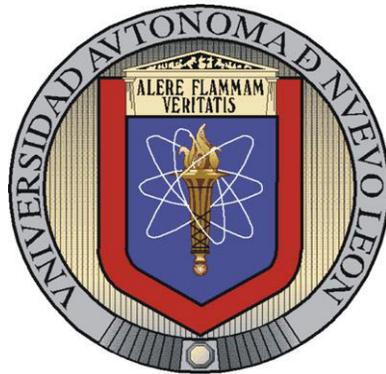


**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE NUEVO LEÓN**  
**FACULTAD DE CONTADURÍA PÚBLICA Y ADMINISTRACIÓN**



**TESIS**

**EFFECTOS QUE TIENE EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA PRÁCTICA DE  
GESTIÓN DE RESULTADOS SOBRE EL VALOR DE LA EMPRESA:  
APLICACIÓN PRÁCTICA A EMPRESAS QUE COTIZAN EN LA BOLSA  
MEXICANA DE VALORES**

**PRESENTADA POR  
ISELA ALANÍS AGUILAR**

**PARA OBTENER EL GRADO DE DOCTOR EN CONTADURÍA**

**MAYO, 2018**

**EFFECTOS QUE TIENE EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA PRÁCTICA DE  
GESTIÓN DE RESULTADOS SOBRE EL VALOR DE LAS EMPRESAS:  
APLICACIÓN PRÁCTICA A EMPRESAS QUE COTIZAN EN LA BOLSA  
MEXICANA DE VALORES**

**Aprobación de la tesis**

**Comité de Evaluación de Tesis Doctoral**

---

**Dra. Martha del Pilar Rodríguez García**  
**Presidente**

---

**Dr. Adrián Wong Boren**  
**Secretario**

---

**Dr. Jesús Gerardo Cruz Álvarez**  
**Vocal 1**

---

**Dr. Vicente Esteban Martínez Pérez**  
**Vocal 2**

---

**Dr. Alfonso Hernández Campos**  
**Vocal 3**

**San Nicolás de los Garza, N. L.,**

**Febrero 2018**

<b>Lista de tablas .....</b>	<b>6</b>
<b>Declaración de autenticidad .....</b>	<b>7</b>
<b>Resumen .....</b>	<b>8</b>
<b>Dedicatoria .....</b>	<b>9</b>
<b>Agradecimientos .....</b>	<b>10</b>
<b>Abreviaturas .....</b>	<b>11</b>
<b>Capítulo 1. Naturaleza y dimensión del estudio .....</b>	<b>12</b>
1.1 Antecedentes .....	12
1.2 Planteamiento del problema de Investigación.....	13
<i>1.2.1 Revisión preliminar de la literatura. ....</i>	<i>13</i>
<i>1.2.2 Declaración del problema. ....</i>	<i>15</i>
1.3 Objetivo general.....	17
1.4 Objetivos específicos .....	17
1.5 Importancia y justificación de la investigación.....	18
1.6 Hipótesis .....	18
1.7 Delimitaciones y limitaciones .....	19
1.8 Contribución.....	19
<b>Capítulo 2. Métodos de valoración de empresas.....</b>	<b>20</b>
2.1 Valoración.....	20
2.1 Métodos basados en el balance de la empresa .....	23
<i>2.1.2 Valor contable. ....</i>	<i>24</i>
<i>2.1.2 Valor contable ajustado.....</i>	<i>24</i>
<i>2.1.3. Valor de liquidación. ....</i>	<i>24</i>

2.1.4 Valor sustancial.....	25
2.2 Métodos basados en la cuenta de resultados de la empresa .....	25
2.2.1 Múltiplos de beneficio PER.....	26
2.2.2. Múltiplos de las Ventas.....	26
2.2.3 Otros múltiplos.....	27
2.3. Métodos basados en descuento de flujos .....	28
2.3.1. Flujo de efectivo libre.....	28
2.3.2 El flujo de efectivo disponible para las acciones.....	30
2.3.3 Capital Cash Flow.....	30
2.3.4 Valor presente ajustado.....	30
2.4 Mercado de Valores .....	31
2.4.1 La Q de Tobin.....	31
2.5 Conclusiones .....	32
<b>Capítulo 3. Gobierno corporativo .....</b>	<b>33</b>
3.1 Antecedentes teóricos de gobierno corporativo .....	33
3.2. Principios de gobierno corporativo y código de mejores prácticas.....	35
3.3 Teoría de la Agencia .....	37
3.4 Gobierno Corporativo y valoración de empresas .....	40
3.4.1 Prácticas de Gobierno Corporativo.....	40
3.4.2 Junta directiva.....	43
3.4.3 Estructura de capital.....	44
3.4.4 Infraestructura legal y protección a los inversionistas.....	45
3.5 Relevancia de la transparencia corporativa.....	50
3.6 Conclusiones .....	51
<b>Capítulo 4. Gestión de resultados.....</b>	<b>52</b>

4.1 Antecedentes teóricos: Gestión de resultados .....	52
4.2 Modelos de Gestión de resultados.....	56
4.3 Gestión de resultados y valoración de empresas .....	62
4.4 Conclusiones .....	67
<b>Capítulo 5. Metodología de la investigación.....</b>	<b>68</b>
5.1 Diseño de la investigación .....	68
5.2 Población y muestra .....	68
5.3 Hipótesis y Modelo .....	69
5.4 Método estadístico utilizado en la investigación.....	73
5.5 Conclusiones .....	74
<b>Capítulo 6. Análisis y discusión de resultados .....</b>	<b>76</b>
6.1 Preparación de la información .....	76
6.2 Resultados .....	76
6.3 Conclusiones .....	83
<b>Capítulo 7 Conclusiones.....</b>	<b>84</b>
7.1 Conclusiones .....	84
7.2 Futuras líneas de investigación .....	87
<b>Referencias .....</b>	<b>88</b>
<b>Apéndices .....</b>	<b>105</b>
Apéndice A. Empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores a diciembre 2015 ..	105

### **Lista de tablas**

Tabla 1. Coeficientes de correlación entre variables independientes de estudio.....	77
Tabla 2. Estadísticas descriptivas .....	78
Tabla 3. Datos Panel y Regresión cuantil.....	81
Tabla 4. Cuadro de empresas por sector.....	81
Tabla 5. Datos Panel y Regresión cuantil por sectores .....	82

### **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: Isela Alanís Aguilar

Firma:

Fecha:

## **Resumen**

Berle y Means (1932), proponen la separación entre la propiedad y el control, siendo considerados los pilares del pensamiento sobre gobierno corporativo. Ball y Brown (1968) y Beaver (1968), suelen señalarse como los pioneros en analizar la respuesta del mercado de capitales a la información contable. El objetivo de este trabajo es analizar si el índice de gobierno corporativo y la práctica de gestión de resultados medida a través de ajustes por devengo discrecionales afectan el valor de la empresa, en empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores. La investigación se realizó para el periodo 2008 a 2015 en una muestra de 52 empresas utilizando la metodología regresión cuantil. Este estudio muestra que estas variables si tienen efecto el valor de la empresa.

Palabras Clave: Valor de la empresa, gobierno corporativo, gestión de resultados.

## **Dedicatoria**

A mi esposo Mario, y a mis hijos María Fernanda y Efraín por su paciencia durante este proyecto, con quienes he sacrificado tiempo de convivencia y atención, y al mismo tiempo por alentarme en todo momento para alcanzar esta meta.

A mis padres Eva y Saúl por apoyarme en cada proyecto que he realizado.

A mis hermanos, familiares y amigos por estar presentes cuando los he necesitado.

### **Agradecimientos**

Primeramente, a Dios por permitirme concluir esta etapa de mi vida.

A la Dra. Martha del Pilar Rodríguez, mi directora de tesis, por su gran optimismo y motivación en la asesoría de esta tesis y en la búsqueda de nuevo conocimiento.

Al Dr. Adrián Wong y Dr. Jesús Cruz por formar parte del comité tutorial, por sus consejos en la elaboración de la tesis; también agradecerles por las clases impartidas que fueron de gran ayuda para los avances de esta tesis.

Quiero también agradecer a los doctores que me impartieron clases Ramón Guajardo, Adriana Hinojosa, Alfonso Hernández, Juan Paura, Juan Rositas, Klender Cortéz, Paula Villalpando y Elías Alvarado.

A mis compañeros de clase Adriana, Nora y Alan, por su apoyo cuando lo necesité.

Al Dr. Vicente Esteban Martínez Pérez y al Dr. Alfonso Hernández Campos por aceptar formar parte del comité.

A las autoridades de la Universidad Autónoma de Nuevo León (UANL) y de la Facultad de Contaduría Pública y Administración (FACPYA) por su apoyo en la realización de este proyecto.

A mis alumnos por ser parte de la motivación para seguir superándome.

A todas aquellas de las que he aprendido y me motivan a avanzar.

## Abreviaturas

APV – Valor Presente Ajustado

BMV – Bolsa Mexicana de Valores

CCE – Consejo Coordinador Empresarial

DCF – Descuento de Flujo de Caja

VEA - Valor Económico Agregado.

FED – Flujo de Efectivo Disponible

OCDE – Organización para Cooperación y el Desarrollo Económicos

PER – Razón Precio beneficio

OPI – Oferta Pública Inicial

## Capítulo 1. Naturaleza y dimensión del estudio

En este capítulo se presentan algunos antecedentes sobre: la valoración de empresas, el gobierno corporativo y la práctica de gestión de resultados; el planteamiento del problema de estudio, los objetivos, importancia, justificación y la contribución de la misma.

### 1.1 Antecedentes

La valoración de las empresas es una disciplina dentro del ámbito de las finanzas corporativas en el modelo de maximización de valor de la empresa para los accionistas (Mascareñas, 2007). El valor de una empresa es quizá uno de los aspectos más importantes en el campo de las finanzas corporativas (Saavedra, 2008). Una empresa puede incrementar su valor incrementando los flujos de efectivo de las operaciones corrientes, incrementando las expectativas de crecimiento y reduciendo el costo de financiamiento, uno de los factores que frecuentemente se ignora en la valoración es la calidad de la administración (Damodaran 2006). La teoría de la valoración de empresa ha tomado impulso con autores como Copeland, Koller y Murrin (2000), Fernández (2005), Damodaran (2006), entre otros.

