M. K. (2012). International corporate governance and finance: Legal, cultural and political explanations. *The International Journal of Accounting* , 1-43.
- McIntyre, M. L. (2007). The top team: Examining board composition and firm performance . *Corporate Governance* , 547-561.
- Miller, G. (2004). Discussion of what determines corporate transparency? . *Journal of Accounting Research*, 42(2) , 253-268.
- Noor, M. A. (2013). Board characteristics and performance from perspective of governance code in Malaysia. *World Review of Business Research* , 191-206.
- Norris, F. (2002). Un torbellino arropa la industria de The New York Times [Resumen]. *Negocios, El Nuevo Día* .
- North, D. C. (1994). Economic performance through time. *The American Economic Review* , 359-368.
- North, D. (1990). Institutional, institutional change and economic performance. *Cambridge University Press*.
- North, D. (s.f.). Structure and change in economic history. *Nueva York: Norton*.
- O'Connell, V. C. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *Eur. Manag.* , 387-399.

- OCDE. (1999). *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
- OCDE, 2. (s.f.). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE París: OCDE*. Obtenido de <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>
- Ooghe, H. y De Langhe, T. (2002). The anglo-american versus the continental european corporate governance model: Empirical evidence of board composition in Belgium. *European Business Review* , 437-449.
- Orij, R. (2010). Corporate social disclosures in the context of national cultures the context of national cultures and stakeholder theory. *Accounting, Auditing y Accountability Journal* , 868-889.
- Ortiz, E. y Clavel, J. G. . (2006). Índices de revelación de información: Una propuesta de mejora de la metodología. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* , 87-113.
- Osma, B. (2008). Board independence and real earnings management: the case of R&D expenditure. *Corp. Gov.* , 116-131.
- Peng, M. (2003). Institutional transitions and strategic choices. *Academy of Management Review* , 275-296.
- Ping, Z. y Andy, C. W. (2011). Corporate governance: A summary review on different theory approaches. *International Research Journal of Finance and Economics* , 7-13.
- Pratoom, K. (2011). Cross validating the consequences model of corporate governance underlying combination of stewardship and stakeholder theories. *African Journal of Business Management* .
- Pratt, J. W. y Zeckhauser, R. J. (1991). *Principals and agents: The structure of business*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- Pucheta-Martínez, M. (2015). El papel del Consejo de Administración en la creación de valor en la empresa. *Revista de Contabilidad/Spain* , 148-161.
- PWC. (2004). Sarbanes Oxley: un nuevo reto. *PricewaterhouseCoopers* , .
- pwc. (2011). www.pwc.com. Obtenido de Véase para mayor información: <https://www.pwc.com/mx/es/servicios-governance-risk-compliance/archivo/2011-07-analisis-resultados.pdf>
- Qu, W. y Leung, P. (2006). Cultural impact on Chinese corporate disclosure: A corporate governance perspective. *Managerial Auditing Journal* , 241-264.
- Ramaswamy, V., Ueng, C. y Carl, L. (2008). Corporate governance characteristics of growth companies: An empirical study. *Academy of Strategic Management Journal* , 21-33.
- Rowley, T. J. (1997). Moving beyond dyadic ties: A network theory of stakeholder influences. *The Academy of Management Review* , 887-910.
- Rutherford, M. (2001). Institutional economics: Then and now. *The Journal of Economic Perspectives* , 173-194.
- Samaha, K. D. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International* .

- Sánchez-Ballesta, J. P.-M. (2007). A meta-analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, , 879-894.
- Santiago Castro, M., Brown, C. J. y Báez-Díaz, A. (2009). Prácticas de gobierno corporativo en América Latina. *Academia: Revista Latinoamericana de Administración* , 26-40.
- Santiago-Castro, M. y. (2007). Ownership structure and minority rights: A Latin American view. *Journal of Economics and Business* , 430-442.
- Sened, I. (2000). Institutions and Economic Theory: The contribution of the New Institutional Economics. *Journal of Economic Literature* , 128-129.
- Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* , 167-198.
- Shleifer, A. &. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* , 737–783.
- Singh, V., Vinnicombe, S. y Johnson, P. (2001). Women directors on top UK boards. *Corporate Governance: An International Review* , 206-216.
- Soto, M. G. (2003). *El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas*. España: UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA .
- Spira, L. F. (2003). Audit Committees: begging the question? *Corporate Governance An International Review* , 180-187.
- Suhomlinova, O. (2006). Towards a model of organizational co-evolution in transition economies. *Journal of Management Studies* , 1537-1558.
- Turrent, G. d. (2012). *Factores institucionales que inciden en la transparencia del gobierno corporativo: un estudio en empresas cotizadas latinoamericanas*. España: UNIVERSIDAD DE CANTABRIA.
- Ulrich, D. y Barney, J. B. (1984). Perspectives in organizations: Resource dependence efficiency, and population. *The Academy of Management Review* , 471-481.
- Veciana, J. (1999). Creación de empresas como programa de investigación científica. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* , 11-36.
- Williamson, O. E. (1998). Corporate governance. *Yale Law Journal* , 93.
- Yammeesri, J. y. (2010). Board characteristics and corporate value: Evidence from Thailand. *Corporate Governance*, 10 , 279-291.
- Young, M. Peng, M., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., y Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies* , 196-220.
- Zahra, A, Pearce, J. (1989). "Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrated Model". *Journal of Management*, Vol 15, No.2 , 291-334.