El gobierno corporativo constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como para fomentar la confianza de los inversionistas. Los principios para el gobierno de las sociedades se centran en los problemas de gobierno que se generan por la separación entre propiedad y control (OCDE, 2004). Berle y Means (1932) proponen la separación entre la propiedad y el control, siendo considerados los pilares del pensamiento sobre gobierno corporativo.

La práctica de gestión de resultados (en la literatura también se le identifica con los términos de *earning management* manipulación contable, manipulación de resultados) ocurre

cuando los gerentes usan el juicio en la información financiera y en la estructuración de transacciones para alterar los informes financieros y unos de los incentivos de las empresas para manipular la información son incentivos de valoración (Healy y Wahlen, 1999). El estudio de la práctica de gestión de resultados proviene de Healy (1985). La dirección puede adoptar conductas oportunistas que pueden minorar la calidad de la información contable (Callao, Gasca y Jarné, 2008).

La calidad de la información contable es fundamental para poder aportar confianza a los usuarios externos Watts y Zimmerman, (1986). Barth, Landsman y Lang (2008) examinaron la existencia de calidad del resultado cuando se presenta una menor manipulación de la información contable.

## **1.2 Planteamiento del problema de Investigación**

### **1.2.1 Revisión preliminar de la literatura.**

Shleifer y Vishny (1997) afirman que el gobierno de las empresas tiene que ver con los medios a través de los cuáles aquellos quienes proporcionan fondos financieros aseguran una retribución adecuada a sus inversiones. Por su parte Waiman y Pape (1999) sostienen que el Gobierno Corporativo en un contexto internacional se ve obstaculizado por la falta de un marco coherente. Mientras Lefort (2003) hace mención que el gobierno corporativo consiste en el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno reciba lo que es justo. En 1999 la OCDE emite los Principios de Gobierno Corporativo y se han convertido en referencia para políticos, inversionistas, empresas y otras partes interesadas en todo el mundo y define al gobierno corporativo como el sistema bajo el cual las sociedades son dirigidas y controladas (OCDE, 2004).

Price Waterhouse Coopers (PWC, 2011) menciona que las prácticas de gobierno corporativo pueden contribuir también a que la administración se vuelva más eficiente y desarrolle mejores mecanismos de control y evaluación de sus inversiones y proyectos estratégicos.

Consideran cinco pilares del gobierno corporativo: 1. Capacidad prospectiva y planeación estratégica, 2. Transparencia, 3. Rendición de cuentas, 4. Equidad con Inversionistas y 5. Responsabilidad Corporativa.

De acuerdo a Saavedra (2004) el gobierno corporativo en algunos países del mundo, tiene las siguientes características: En Estados Unidos, el modelo va en la dirección de diluir el control accionario de las grandes empresas. En Japón, los *Kieretsu* o conglomerados, constituidos por varias empresas y bancos que están vinculados por redes cruzadas de participación, convierten a los bancos en las principales fuentes de recursos para las empresas. No obstante la popularidad del desarrollo del modelo corporativo apoyado en un terreno bancario fuerte ha perdido terreno. En países Latinoamericanos dos rasgos principales caracterizan las estructuras de propiedad y de control de la mayoría de las compañías. En primer lugar, estas compañías presentan una alta concentración de la propiedad y en segundo, muchas empresas están controladas directa e indirectamente por uno de los numerosos conglomerados industriales, financieros y mixtos que operan en las economías latinoamericanas.

El gobierno corporativo es un mecanismo muy importante en la limitación a las prácticas oportunistas y al asegurar que los administradores actúen bajo los intereses de los accionistas (Krishnan, 2003).

Por otra parte, la contabilidad positiva tiene una orientación hacia el mercado de capitales que proviene de la teoría financiera y otra dirigida hacia las organizaciones que es la teoría de la agencia (Monterrey, 1998). En el marco de la teoría de la agencia, la dirección puede adoptar decisiones en su propio interés que vayan en detrimento de los intereses de otros agentes, en particular de los accionistas (Fama 1980, Fama y Jensen 1983). Cuando los gerentes no son los dueños de la empresa, pueden tener incentivos particulares que los alejen de la maximización del valor de la empresa y de los intereses de los accionistas (Berle y Means, 1932; Coase, 1937; Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983).

Ball y Brown (1968) suelen señalarse junto a Beaver (1968), como los pioneros en analizar la respuesta del mercado de capitales a la información contable.

Bernstein y Siegel (1979), afirman que a pesar de su utilización general, hay confusiones generalizadas y desacuerdo sobre lo que el concepto de calidad de la información debe incluir. Una cuestión de interés para la contabilidad positiva es investigar si los ajustes en los precios bursátiles y las modificaciones en los métodos contables están relacionadas (Monterrey, 1998).

### **1.2.2 Declaración del problema.**

A finales de la última década del siglo XX y principios de la primera década del siglo XXI, se ha dado fundamental importancia a la veracidad y confiabilidad de la información financiera (Ochoa, 2009).

Debido a la globalización e internacionalización de mercados y a los diversos escándalos financieros que han surgido, los inversionistas han sufrido pérdidas considerables, por tal motivo la confianza de los inversionistas se ha visto deteriorada (Cano y Castro, 2003). Las organizaciones han tenido la necesidad de adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo que

generen mayor confianza a los inversionistas, esto ayuda a las compañías a transformar su gestión, así como a mejorar la percepción de los accionistas y terceros interesados, generando mayor valor para la empresa (Deloitte, 2014).

La práctica de gestión de resultados puede concretarse de diferentes modos y para su medida se han utilizado distintas variables. En cuanto al papel de control del gobierno de la empresa, éste se sitúa en el marco del problema de agencia derivado de la separación entre propiedad y el control, que ocasiona diferencias de intereses entre accionistas y agentes los primeros buscan la maximización del valor de la empresa, mientras los segundos pueden desviarse de dicho objetivo en favor de sus propios intereses (Jensen y Meckling 1976, Fama 1980).

La gestión de resultados es un tema de interés ya que una elección contable oportunista por parte de la gerencia de una empresa puede ocasionar que determinados individuos se beneficien en perjuicio de otros (Cruz, Pérez y Piedra, 2012).

La separación de la propiedad y el control de las grandes corporaciones, puede ser una forma eficiente de organización económica. La teoría de la agencia permite explorar el conflicto entre agente y principal (Jensen y Meckling, 1976). Las dos funciones principalmente atribuidas al agente la administración y el manejo de riesgo, puede fallar al existir situaciones cuando el agente obtiene beneficios. Es decir, cuando el agente administra los recursos pueden existir situaciones en las que no se maximiza la aplicación de los flujos de efectivo por la obtención de un beneficio por parte del agente (Fama, 1980). El gobierno corporativo constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como para fomentar la confianza de los inversores (OCDE, 2004).

Ball y Brown (1968) y Beaver (1968), suelen señalarse como los pioneros en analizar la respuesta del mercado de capitales a la información contable. Healy y Wahlen (1999) clasifican los incentivos de las empresas para manipular en tres grupos: incentivos de valoración, incentivos contractuales e incentivos políticos y gubernamentales. García, Gill y Gisbert (2005) identifican dos tipos de gestión de resultados la contable y la real.

Investigaciones anteriores han demostrado que la gestión de resultados tiene diversos efectos en el valor de la empresa. Lin (2011) identificó que la gestión de resultados en Taiwan incrementa el valor de la empresa, Magrath y Weld (2002) discuten el beneficio de la gestión del resultado en el valor de la empresa; según Cohen, Marcus, Rezaee y Tehranian (2011), anunciar utilidades debajo de los pronósticos puede tener un impacto negativo en el valor de la acción. Fernandes y Ferreira (2007), concluyen que las empresas con menos gestión de resultados, tienen valoraciones más altas. Por lo anterior el propósito de la presente investigación está dirigida a analizar si el índice de gobierno corporativo y la práctica de gestión de resultados medida a través de ajustes por devengo discrecionales afectan el valor de la empresa.

### **1.3 Objetivo general**

Es objetivo de esta investigación determinar si del gobierno corporativo y la práctica de gestión de resultados tienen efecto en el valor de las empresas que cotizan en la BMV.

### **1.4 Objetivos específicos**

- Identificar los métodos de valoración que existen.
- Examinar el gobierno corporativo y su efecto en el valor de la empresa.

- Analizar el efecto de la práctica de gestión de resultados medida a través de ajustes por devengo discrecionales sobre el valor de la empresa.

### **1.5 Importancia y justificación de la investigación**

La importancia de la investigación realizada radica en generar conocimiento en el área de las finanzas corporativas al hacer investigación en campo que se relaciona con la valoración de empresas, el gobierno corporativo y las prácticas de gestión de resultados.

Se considera importante el estudio del gobierno corporativo y las prácticas de gestión de resultados sobre el valor de la empresa, ya que nos permite saber si estos elementos tienen efecto en el valor de la empresa. Apoya a los inversionistas a evaluar la información financiera y los resultados podrán dar una pauta a los inversionistas en la toma de decisiones.

### **1.6 Hipótesis**

El análisis del estado del arte de las investigaciones previas fundamentales y que dan soporte a esta tesis se establecen las siguientes hipótesis:

Ho: El índice de gobierno corporativo de las empresas y las prácticas de gestión de resultados no tiene efecto en el valor de la empresa.

H1: El índice de gobierno corporativo de las empresas y las prácticas de gestión de resultados tienen efecto en el valor de la empresa.

### **1.7 Delimitaciones y limitaciones**

La primera delimitación de este estudio es que la investigación contendrá información de empresas mexicanas que cotizan en la BMV.

La segunda delimitación consiste en que el estudio se realiza para el periodo comprendido entre 2008 y 2015.

Dentro de las limitaciones se encuentran que solo se midió el impacto del índice de gobierno corporativo y la práctica de gestión de resultados medido a través de los ajustes por devengo discrecionales y no de otras variables que pudieran tener impacto en la valoración de la empresa.

### **1.8 Contribución**

Un estudio de esta naturaleza permitió conocer mejor cómo opera la Bolsa Mexicana Valores, identificar que las variables de gobierno corporativo y las prácticas de gestión de resultados tienen un efecto sobre el valor de la empresa. Generar conocimiento en el área de finanzas corporativas. Apoyar a los inversionistas en la evaluación de la información financiera, así como a los directores con experiencia financiera, puedan incrementar controles para el mejor funcionamiento de la empresa.

## Capítulo 2. Métodos de valoración de empresas

En este capítulo se presentan los propósitos de la valoración, los métodos de valoración de las empresas basados en el balance, en la cuenta de resultados y basados en descuento de flujos.

### 2.1 Valoración

La valoración depende de los propósitos que la empresa persiga, Fernández (2005) realiza diferentes clasificaciones de la valoración de acuerdo a su propósito:

1. Operaciones de compra y venta:

- para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar.
- para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender.

También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.

2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa:

- la valoración sirve para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado y decidir, vender, comprar o mantener las acciones.
- la valoración de varias empresas sirve para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquéllos que le parecen más infravalorados por el mercado.
- la valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.

3. Salidas a bolsa: la valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.

4. Herencias y testamentos: la valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.
5. Sistemas de remuneración basados en creación de valor: la valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.
6. Identificación de los impulsores de valor (*value drivers*):
  - el proceso de valoración de una empresa o una unidad de negocio es esencial para identificar y jerarquizar los principales *value drivers*.
  - la valoración permite identificar las fuentes de destrucción y creación de valor.
7. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa:
  - la valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer o comprar otras empresas.
8. Planificación estratégica:
  - la valoración de la empresa y de las distintas unidades de negocio es fundamental para decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes mantener, potenciar o abandonar.
  - la valoración permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación o destrucción de valor.
9. Proceso de arbitraje:
  - la valoración de la empresa es un requisito a presentar por las partes en disputa sobre precios.
  - la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje.

Damodaran (2006), considera tres componentes del proceso de valoración a los cuales se les debe poner más atención: (1) el sesgo que el analista aporta al proceso; el sesgo en valoración empieza con las compañías que escogemos para evaluar, (2) la incertidumbre con que tiene que lidiar; analistas deberían tratar de enfocarse en hacer sus mejores estimaciones de la información específica de una empresa, (3) la complejidad que la tecnología moderna y de fácil acceso a la información se ha introducido en la valoración. Una pregunta fundamental a la que nos enfrentamos cuando se hacen valoraciones es cuánto detalle deberíamos considerar en una valoración.

Fernández (2005) clasifica los métodos de valoración de las empresas en seis grupos:

- Balance: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación, valor sustancial.
- Cuenta de resultados: múltiplos de beneficios Relación Precio Ganancia (PER, por sus siglas en inglés), múltiplos de ventas, múltiplos utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA, por sus siglas en inglés), otros múltiplos.
- Mixtos (*Goodwill*): clásico, unión de expertos contables europeos, renta abreviada, entre otros.
- Descuento de Flujos: *Free cash flow*, *cash flow* acciones, dividendos, *capital cash flow*, Valor Presente Ajustado (APV, por sus siglas en inglés).
- Creación de Valor: Valor Económico Agregado (VEA), Beneficio económico, *cash flow added*, *Cash Flow Return in Investment* (CFROI, por sus siglas en inglés).
- Opciones: Black and Scholes, opciones de invertir, ampliar el proyecto, aplazar la inversión, usos alternativos.

Por su parte, Damodaran (2006) divide la valoración en 3 rubros:

El primero, flujo de caja descontado, se relaciona al valor de un activo con el valor presente de los flujos de caja futuros de ese activo. El segundo, la valoración relativa, estima el valor de un activo al fijar el precio o los activos comparables con respecto a una variable común como los ingresos, flujo de caja, valor en libros o las ventas. Finalmente la valoración contingente, utiliza modelos de precios de opciones para medir el valor de los activos que comparten característica de opciones.

Para Fabregat (2009), la clasificación de los métodos de valoración es la siguiente:

- Estáticos – Se basan en el Balance.
- Dinámicos – Flujos de caja Descontados y el de los dividendos (Método Gordon).
- Compuestos – Visión Estática y Dinámica de la empresa.
- Múltiplos – PER, Valor de mercado sobre el Valor Contable, Valor de los activos (EV).

El modelo adecuado para valuar a las empresas en el caso mexicano depende del sector que se valúe y el indicador utilizado (Saavedra, 2008).

## **2.1 Métodos basados en el balance de la empresa**

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Las principales debilidades de estos métodos de valoración se dan porque proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables (Fernández, 2005). Estos métodos tienen la ventaja de la sencillez (Martínez, 2001).

### **2.1.2 Valor contable.**

Valor contable, esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas con terceros (Fernández, 2005). Por su parte Martínez (2001) nos dice que el valor nominal consiste en valorar la empresa por el valor nominal de sus acciones, y que su utilidad práctica es mínima.

### **2.1.2 Valor contable ajustado.**

Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración. Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado (Fernández, 2005).

### **2.1.3. Valor de liquidación.**

Para Fernández (2005) el valor de liquidación, es el valor de una empresa en caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación). Salvo para empresas que desaparezcan no tiene especial utilidad, para aquellas empresas que permanezcan en funcionamiento podemos calcular un valor aproximado de liquidación, que representa el valor mínimo de enajenación (Martínez, 2001).

En general, el valor de liquidación no se considera un método de valoración adecuado, para un negocio en marcha, debido a que parte del valor de la empresa dependería de la

continuidad del negocio. Esto proveerá una estimación más baja de valoración (Vinturella y Erickson, 2013).

#### **2.1.4 Valor sustancial.**

El valor ajustado, que suele denominarse “valor sustancial”, será la diferencia entre el valor ajustado de los activos y la deuda total (Fabregat, 2009). Representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. También puede definirse como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación. Normalmente no se incluyen en el valor sustancial aquellos bienes que no sirven para la explotación (terrenos no utilizados, participaciones de otras empresas, etc.) (Fernández, 2005).

## **2.2 Métodos basados en la cuenta de resultados de la empresa**

La valoración por múltiplos es una metodología que consiste en encontrar una relación entre el valor de la empresa y alguna otra variable que permita extrapolar los resultados a otras variables o simplemente comparar las razones de la empresa que estamos analizando, con otras compañías de características similares para tomar decisiones de compra o de venta de títulos o incluso de la totalidad de la empresa (Fabregat, 2009).

El objeto de la valoración relativa, es valorar un activo basado en cómo activos similares están actualmente valuados por el mercado. Hay dos componentes de la valuación relativa, la primera es que los precios tienen que estar estandarizados, por lo general, mediante la conversión de los precios en múltiplos de algunas variables comunes. El segundo componente es encontrar activos similares, lo cual es difícil, ya que no hay dos activos exactamente iguales.

Mientras que la valoración relativa es fácil de usar e intuitiva, es también fácil que se emplee mal (Damodaran, 2006).

### **2.2.1 Múltiplos de beneficio PER.**

El PER (razón precio beneficio) es el cociente entre la cotización de un título y su beneficio por acción después de impuestos (Fabregat, 2009). El PER es el resultado de dividir el precio de todas las acciones (capitalización bursátil) entre el beneficio de la empresa:  $PER = \frac{\text{Precio de todas las acciones}}{\text{Beneficio de la empresa}}$  (Fernández, 2005). Un PER alto podría significar que el título está caro o que el mercado en general cree que los beneficios de la empresa crecerán a futuro. Por el contrario, un PER bajo puede significar que el mercado espera que la compañía no pueda mantener sus actuales niveles de beneficio en el futuro y anticipa una caída de los mismos (Fabregat, 2009).

Este es uno de los razones financieras más utilizadas por los inversores debido a la facilidad para obtener estimaciones futuras del valor. Así mismo sus valores pueden estar distorsionados por las diferentes políticas contables de los estados dónde se aplican o por el apalancamiento financiero de las empresas (Casanovas y Santandreu, 2011).

### **2.2.2. Múltiplos de las Ventas.**

Este método de valoración, empleado en algunos sectores con cierta frecuencia, consiste en calcular valor de una empresa multiplicando las ventas por un número (Fernández, 2005). Una ventaja de los múltiplos de ventas sobre múltiplos de utilidades y múltiplos de valor contable es que hay menos sesgo en el proceso de comparación (Damodaran, 2006).

### **2.2.3 Otros múltiplos.**

Los principales retos en la realización de una valoración múltiple mercado son: (1) la identificación adecuada de las empresas comparables adecuados que tienen un precio similar a la empresa objeto de valoración y (2) hacer los ajustes necesarios a los números financieros que se utilizan para medir los múltiplos de mercado de las empresas comparables así como los utilizados para valorar la empresa de interés. El riesgo y el crecimiento son los determinantes principales de la comparabilidad de las empresas cuando se utilizan flujo de caja libre relacionados con múltiplos, y este resultado implica que a la hora de identificar las empresas comparables, los analistas deben identificar compañías comparables sobre la base de al menos estos dos generadores de valor.

Un conductor de valor puede afectar a un múltiplo al afectar el numerador (valor de mercado) del múltiplo, el denominador del múltiplo o el numerador y el denominador en diferentes proporciones. Muchos múltiplos se ven afectados por los conductores de valor, tales como la estructura de costos y requerimientos de capital y de gastos de capital de trabajo. (Holthausen y Zmijewski, 2012).

Los inversores y los analistas utilizan los múltiplos ganancias (precio-ganancias) para hablar de cómo valorar empresas. Las únicas empresas comparables adecuadas para el propósito del análisis de múltiplos, son las que compiten en los mismos mercados, están sujetos a las mismas fuerzas macroeconómicas, y tienen niveles similares de crecimiento y rentabilidad del capital (Foushee, Koller y Mehta, 2012).