Zattoni, A. Cuomo F. (2008). (2008). "Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives". *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 16, no. 1 , 1–15.

Zingales, L. (2000). In search of new foundations. *Journal of Finance* , 1623–1653.

APÉNDICES

Apéndice 1. Empresas Públicas que cotizan en la BMV a diciembre 2015

| Número Empresa | Clave emisora | Razón Social | Clasificación | Muestra |
|----------------|---------------|--|-----------------------|---------|
| 1 | AC | ARCA CONTINENTAL, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |
| 2 | ACELSA | ACCEL, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 3 | ACTINVR | CORPORACION ACTINVER, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 4 | AEROMEX | GRUPO AEROMÉXICO, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 5 | AG | FIRST MAJESTIC SILVER CORP. | MATERIALES | No |
| 6 | AGRIEXP | AGRO INDUSTRIAL EXPORTADORA, S.A. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | No |
| 7 | AGUA | GRUPO ROTOPLAS, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 8 | AHMSA | ALTOS HORNOS DE MEXICO, S.A. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 9 | ALFA | ALFA, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 10 | ALPEK | ALPEK, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | Si |
| 11 | ALSEA | ALSEA, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | Si |
| 12 | AMX | AMÉRICA MÓVIL, S.A.B. DE C.V. | TELECOMUNICACIONES | Si |
| 13 | ARA | CONSORCIO ARA, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 14 | ARISTOS | CONSORCIO ARISTOS, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 15 | ASUR | GRUPO AEROPORTUARIO DEL SURESTE, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 16 | AUTLAN | COMPAÑÍA MINERA AUTLÁN, S.A.B. DE C. V. | MATERIALES | No |
| 17 | AXTEL | AXTEL, S.A.B. DE C.V. | TELECOMUNICACIONES | Si |
| 18 | AZTECA | TV AZTECA, S.A.B. DE C.V. | TELECOMUNICACIONES | No |
| 19 | BACHOCO | INDUSTRIAS BACHOCO, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |
| 20 | BAFAR | GRUPO BAFAR, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | No |
| 21 | BACOMER | BBVA BANCOMER, S.A., INSTITUCIÓN DE BANCA MÚLTIPLE, GRUPO FINANCIERO BBVA BANCOMER | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 22 | BEVIDES | FARMACIAS BENAVIDES, S.A.B. DE C.V. | SALUD | No |
| 23 | BIMBO | GRUPO BIMBO, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |
| 24 | BOLSA | BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | Si |
| 25 | C | CITIGROUP INC. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 26 | CABLE | EMPRESAS CABLEVISIÓN, S.A. DE C.V. | TELECOMUNICACIONES | No |
| 27 | CEMEX | CEMEX, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | Si |
| 28 | CERAMIC | INTERNACIONAL DE CERAMICA, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 29 | CHDRAUI | GRUPO COMERCIAL CHEDRAUI, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |

| | | | | |
|----|---------|---|-----------------------|----|
| 30 | CIDMEGA | GRUPE, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 31 | CIE | CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE ENTRETENIMIENTO, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 32 | CMOCTEZ | CORPORACIÓN MOCTEZUMA, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 33 | CMR | CMR, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 34 | COLLADO | G COLLADO, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 35 | COMERCI | CONTROLADORA COMERCIAL MEXICANA, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | No |
| 36 | CONVER | CONVERTIDORA INDUSTRIAL, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 37 | CREAL | CRÉDITO REAL, S.A.B. DE C.V., SOFOM, E.R. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 38 | CULTIBA | ORGANIZACIÓN CULTIBA, S.A.B. DE CV | CONSUMO FRECUENTE | No |
| 39 | CYDSASA | CYDSA, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 40 | DINE | DINE, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 41 | EDOARDO | EDOARDOS MARTIN, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 42 | ELEKTRA | GRUPO ELEKTRA, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | Si |
| 43 | ELEMENT | ELEMENTIA, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | Si |
| 44 | FEMSA | FOMENTO ECONÓMICO MEXICANO, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |
| 45 | FINAMEX | CASA DE BOLSA FINAMEX, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 46 | FINDEP | FINANCIERA INDEPENDENCIA, S.A.B. DE C.V. SOFOM, E.N.R. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 47 | FRAGUA | CORPORATIVO FRAGUA, S.A.B. DE C.V. | SALUD | No |
| 48 | FRES | FRESNILLO PLC | MATERIALES | Si |
| 49 | GAP | GRUPO AEROPORTUARIO DEL PACÍFICO, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 50 | GBM | CORPORATIVO GBM, S.A.B. DE C. V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 51 | GCARSO | GRUPO CARSO, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 52 | GCC | GRUPO CEMENTOS DE CHIHUAHUA, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | Si |
| 53 | GENSEG | GENERAL DE SEGUROS, S.A.B. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 54 | GENTERA | GENTERA, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 55 | GEO | CORPORACION GEO, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 56 | GFAMSA | GRUPO FAMSA, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | Si |
| 57 | GFINBUR | GRUPO FINANCIERO INBURSA, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 58 | GFINTER | GRUPO FINANCIERO INTERACCIONES, S.A. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 59 | GFMULTI | GRUPO FINANCIERO MULTIVA S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 60 | GFNORTE | GRUPO FINANCIERO BANORTE, S.A.B DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |

| | | | | |
|----|---------|--|-----------------------|----|
| 61 | GFREGIO | BANREGIO GRUPO FINANCIERO, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 62 | GICSA | GRUPO GICSA, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 63 | GIGANTE | GRUPO GIGANTE, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |
| 64 | GISSA | GRUPO INDUSTRIAL SALTILLO, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 65 | GMD | GRUPO MEXICANO DE DESARROLLO, S.A.B. | INDUSTRIAL | No |
| 66 | GMEXICO | GRUPO MEXICO, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | Si |
| 67 | GMODELO | GRUPO MODELO, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | No |
| 68 | GNP | GRUPO NACIONAL PROVINCIAL, S.A.B. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 69 | GOMO | GRUPO COMERCIAL GOMO, S.A. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 70 | GPH | GRUPO PALACIO DE HIERRO, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 71 | GPROFUT | GRUPO PROFUTURO, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 72 | GRUMA | GRUMA, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |
| 73 | GSANBOR | GRUPO SANBORNS, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 74 | HCITY | HOTELES CITY EXPRESS, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 75 | HERDEZ | GRUPO HERDEZ, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |
| 76 | HILASAL | HILASAL MEXICANA S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 77 | HOGAR | CONSORCIO HOGAR, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 78 | HOMEX | DESARROLLADORA HOMEX, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 79 | HOTEL | GRUPO HOTELERO SANTA FE, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 80 | IASASA | INDUSTRIA AUTOMOTRIZ, S.A. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 81 | ICA | EMPRESAS ICA, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 82 | ICH | INDUSTRIAS CH, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 83 | IDEAL | IMPULSORA DEL DESARROLLO Y EL EMPLEO EN AMÉRICA LATINA, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 84 | IENOVA | INFRAESTRUCTURA ENERGETICA NOVA, S.A.B. DE C.V. | ENERGÍA | Si |
| 85 | INCARSO | INMUEBLES CARSO, S.A.B. de C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 86 | INGEAL | INGEAL, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | No |
| 87 | INVEX | INVEX CONTROLADORA, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 88 | KIMBER | KIMBERLY - CLARK DE MEXICO S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |
| 89 | KOF | COCA-COLA FEMSA, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |
| 90 | KUO | GRUPO KUO, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 91 | LAB | GENOMMA LAB INTERNACIONAL, S.A.B. DE C.V. | SALUD | Si |
| 92 | LALA | GRUPO LALA, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO | Si |