De acuerdo a Vinturella y Erickson (2013), los métodos más utilizados en la práctica son los múltiplos de mercado, en estos métodos, el valor de la empresa se basa típicamente en la

observación del valor de mercado de una compañía comparable, que puede ser el precio de mercado de un valor que cotiza en la bolsa o una transacción real de venta de una compañía privada comparable.

### **2.3. Métodos basados en descuento de flujos**

Los flujos de caja son clave para las valuaciones de descuentos de flujos de caja. Para estimar los flujos de caja se empieza con una medida de ganancias. Técnicas de descuento de flujos de caja son más comúnmente utilizadas en adquisiciones y finanzas corporativas. La valoración de descuento de flujos de caja puede ser manipulada para generar estimaciones de valor que no tienen ninguna relación con el valor intrínseco (Damodaran 2006).

La valoración de un activo en particular o de toda una organización, puede ser realizada financieramente de acuerdo con la corriente de efectivo que generará a lo largo de su vida, por lo que es importante, al momento de valorar una empresa, indagar sobre la capacidad que ésta tendrá para generar flujos de efectivo que puedan utilizarse libremente (Gallegos y Medina, 2008). De acuerdo a Fernández (2005) los métodos conceptualmente “correctos” para valorar empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos.

#### **2.3.1. Flujo de efectivo libre.**

Mientras que la construcción teórica del flujo de fondos libre es generalmente aceptado en la literatura de las finanzas como un motor fundamental de valor, en la práctica existe un considerable desacuerdo sobre cómo debe definirse y medirse (Awasthi, Chipalkatti y De Mello, 2013).

La valoración de un activo en particular o de toda una organización, puede ser realizada financieramente de acuerdo con la corriente de efectivo que generará a lo largo de su vida, por lo que es importante, al momento de valorar una empresa, indagar sobre la capacidad que ésta tendrá para generar flujos de efectivo que puedan utilizarse libremente.

En el cálculo de valor de la empresa con este método se requiere detallar las dos variables claves del mismo que son los flujos de caja y la tasa de actualización. En cuanto al flujo de caja total, se define como el flujo de caja que se obtendría de la empresa, después de satisfacer los impuestos sobre el beneficio, si la empresa no tuviera deuda financiera (Fabregat, 2009).

Para Saavedra (2007) el método flujo de fondos libre también se le conoce como el modelo de Flujo de Efectivo Disponible (FED) que es el más conocido y usado en el medio mexicano. El modelo de FED es uno de los principales modelos de valuación de empresas en el medio financiero. Este modelo determina el valor de la empresa por la capacidad de generación de flujos de efectivo y no por las utilidades. Para implementar el modelo de flujo de efectivo disponible para la valuación de empresas es necesario llevarlo a cabo en las siguientes etapas: (1) determinar el flujo de efectivo disponible, (2) calcular la tasa de descuento apropiada y (3) calcular el valor continuo.

Los métodos basados en el descuento de flujos utilizan el valor temporal del dinero para calcular el valor de una empresa. El sistema actualiza flujos previsionales futuros, que descuenta a una tasa de interés de acuerdo con el riesgo atribuible al negocio. También los valuadores de activos utilizan a menudo este modelo para estimar el valor de mercado de un proyecto (Casanovas y Santandreu, 2011).

El flujo de fondos libre es el flujo de fondos operativo, esto es, el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y sus necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto, no hay cargas financieras (Fernández, 2005).

### **2.3.2 El flujo de efectivo disponible para las acciones.**

El flujo disponible para las acciones se calcula restando al flujo de fondos libre los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realiza en cada periodo a los poseedores de la deuda y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades de fondos operativos y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponde (Fernández, 2005).

### **2.3.3 *Capital Cash Flow*.**

Se denomina *Capital Cash Flow* a la suma del *cash flow* de los poseedores de deuda más el *cash flow* para las acciones. El *cash flow* para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal (Fernández, 2005).

### **2.3.4 Valor presente ajustado.**

El modelo Valor presente ajustado (APV, por sus siglas en inglés) es similar al modelo de flujos de caja de la empresa, como el modelo descuento de flujos de caja (DCF, por sus siglas en inglés), el modelo APV descuenta el flujo libre de caja para estimar el valor de las operaciones, y últimamente el valor de la empresa, una vez que los activos operativos se

adicionan. De este valor de la empresa, el valor de la deuda se deduce para llegar a un valor patrimonial (Copeland, *et al.*, 2000). Para Damodaran (2006) el Modelo APV empieza con el valor de la empresa sin deuda. A medida que se agrega deuda a la empresa, se considera el efecto neto del valor considerando ambos los beneficios y los costos de los préstamos. Para hacer esto, suponemos que el beneficio primario del préstamo es el beneficio de los impuestos y que el costo más significativo del préstamo es el riesgo adicional de bancarrota.

El modelo APV es útil para valuación de empresas con cambios en su estructura de capital como objetivos con compras apalancadas (Copeland, *et al.*, 2000).

## **2.4 Mercado de Valores**

### **2.4.1 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 fórmula original que propone Tobin (1969) es complicada de calcular debido a que el costo de remplazo sólo se puede obtener a través de la estimación del precio en que se vendería o compraría un activo en un momento determinado. Erickson y Whited (2006) estudiaron varias propuestas para calcular la Q de Tobin, para determinar cuál era la más cercana a la fórmula original concluyendo que ninguna arrojaba una  $q$  significativa.

A pesar del problema que se presenta al utilizar aproximaciones para determinar la  $q$  y el posible sesgo que se puede generar en la interpretación de los resultados, estudios empíricos han demostrado que la Q de Tobin es un buen indicador para cuantificar el retorno de la inversión en comparación con las medidas basadas en la contabilidad (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*. Otra manera para plantear la fórmula obteniendo el mismo resultado es:

$$Tobin's\ q_t = \frac{VMCapital_t + VLPasivos\ Totales_t}{VLActivos\ Totales_t}$$

Donde *VLPasivos Totales* es el valor en libros de los pasivos totales en el ejercicio *t*.

## 2.5 Conclusiones

En este capítulo hemos visto los propósitos que persigue la valoración de empresas, algunos de los métodos de valoración basados en el Balance, en el estado de resultados y en el descuento de flujos, explicando cada uno de ellos.

### **Capítulo 3. Gobierno corporativo**

En este capítulo se revisa el concepto de gobierno corporativo y estudios que analizan el efecto que tiene en la valoración de las empresas.

#### **3.1 Antecedentes teóricos de gobierno corporativo**

Berle y Means (1932) proponen la separación entre la propiedad y el control, siendo considerados los pilares del pensamiento sobre gobierno corporativo. Las primeras definiciones se desarrollan dentro del marco de la teoría de la agencia, con referencia principalmente a la protección de los derechos de los accionistas (Jensen y Meckling 1976; Fama, 1980). Por otra parte para Shleifer y Vishny (1997), el gobierno de las empresas tiene que ver con los medios a través de los cuáles aquellos quienes proporcionan fondos financieros aseguran una retribución adecuada a sus inversiones.

Waimmer y Pape (1999) sostienen que el Gobierno Corporativo en un contexto internacional se ve obstaculizado por la falta de un marco coherente. Mientras Lefort (2003) hace mención que gobierno corporativo consiste en el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno reciba lo que es justo. En 1999 la OCDE emite los Principios de Gobierno Corporativo que se han convertido en referencia para políticos, inversionistas, empresas y otras partes interesadas en todo el mundo y dónde se define al gobierno corporativo como el sistema bajo el cual las sociedades son dirigidas y controladas (OCDE, 2004).

PWC (2011) define Gobierno Corporativo como el conjunto de principios que regulan la integración y funcionamiento de los órganos de gobierno para la toma de decisiones, con base

en la información confiable, transparencia en las operaciones y promoción de la equidad, el resguardo del patrimonio y la confianza en los Accionistas y terceros interesados.

Consideran cinco principios como pilares del gobierno corporativo: 1. Capacidad prospectiva y planeación estratégica, 2. Transparencia, 3. Rendición de cuentas, 4. Equidad con Inversionistas y 5. Responsabilidad Corporativa.

El gobierno corporativo constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como para fomentar la confianza de los inversores. Los Principios se centran en los problemas de gobierno que se generan por la separación entre propiedad y control (OCDE, 2004).

De acuerdo a Saavedra (2004) el gobierno corporativo en algunos países del mundo, tiene las siguientes características: En Estados Unidos, el modelo va en la dirección de diluir el control accionario de las grandes empresas. En Japón, se caracteriza por la existencia de los *Kieretsu* o conglomerados, constituidos por varias empresas y bancos que están vinculados por redes cruzadas de participación, convirtiendo a los bancos en las principales fuentes de recursos para las empresas. No obstante la popularidad del desarrollo del modelo corporativo apoyado en un terreno bancario fuerte ha perdido terreno. En países Latinoamericanos dos rasgos principales caracterizan las estructuras de propiedad y de control de la mayoría de las compañías. En primer lugar, estas compañías presentan una alta concentración de la propiedad y en segundo, muchas empresas están controladas directa e indirectamente por uno de los numerosos conglomerados industriales, financieros y mixtos que operan en las economías latinoamericanas.

Castañeda (1998), menciona que el patrón de organización industrial que evolucionó en México no fue como en los Estados Unidos, el de grandes corporaciones con capital accionario pulverizado, por el contrario, en México el control familiar de la empresa siguió siendo el común denominador a lo largo del siglo XX. El buen desempeño de las empresas se debe medir a través de la capacidad para crear riqueza social. La eficiencia de las empresas para crear riqueza social depende de su gobierno corporativo. Entre las actividades concretas de un gobierno corporativo se encuentran las siguientes: definir las funciones de los consejos de administración y la manera que éstos se constituyen; establecer el papel que deben desempeñar los grandes inversionistas; diseñar los esquemas de retribución para trabajadores y gerentes; precisar el grado de integración de las empresas con sus proveedores; establecer los mecanismos de control de la gerencia; elegir una determinada estructura de financiamiento.

Los mecanismos que impulsan la creación de las prácticas de buen gobierno corporativo son: la adopción obligatoria de las IFRS (*International Financial Reporting Standards*) por parte de las empresas que cotizan en bolsa en los países miembros de la Unión Europea a partir de 2005 y la creación de códigos de buen gobierno en diversos países, como el código propuesto por la Comisión Olivencia (1998, citado por García y Gill, 2005) en España o el Informe *Cadbury* (1992, citado por García y Gill, 2005) en Inglaterra. En México es obligatorio la adopción de IFRS a partir de 2012 para las empresas que cotizan en bolsa (Vásquez, 2010).

### **3.2. Principios de gobierno corporativo y código de mejores prácticas**

Desde la aprobación de Principios de Gobierno Corporativo en 1999, éstos han constituido la base de las iniciativas en el ámbito del gobierno corporativo puestas en práctica tanto en los países de la OCDE como en los países no miembros (OCDE, 2004). Los Principios

se centran en los problemas de gobierno que se generan por la separación entre propiedad y control. El gobierno corporativo se ve afectado por las relaciones entre los agentes que intervienen en el sistema de gobierno corporativo. Los accionistas con poder de control, que pueden ser personas aisladas, sociedades familiares, alianzas en bloque u otras sociedades que actúan a través de un grupo de empresas o de participaciones cruzadas, pueden influir significativamente en el comportamiento de la sociedad.

A iniciativa del Consejo Coordinador Empresarial (CCE) se constituyó el Comité de Mejores Prácticas Corporativas, mismo que en 1999 emitió el Código de Mejores Prácticas Corporativas en el cual se establecen recomendaciones para un mejor gobierno corporativo de las sociedades en México. Los principios del Código van encaminados a establecer las mejores prácticas corporativas que contribuyan a mejorar la integración y el funcionamiento del Consejo de Administración y sus órganos intermedios de apoyo, los cuales son aplicables a todo tipo de sociedades públicas y privadas en general, sin distinguir su tamaño, su actividad o su composición accionaria (CCE, 2010).

Por otra parte, uno de los resultados del estudio hecho a 72 empresas latinoamericanas según la calidad de sus gestiones de gobierno corporativo, llevado a cabo por el Deutsche Bank / NY y publicados por América Economía (2001) es que los inversores recompensan a las empresas con mejor gobierno corporativo en 43% respecto a la relación valor de la empresa / utilidades antes de impuestos, depreciación y amortización y que las empresas con mejor gobierno corporativo son menos dependientes de financiación por medio de deuda (citado por Costa, 2009).

### 3.3 Teoría de la Agencia

La teoría de la agencia está relacionada con la teoría de los derechos de propiedad, la teoría de los costos de transacción y define a la firma como una serie de relaciones contractuales entre los individuos, quienes poseen derechos residuales sobre los activos y flujos de efectivo de la organización. Se entiende 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 servicios en su nombre (Jensen y Meckling, 1976). La existencia de un mercado laboral competitivo, en el que consejeros y gerentes tratan de crearse una reputación como expertos, hace converger los intereses entre gerentes y accionistas, puesto que una mala gestión puede ser penalizada por los accionistas contratando a otro gestor que se estime más competente. Sin embargo, la existencia de éste mercado no es suficiente para hacer desaparecer los comportamientos oportunistas (Fama, 1980).

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). El concepto de empresa pública que tiene un enfoque centrado en el accionista y su desempeño es evaluado en el mercado de valores (Davis, 2005). Hay conflicto entre administradores y accionistas debido a las diferentes necesidades de cada uno (Jensen y Meckling, 1976). Es necesario adoptar mecanismos para alinear los intereses entre el principal y el agente (Fama, 1980, Jensen y Meckling, 1976).

La definición básica del conflicto entre agente y principal, puede ser una pérdida potencial causada por el agente y puede ser pérdida de riqueza, valor de la firma o ineficiente

aplicación de flujo de efectivo (Mamet, 2005). Denis (2001) considera tres tipos de costos asociados a la relación agente-principal: a) costos de monitoreo, b) otorgamiento de bonos, c) el costo derivado de la divergencia entre las decisiones del agente y las decisiones de la maximización de valor.

La separación entre propiedad y control lleva consigo la aparición de una serie de problemas y conflictos de intereses entre los agentes intervinientes en esta relación, conocidos como costos de agencia: conflicto de intereses, asunción de riesgos y asimetría de información. Los componentes básicos de esta teoría son el conflicto de objetivos que aparecen entre los protagonistas de la relación que actúan con información incompleta y la incertidumbre que resulta de la existencia de asimetrías informativas que pueden acabar generando la aparición de comportamientos oportunistas (Muñoz, *et al.*, 2012).

La literatura financiera ha identificado básicamente tres orígenes de problemas de agencia: los que se producen entre los directivos y los accionistas, los derivados de la relación entre acreedores y los accionistas, y más modernamente, los existentes entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios (Barnea, Haugen y Senbet, 1985). En una relación de agencia surgen dos tipos de riesgo a) selección adversa, este riesgo hace referencia a que una de las partes oculta información que le será útil a la otra en la negociación del contrato (Milgrom y Roberts, 1993), en los mercados financieros, los prestamistas frecuentemente obtienen conocimiento incompleto (Sánchez, 2001), b) riesgo moral, los incentivos exigen a menudo que el riesgo sea compartido entre principal y agente, pero existe divergencia entre los intereses del principal y el agente (Milgrom y Roberts, 1993), una parte en una transacción tiene el incentivo y la habilidad para cambiar los costos sobre la otra parte (Sánchez, 2001).

Entre los aspectos propios de la empresa que conforman el gobierno corporativo y condicionan el desempeño de la empresa destacan el sistema de toma de decisiones, la estructura de capital, los mecanismos de compensación a los ejecutivos y los sistemas de monitoreo. Entre los aspectos exógenos a la empresa, son fundamentales el sistema legal, el mercado por el control corporativo, el mercado por los servicios gerenciales y el grado de competencia en los mercados de bienes insumos que enfrenta la empresa (Lefort, 2003).

El debate sobre la influencia del buen gobierno corporativo en la calidad de la información financiera hay que situarlo en el contexto del problema de agencia derivado por la separación entre la propiedad y el control de la empresa, inherente a la propia empresa moderna, y que genera la aparición de asimetrías entre los intereses de gerentes y accionistas. Cuando los gerentes no son propietarios de la firma su comportamiento se ve afectado por incentivos particulares que alejan sus objetivos del maximizar el valor de la empresa, y en consecuencia, de los intereses de los accionistas (García y Gill, 2005). En éste sentido, se puede llegar a la conclusión de que entre mayor sea el porcentaje de la propiedad de la empresa en manos de los administradores (gerentes y ejecutivos), puede mejorar el desempeño de la empresa, puesto que alinea los incentivos monetarios de los administradores con los propietarios. Sin embargo, el desempeño económico de la empresa determinará a la larga la estructura de propiedad dominante, debido a que las empresas con estructuras de propiedad ineficientes tenderán a desaparecer con el paso del tiempo (Lefort, 2003).

Con la intención de dar solución al problema de agencia mencionado, los contratos que se establecen entre ambas partes, gerentes (agente) y accionistas (principal), contienen cláusulas cuya finalidad es evitar el alejamiento de los objetivos de ambas partes (García y Gill, 2005).

La Porta, López-de-Silanés y Shleifer (2002) muestran la importancia de la protección de los inversionistas para el desarrollo de los mercados de capitales, permitiendo a las empresas tener acceso a financiamiento externo a costo más bajo.

De acuerdo a un estudio llevado a cabo por Chong y López de Silanés (2007) en América Latina la protección al inversionista es débil y sus mercados están poco desarrollados.

La literatura relacionada con los mercados de capital pone de manifiesto el papel del sistema legal sobre la estructura de propiedad corporativa, la estructura de capital y los mercados de capitales.

México tiene historia de una mala protección a los inversionistas, dejando a México como unos de los mercados de valores más pequeños y menos desarrollados del mundo (Chong, *et al.*, 2009).

### **3.4 Gobierno Corporativo y valoración de empresas**

En esta sección se van a abordar cuatro mecanismos de gobierno corporativo que tienen efecto en la valoración de empresas: 1. Prácticas de gobierno corporativo, 2. Junta directiva, 3. Estructura de la propiedad y 4. Protección a los inversionistas.

#### **3.4.1 Prácticas de Gobierno Corporativo.**

Estudios llevados a cabo por Klein, Shapiro y Young (2005), analizan la relación entre el valor de la empresa, medida por Q de Tobin, y un índice de gobierno corporativo, calculado con la suma de 4 subíndices (Composición del consejo, las políticas de participación accionaria y de compensación, las políticas de derechos de los accionistas y las políticas de divulgación) contaron con la participación de 263 empresas canadienses. En los estudios elaborados y

publicados por el periódico canadiense *The Global and Mail*, en su informe de negocios, no se encuentra ninguna evidencia de que el índice total de gobierno corporativo afecta el valor de la empresa.

Por otra parte, cuando hablamos de Gobierno Corporativo para tener un valor positivo en el valor de mercado se tienen que satisfacer 2 condiciones; 1) un buen gobierno debe aumentar los retornos a los accionistas de la empresa y 2) el mercado de valores debe ser lo suficientemente eficiente que los precios de las acciones reflejen los valores fundamentales. Estas condiciones tienen más probabilidades de ser válidas en los mercados maduros, pero no está claro si también son válidos en los mercados emergentes (Chong-En, Qiao, Joe, Frank y Junxi, 2006).