| | | | | |
|-----|---------|--|-----------------------|----|
| | | | FRECUENTE | |
| 93 | LAMOSA | GRUPO LAMOSA, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 94 | LASEG | LA LATINOAMERICANA SEGUROS, S.A. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 95 | LIVEPOL | EL PUERTO DE LIVERPOOL, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | Si |
| 96 | MASECA | GRUPO INDUSTRIAL MASECA, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | No |
| 97 | MAXCOM | MAXCOM TELECOMUNICACIONES, S.A.B. DE C.V. | TELECOMUNICACIONES | No |
| 98 | MEDICA | MEDICA SUR, S.A.B. DE C.V. | SALUD | No |
| 99 | MEGA | MEGACABLE HOLDINGS, S.A.B. DE C.V. | TELECOMUNICACIONES | Si |
| 100 | MEXCHEM | MEXICHEM, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | Si |
| 101 | MFRISCO | MINERA FRISCO, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | Si |
| 102 | MINSA | GRUPO MINSA, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | No |
| 103 | MONEX | HOLDING MONEX, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 104 | NEMAK | NEMAK, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 105 | OHLMEX | OHL MEXICO, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 106 | OMA | GRUPO AEROPORTUARIO DEL CENTRO NORTE, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 107 | PAPPEL | BIO PAPPEL, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | Si |
| 108 | PASA | PROMOTORA AMBIENTAL, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 109 | PE&OLES | INDUSTRIAS PEÑOLES, S. A.B. DE C. V. | MATERIALES | Si |
| 110 | PINFRA | PROMOTORA Y OPERADORA DE INFRAESTRUCTURA, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | Si |
| 111 | POCHTEC | GRUPO POCHTECA, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 112 | POSADAS | GRUPO POSADAS, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 113 | PROCORP | PROCORP, S.A. DE C.V., SOCIEDAD DE INV. DE CAPITAL DE RIESGO | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 114 | PV | PEÑA VERDE S.A.B. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 115 | Q | QUÁLITAS CONTROLADORA, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 116 | QBINDUS | Q.B. INDUSTRIAS, S.A. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 117 | QUMMA | GRUPO QUMMA, S.A. DE C.V. | TELECOMUNICACIONES | No |
| 118 | RASSINI | SANLUIS CORPORACIÓN, S.A.B. DE C. V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 119 | RCENTRO | GRUPO RADIO CENTRO, S.A.B. DE C.V. | TELECOMUNICACIONES | No |
| 120 | REALTUR | REAL TURISMO S.A. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 121 | SAB | GRUPO CASA SABA, S.A.B. DE C.V. | SALUD | No |
| 122 | SAN | BANCO SANTANDER, S.A. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 123 | SANMEX | GRUPO FINANCIERO SANTANDER MEXICO, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |

| | | | | |
|-----|---------|---|-----------------------|----|
| 124 | SARE | SARE HOLDING, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 125 | SAVIA | SAVIA, S.A. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | No |
| 126 | SIMEC | GRUPO SIMEC, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | Si |
| 127 | SORIANA | ORGANIZACIÓN SORIANA, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |
| 128 | SPORT | GRUPO SPORTS WORLD, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 129 | TEAK | PROTEAK UNO, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 130 | TEKCHEM | TEKCHEM, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 131 | TLEVISA | GRUPO TELEVISA, S.A.B. | TELECOMUNICACIONES | Si |
| 132 | TMM | GRUPO TMM, S.A. | INDUSTRIAL | No |
| 133 | TS | TENARIS S.A. | MATERIALES | Si |
| 134 | UNIFIN | UNIFIN FINANCIERA, S.A.B. DE C.V., SOFOM, E.N.R. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 135 | URBI | URBI DESARROLLOS URBANOS, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 136 | VALUEGF | VALUE GRUPO FINANCIERO, S.A.B. DE C.V. | SERVICIOS FINANCIEROS | No |
| 137 | VASCONI | GRUPO VASCONIA S.A.B. | CONSUMO NO BÁSICO | No |
| 138 | VESTA | CORPORACIÓN INMOBILIARIA VESTA, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 139 | VITRO | VITRO, S.A.B. DE C.V. | MATERIALES | No |
| 140 | VOLAR | CONTROLADORA VUELA COMPAÑÍA DE AVIACIÓN, S.A.B. DE C.V. | INDUSTRIAL | No |
| 141 | WALMEX | WAL - MART DE MEXICO, S.A.B. DE C.V. | CONSUMO FRECUENTE | Si |

Fuente: Elaboración propia con información de la BMV