Chong-En *et al.* (2006) estudiaron la relación entre los mecanismos de gobierno y el valor de mercado de empresas que cotizan en China. Las variables utilizadas para cuantificar diversos mecanismos de gobierno corporativo<sup>2</sup>. Utilizando Q de Tobin y la relación de valor de mercado en libros (MB) como medida de valoración de mercado se desarrolló un índice de Gobierno Corporativo para el mercado de valores de China. La muestra incluye todas las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Shangahi y *Shenzhen Stock Exchange* durante

---

<sup>2</sup> Midieron el gobierno corporativo a través de 1) la participación accionaria, 2) participación del gobierno, 3) la concentración de capital, 4) si la empresa contaba con casa matriz, 5) la proporción de consejeros internos en el consejo de administración, 6) si el director es el jefe del consejo, 7) si hay emisión a accionistas extranjeros, la participación de los 5 ejecutivos más altos

el año 2000. Se eliminaron las empresas que no tienen los datos de las 8 variables analizadas, la muestra restante se compone de 1,004 empresas, que representan más del 95% de las empresas que cotizan en las dos bolsas. Se encontró que una alta concentración de participación entre el segundo y décimo accionistas más grandes, emisión de acciones por accionistas extranjeros y una alta proporción de accionistas externos tienen efectos estadísticamente significativos y positivos en la valoración de mercado; mientras que los grandes tenedores de acciones, teniendo una compañía matriz y siendo el mayor accionista el gobierno, tienen efectos estadísticamente significativos y negativos en la valoración de mercado. El índice de gobierno corporativo como principal componente tiene un efecto estadística y económicamente significativo negativo en la valoración del mercado.

Garay y González (2008) examinaron la relación entre gobierno corporativo y valor de la empresa para evaluar las prácticas de gobierno poco estudiadas en Venezuela. Construyendo un índice de Gobierno Corporativo (CGI) para 33 empresas listadas en la bolsa de Caracas en el año de 2004 y comparando los resultados con otros países emergentes. Las variables dependientes utilizadas son la relación de pago de dividendos, el múltiplo de valor en libros y finalmente el Q de Tobin. Las variables independientes utilizadas son la divulgación de la información, composición y funcionamiento de la junta directiva y derechos de los accionistas. Por otra parte las variables de control utilizadas son el tamaño de la empresa, ROA, ROE, apalancamiento medio. Utilizando un análisis de regresión multivariante, los hallazgos nos muestran una relación positiva y significativa entre el índice CGI y las tres variables independientes.

Para Chong y López de Silanes (2007) México tiene uno de los sistemas legales más débiles. La puntuación de México para las variables de aplicación se encuentra por debajo de la media mundial. La mayor concentración de capital en México es una consecuencia de la protección a los inversionistas y esto se debe a 2 razones: la primera es el problema de agencia, que puede requerir accionistas a gran escala para monitorear a los gerentes y así prevenir o minimizar la expropiación, la segunda razón es que los accionistas mayoritarios no están dispuestos a pagar precios mayores por valores en países con poca protección legal. Este estudio evaluó las prácticas de gobierno corporativo y su efecto en el valor de las empresas mexicanas para una muestra de 159 empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) durante el periodo de 2002 a 2005. Las variables utilizadas fueron la Q de Tobin y el múltiplo de valor en libros, para el desempeño operativo se usaron el ROA y el ROE. Del cuestionario del gobierno corporativo de la BMV, se construyó un índice de gobierno corporativo para estimar el nivel por empresa. Los hallazgos muestran que las prácticas de gobierno corporativo afectan fuertemente y positivamente el valor de las empresas en México.

### **3.4.2 Junta directiva.**

Por otra parte, el estudio hecho por Renders y Gaeremynck (2012), para una muestra de 164 empresas, en 14 países europeos entre 1999 y 2003 utilizando la medida de valoración Q de Tobin, y desarrollando un índice de conflicto de agencia que toma factores más allá de la concentración de los dueños para ver la severidad del conflicto principal-principal y donde investiga cómo los problemas de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios, afectan el valor de la empresa, y el impacto de los problemas de agencia de principal-principal en la calidad y efectividad de las estructuras de gobierno corporativo, muestra que en la ausencia de

un buen gobierno corporativo, el conflicto principal-principal tiene un impacto negativo en la valoración de la empresa y por otra parte en la ausencia de conflicto principal-principal, un buen gobierno corporativo tiene un impacto positivo en Q de Tobin.

### **3.4.3 Estructura de capital.**

Utilizando una base de datos de 2,658 empresas en el este de Asia en 1996, el año anterior a la crisis regional financiera (Hong Kong, Indonesia, Japón, Korea, Malasya, Filipinas, Taiwan y Tailandia), Claessens, Djankov, Fan, y Lang (2002) estudian la relación entre la concentración de derechos de flujo de efectivo y los derechos de control y el tipo de dueño y por otra la valoración corporativa. Las empresas de Japón y Taiwan son las que menos concentración de capital tiene, en contraste empresas de Tailandia, Indonesia y Hong Kong tienen la concentración más alta de capital. Las instituciones financieras son las principales dueñas de empresas en Japón, controlando alrededor del 40% de las corporaciones. El estado controla más de un cuarto de las corporaciones en Singapore, mientras que un tercio de las corporaciones de Filipinas son controladas por otras compañías de valores. Se encuentra que en Hong Kong, Korea, Malaysia y Tailandia la familia tiene control sobre la mayoría de las corporaciones. Se elaboró una medida de valuación de mercado industria-ajustada de la relación de ventas en el mercado. En términos de los efectos de la estructura de capital, se encuentra que los derechos de flujo de efectivo más altos se asocian con una mayor valoración del mercado, pero los derechos de control más alto se asocia con una menor valoración de mercado. El control de la familia es un importante factor detrás de la relación negativa entre el control de derechos y el valor de mercado. El grado de control de los grandes tenedores de acciones, está sin embargo, negativamente relacionada con el exceso de valoración.

### 3.4.4 Infraestructura legal y protección a los inversionistas.

Cuando las leyes protegen a los inversionistas externos, los inversores están dispuestos a financiar la empresa y los mercados financieros son más amplios y valiosos. Por el contrario cuando las leyes no protegen a los inversionistas los mercados financieros se atrofian.

En La Porta, *et al.*, (2002), utilizando una muestra de 539 empresas grandes de 27 economías más desarrolladas, exceptuando el sistema bancario, el estudio consideró los años de 1995 y 1996, encontraron una mejor valoración de las empresas en países con mejor protección a accionistas minoritarios y en empresas con alto flujo de efectivo de los dueños. Consistente con la teoría de que mayor protección a los inversionistas se asocia a valoraciones más altas de activos. También encontraron que altos incentivos de flujos de los dueños están asociados con valoraciones más altas. Para el modelo presentando se utilizaron las siguientes variables: el derecho común, el derecho civil, derechos anti-director, Q de Tobin, Q de Tobin industrial ajustado, crecimiento de venta, crecimiento de ventas de la industria ajustado, derechos de control, derechos de flujo de efectivo, diferencia entre el derecho de control y el derecho de flujos de caja. Se podrá argumentar que los niveles de valoración son bajos cuando los mercados de capital son pequeños, como lo son en países con baja protección al inversionista. Los incentivos y la ley juegan un papel muy importante en el valor de los accionistas externos.

Gompers, Ishii y Metrick (2003), utilizando 24 reglas de gobierno, construyó un Índice de Gobierno para una muestra de alrededor de 1500 grandes empresas por año durante la década de los 1990s cuya fuente principal de información fue *The Investor Responsibility Research Center (IRRC)*. Encontraron que las empresas con fuertes derechos de los accionistas tienen alto valor de mercado, mayores ganancias, mayor crecimiento de ventas, los gastos de capital más

bajos, he hicieron menos adquisiciones corporativas. La medida de valuación utilizada fue Q de Tobin. Las tres medidas operativas utilizadas fueron el margen de ganancias netas (ingresos divididos por ventas), la rentabilidad sobre recursos propios (ingresos divididos por el patrimonio neto contable) y el crecimiento de las ventas de un año. Así mismo se utilizó la relación BM (*book to market ratio*) como una variable explicativa adicional. Al comienzo de la muestra (1990), había una relación significativa entre la valoración y índice del gobierno corporativo. A finales de la década, esta diferencia se ha incrementado de manera significativa. Sus hallazgos muestran que al inicio del periodo de estudio había una relación significativa entre la valoración y el índice de gobierno corporativo, pero que a finales de la década esta relación se incrementa de manera significativa.

Black (2001) estudia 16 empresas de Rusia para el año de 1999 el comportamiento del gobierno corporativo tiene gran efecto sobre el valor de la empresa. Black, Jang y Kim (2002), evidencian que el gobierno corporativo es un factor importante en la explicación del valor de las empresas públicas en Korea, haciendo un análisis del primer semestre de 2001.

Drobetz, Schillhofer y Zimmermann (2003) para un estudio en Alemania y considerando 30 variables, divididas en 5 categorías: 1 Responsabilidades de Gobierno Corporativo, 2. Derechos de los accionistas, 3. Transparencia, 4. Manejo y supervisión del consejo de administración, y 5. Auditoría; demuestran que las empresas con mejor gobierno corporativo tienden a ser grandes y a recibir valoraciones más altas.

Por su parte Klapper y Love (2004) argumentan que un mejor gobierno corporativo está asociado con un mejor rendimiento operativo y valoración de mercado, y los beneficios de un

buen gobierno corporativo se hacen más notables en economías emergentes con mercados de capitales menos desarrollados.

Bauer, Guenster y Otten (2004) analizan si el gobierno corporativo aumenta el valor de la empresa en Europa para el año 2000 y 2001. Los resultados indican que la relación es positiva en la Unión Económica Europea, pero esta relación se vuelve más débil cuando se ajusta la variable país.

Desde el punto de vista empírico se ha producido un debate para medir el nivel de gobierno corporativo a nivel empresa (Beiner, Drobetz, Schmid y Zimmermann, 2006) para empresas suizas presenta un resultado positivo entre el gobierno corporativo y el valor de la empresa utilizando un índice basado en las recomendaciones y sugerencias de mejores prácticas de Suiza y considerando 38 atributos de gobierno corporativo, con una muestra de 109 empresas para el año 2002.

Mejoras en la calidad del gobierno corporativo tienen un efecto positivo y significativo en actividades de la economía, así como las mejoras en el gobierno corporativo afectan positivamente el desempeño de las empresas que dependen de financiamiento externo (De Nicolo, Laeven y Ueda, 2006).

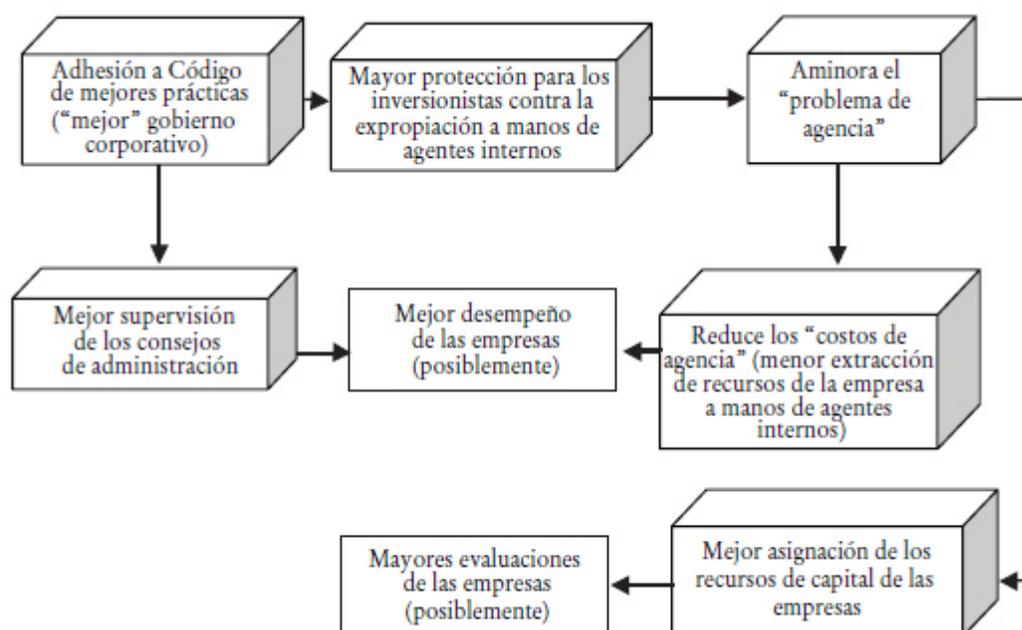
Poletti-Hughes (2011) en un estudio a empresas no financieras mexicanas por el periodo 2003-2007, presentan un resultado que sugiere que en México, el control de la familia, la concentración de capital familiar y la baja separación entre la propiedad y el control impactan positivamente en el valor de la empresa.

Empresas del Grupo Carso y Cementos Mexicanos (Cemex) han sido los principales impulsores de la elaboración de códigos de ética y prácticas de gobierno corporativo para todo

el sector empresarial mexicano. Cemex estableció un código de ética interno en el año 2000 y realizó una renovación del mismo para actualizarlo en el 2004. Sin embargo, la señalización que las empresas envían al mercado pueden alterar su valor, ya que modifica las expectativas de los agentes al incrementarse el nivel de riesgo y la posibilidad de sanciones que pueden afectar la operación de la empresa, su financiamiento y rentabilidad. La evidencia econométrica muestra que la falta de prácticas de gobierno corporativo eficientes y éticas puede llevar a una empresa a disminuir su valor y precio como en el caso de TV-Azteca. Por lo que se refiere al caso de Cemex se muestra una mayor estabilidad financiera, en dónde el precio de la acción ha aumentado más que el valor de la empresa como consecuencia de las señales positivas enviadas a los inversionistas de México y Estados Unidos de América (López, 2006).

En la figura 1 se describe la relación entre los cambios en la estructura de gobierno corporativo, el desempeño y el valor de la empresa.

Figura 1. Relación hipotética entre cambios en la estructura de gobierno corporativo, el desempeño y el valor de la empresa.



Fuente: Macías, A., y Román, F. (2014), Consecuencias económicas de la reforma de Gobierno Corporativo en un mercado de capitales emergente, *El Trimestre económico*, LXXXI (322) p. 376.

Debido a que las prácticas del buen gobierno corporativo se encaminan hacia la transparencia y fiabilidad de la información financiera y la eliminación de prácticas de contabilidad y resultados manipulados, se hace evidente que la constitución y práctica de un buen gobierno corporativo afecta la valoración de las empresas. De acuerdo a la discusión acerca del problema de la agencia, inherente en las empresas modernas, una de las principales tareas del buen gobierno corporativo se enfoca en asegurar la transparencia y fiabilidad de la información financiera que la empresa genera como resultado de sus operaciones.

### 3.5 Relevancia de la transparencia corporativa

Los escándalos financieros que ocurrieron a nivel mundial condujeron a un incremento en la transparencia corporativa y una mejora en los sistemas de gobierno corporativo. La divulgación de información y la transparencia fortalecen al sector privado en forma sustancial e incrementa la probabilidad de éxito de los esfuerzos adoptados en los países miembros para contener la corrupción y alcanzar la confianza del público inversor (OCDE, 2004). Un sistema efectivo de Gobierno Corporativo requiere de adecuados niveles de transparencia que reduzcan la asimetría de información entre los gestores y *stakeholders* de la empresa (Melis, 2004).

En un contexto de interés público acerca de la fiabilidad y transparencia de la información financiera, surge la duda acerca de si la aplicación de las medidas de gobierno corporativo promovidas por los códigos anteriormente mencionados en entornos empresariales con características diferentes de aquellos en los que se han mostrado efectivas, producen resultados similares. Cabe mencionar que mientras en el contexto americano, el uso de las medidas de gobierno corporativo promovidas por los códigos es de aplicación obligatoria para las empresas que cotizan en bolsa, en el contexto europeo se ha optado mayoritariamente por la adopción voluntaria de tales recomendaciones (García y Gill, 2005).

El concepto del gobierno corporativo como tal, solamente se refiere a la manera en la que las compañías gestionan su funcionamiento interno, de manera que a nivel conceptual no puede evaluarse como bueno o malo. Para poder llegar a una valoración del concepto, es necesario entender el contexto en el que nació y el contenido completo de Informe *Cadbury* (Olivencia, 2011).

Este informe tiene su origen en el descontento público (en 1992) ante un estado del gobierno corporativo que había provocado grandes escándalos financieros en Reino Unido y en un clima de opinión que reclamaba cambios en el sistema, es decir, una forma de mejorarlo (Olivencia, 2011).

La relevancia del Informe *Cadbury* deviene de las recomendaciones recogidas en el “*Code of best practices*”, dirigido principalmente a las compañías que cotizan en bolsa, pero susceptibles de aplicación voluntaria a otras compañías. La finalidad del código es mejorar el sistema de gobierno corporativo existente y propone como estándar el uso de las prácticas recogidas en el código. El objetivo es ayudar a conseguir ese estándar para reforzar el buen gobierno corporativo (Olivencia, 2011).

### **3.6 Conclusiones**

El buen gobierno corporativo es un mecanismo esencial para dirigir las organizaciones, asegurar la transparencia y mejorar la fiabilidad de la información financiera, con el efecto positivo que esto tiene en los estados financieros públicos de las empresas que cotizan en bolsa y por lo tanto para lograr que las valoraciones de éstas empresas hechas con base en sus estados, sea fiable.

En México durante los últimos años ha incrementado el cumplimiento al código de mejores prácticas de gobierno corporativo.

## Capítulo 4. Gestión de resultados

Este capítulo revisa la práctica de gestión de resultados y hace una revisión de estudios en diferentes países y regiones que muestran cómo esta actividad afecta el valor de la empresa.

### 4.1 Antecedentes teóricos: Gestión de resultados

La contabilidad positiva tiene una orientación hacia el mercado de capitales que proviene de la teoría financiera y otra dirigida hacia las organizaciones que es la Teoría de la Agencia (Monterrey, 1998). En el marco de la Teoría de la Agencia, la dirección puede adoptar decisiones en su propio interés que vayan en detrimento de los intereses de otros agentes, en particular de los accionistas (Fama 1980, Fama y Jensen 1983). Cuando los gerentes no son los dueños de la empresa, pueden tener incentivos particulares que los alejen de la maximización del valor de la empresa y de los intereses de los accionistas (Berle y Means, 1932; Coase, 1937; Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983).

La valoración de la calidad de la información puede concretarse de diferentes modos y para su medida se han utilizado distintas variables. En cuanto al papel de control del gobierno de la empresa sobre la calidad de la información, éste se sitúa en el marco del problema de agencia derivado de la separación entre propiedad y el control, que ocasiona diferencias de intereses entre accionistas y agentes los primeros buscan la maximización del valor de la empresa, mientras los segundos pueden desviarse de dicho objetivo en favor de sus propios intereses (Jensen y Meckling 1976, Fama 1980). Ball y Brown (1968) suelen señalarse junto a Beaver (1968), como los pioneros en analizar la respuesta del mercado de capitales a la información contable.

Bernstein y Siegel (1979), mencionan en su estudio que las utilidades reportadas son a menudo producto de opciones entre los diversos tratamientos contables y opciones de negocio. Una cuestión de interés para la contabilidad positiva es investigar si los ajustes en los precios bursátiles y las modificaciones en los métodos contables están relacionados (Monterrey, 1998). Schipper (1989) define la práctica de gestión de resultados como la intervención en el proceso de elaboración de la información financiera y contable, con el propósito de obtener algún beneficio propio.

Especialmente en períodos de crisis, empresas (tanto familiares como no familiares, cotizadas en bolsa y no cotizadas en bolsa, etc.), acuden a bancos a solicitar préstamos o bien a inversores, con el objetivo de conseguir financiación. Para ello, la calidad de la información contable disponible es fundamental para poder aportar la confianza necesaria a estos usuarios externos, quienes valoran de forma muy positiva dicha información, ya que reduce asimetrías de información, aumenta la transparencia y permite mejores instrumentos de contratación (Watts y Zimmerman, 1986).

Para Healy y Wahlen (1999) la práctica de gestión de resultados ocurre cuando los gerentes usan el juicio en la información financiera y en la estructuración de transacciones para alterar informes financieros con el propósito de engañar a algunos grupos de interés sobre el resultado económico de la empresa o que influyen en los resultados contractuales que dependen de las cifras contables reportados. Clasifican los incentivos de las empresas para manipular en tres grupos:

- 1) incentivos de valoración,
- 2) incentivos contractuales y

3) incentivos políticos y gubernamentales.

García, Gill y Gisbert (2005) clasifican las motivaciones relacionadas con la valoración de la empresa en 1) motivaciones de valoración generadas con relación a eventos concretos que pueden ser las salidas iniciales a bolsa y en emisiones posteriores y 2) motivaciones de valoración de carácter continuado principalmente empresas que cotizan en bolsa que son continuamente evaluadas y valoradas.

Perry y Williams (1994) encuentran evidencia la práctica de gestión de resultados en períodos previos a operaciones de MBO (*Management Buy Out*) para empresas estadounidenses. Estudios de Rangan (1998) han llegado a resultados que indican que existen incentivos para manipular en ofertas iniciales de bolsa. Teoh, Welch y Wong (1998a) identificaron que los emisores de las ofertas públicas iniciales pueden reportar utilidades por encima de los flujos de efectivo a través de devengos positivos, con el objeto de lograr un mejor precio en el mercado de valores. Identificaron un periodo de pobre desempeño de las acciones de aproximadamente tres años y una gestión de resultados agresiva para empresas que están llevando a cabo ofertas públicas iniciales. Beaver, McNichols y Nelson (2003) no obtuvieron evidencia de gestión del resultado en empresas de seguros americanas con relación a las salidas a bolsa. Ahmad-Zaluki, Campbell y Goodacre (2009) en esta misma línea de investigación, encuentran manipulación en ofertas iniciales en periodo de crisis. Shivakumar (2000), también ha analizado efectos en la valoración, pero en emisiones posteriores, identificando incentivos de prácticas manipuladoras. Gong, Louis y Sun (2008) hallan la práctica de gestión de resultados significativa negativa antes de anunciar una recompra, esto podría revelar que gerentes se ven

motivados a bajar el crecimiento de las ganancias anteriores a la recompra para facilitar dicha recompra.

En lo que respecta a motivaciones contractuales según Watts y Zimmerman (1986), las prácticas manipuladoras están ligadas a la existencia de contratos en los que destacan el endeudamiento y remuneración a directivos. Con relación a los contratos de endeudamiento, Watts y Zimmerman (1986) hacen referencia a que cuando las empresas se encuentran en una situación de mayor riesgo de incumplimiento, tendrán más motivos para llevar a cabo prácticas manipuladoras de beneficio.

Estudios acerca de gestión del resultado han señalado que hay comportamiento oportunista por parte de los directivos. Esto puede ser por medio del plan de compensación (Healy, 1985; Bergstresser y Philippon, 2006; Kuang, 2008). En lo que respecta a la evaluación a los directivos, Healy (1985) encuentra que en ocasiones la gerencia puede manipular los resultados contablemente para aumentar el resultado y conseguir el bono correspondiente. Guidry, Leone y Rock (1999) apoyaron este hallazgo examinando si directores de unidades de negocios en Estados Unidos de un conglomerado multinacional manejan las utilidades para incrementar los bonos a corto plazo, siendo consistente la evidencia con este hallazgo. Watts y Zimmerman (1986) afirman que los directivos con contratos de remuneración que están ligados con los resultados contables tienen incentivos a manipular las cifras contables a fin de maximizar su compensación. De acuerdo a García, *et al.*, (2005) la remuneración a los directivos mediante opciones sobre acciones, acrecientan los incentivos para manipular el resultado para influir en la valoración, si el mercado no es capaz de descubrir y descontar dichas prácticas, la gerencia puede aprovecharse para controlar en cierto modo el precio del título.

Bergstresser y Philippon (2006) proporcionan evidencia en la que el uso de ajustes discrecionales para manipular los reportes de utilidades es más notorio en empresas dónde la compensación total potencial del CEO está más estrechamente relacionada con el valor de la acción. Kuang (2008), investiga el caso de la propensión de los administradores para participar en la práctica de gestión de resultados cuando tienen una mayor proporción de opciones en acciones, los resultados concluyen que cuando hay más opciones en acciones se reportará mayor rendimiento. Caton, Chiyachantana, Chua y Goh (2011) encontraron que los emisores tienden a inflar el resultado de las ganancias antes de la emisión del bono, sin embargo, la práctica de gestión de resultados agresiva está asociada con bajas calificaciones iniciales y altos rendimientos ofrecidos.

Con relación a motivaciones políticas y gubernamentales Watts y Zimmerman (1986) afirma que cuánto mayores son los costos políticos de la empresa, mayores son los incentivos de la gerencia para reducir artificialmente el beneficio.

#### **4.2 Modelos de Gestión de resultados**

McNichols (2000) identifica tres líneas de investigación utilizadas para detectar gestión de resultados, los estudios basados en: 1) ajuste por devengo agregado, 2) ajuste por devengo discrecionales específicos, 3) distribución del beneficio. Por su parte García, *et al.* (2005) hacen mención a que las dos primeras líneas metodológicas se pueden agrupar conceptualmente en una sola, debido a que permite identificar el instrumento manipulador. E identifica dos tipos de manipulación según, si ésta afecta únicamente al registro de las transacciones (manipulación contable) o si afecta a las propias transacciones (manipulación real). El modelo acumulaciones agregadas propuesto por Jones, es el más utilizado en la literatura.

La existencia de asimetrías de la información entre la dirección y las otras partes contratantes, dificulta la evaluación de la calidad de la información emitida por los gestores de la empresa (Sloan, 1996). Resulta bastante probable que los beneficios contables representen una variable que mitiguen los problemas inherentes a los flujos de efectivo, siendo una medida más representativa de la eficiencia debido a que en sus estimaciones se intentan solucionar problemas de reconocimiento y realización por medio de devengos contables como componentes de los beneficios (Dechow, 1994; Sloan, 1996).

La gestión de resultados se define como la aplicación por parte de los directivos de su propio juicio en la elaboración de los estados contables (Reguera, Laffarga y Fuentes 2014) es tan importante la gestión del resultado como disponer de una definición clara de dicho concepto. Una primera definición es: la intervención en el proceso de divulgación de la información financiera con la intención de satisfacer objetivos privados u obtener alguna ganancia (Schipper, 1989). Healy y Wahlen (1999) sugieren, en una formulación, que tal vez sea la más citada por la literatura contable, que la gestión del resultado tiene lugar cuando las transacciones se establecen y la información financiera es elaborada siguiendo los criterios e interpretaciones de la dirección, con la finalidad de alterar los estados financieros para engañar a los distintos grupos de interés sobre la verdadera situación económica de la empresa o influir sobre las distintas relaciones contractuales que dependen de cifras contables.

Un segundo aspecto relevante de la definición de Healy y Wahlen (1999) viene relacionado con la delimitación y el alcance de los objetivos de la gestión del resultado. Expresado, en otros términos, la gestión del resultado alude a la cuestión de la confusión que la manipulación de la información contable puede generar en los distintos grupos de interesados.

Dado que la gestión del resultado resulta factible cuando la dirección posee la capacidad de utilizar e interpretar los criterios contables dentro del marco de los principios contables generalmente aceptados, en algunas ocasiones puede ser adecuado que los distintos grupos de interés en la empresa permitan un cierto grado de modificación contable si dicha modificación mejora la información contenida en él. Este argumento parte de la idea de que es la dirección de la empresa quien generalmente cuenta con la mayor cantidad de información y conocimiento acerca de las perspectivas futuras de la misma y su posibilidad de maximización de valor (Dechow, 1994; Dechow y Dichev, 2002).

Las prácticas de gestión del resultado que más han atraído la atención de los estudiosos son la utilización de los ajustes por devengo (Jones, 1991, Dechow, 1994). Este procedimiento se basa en la premisa de que los beneficios contables pueden ser descompuestos en flujos de efectivo y devengos y que estos últimos ajustan el reconocimiento de los flujos de efectivo en los beneficios a través del tiempo (Healy, 1985).

Aunque el flujo de efectivo suele considerarse una métrica mucho más objetiva, es difícilmente manipulable con argumentos exclusivamente contables. Para poder manipular con este término, es necesario llevar a cabo actividades reales (aumentar ventas, reducir gastos, retrasar o adelantar pagos/cobros, etc.). Los devengos, por el contrario, se rigen por normas contables y no afectan por ello al flujo de efectivo de forma directa. Por este motivo, los directivos pueden hacer uso de los devengos para transmitir información privada a terceras partes fuera de la empresa para lograr efectos positivos, como un menor costo de capital, mayor liquidez, etc. No obstante, los preparadores de la información contable también podrían usar esta información para gestionar el resultado (a través de los devengos) para así alterar la imagen

de la empresa e inducir a error a terceras partes sobre la rentabilidad de la empresa, consiguiendo así beneficios individuales (Dechow y Dichev, 2002).

Evidentemente la presentación de estados contables de calidad adquiere más importancia en el caso de empresas que cotizan en bolsa, puesto que están en el punto de mira de inversores dispuestos a depositar su dinero (y su confianza) en ellas. De ahí que los fraudes más conocidos a nivel mundial provengan de este tipo de empresas (ya sean familiares o no familiares). No obstante, y especialmente en épocas de incertidumbre económica (en las que tradicionalmente muchas empresas pequeñas y medianas son absorbidas por otras más grandes o bien llevan a cabo procesos de fusión), la calidad en la información contable se convierte en esencial en empresas de cualquier tamaño y de cualquier tipo. Una de las líneas de investigación que más interés ha suscitado con relación a la medida de la calidad contable es la de gestión del resultado (Soler, 2013).

Además, que la manipulación puede traer beneficios a los administradores, es difícil ser detectado por el consejo y accionistas externos. Watts y Zimmerman (1978) sugiere que los administradores no solo tienen incentivos de manipular ganancias, también alteran decisiones de incremento en producción cuando los costos de intervención del gobierno son mayores.

Uno de los primeros métodos utilizados para detectar la práctica de gestión de resultados es ver el comportamiento de la distribución de las ganancias antes de ciertos eventos. Burgstahler y Dichev (1997) vieron en una distribución de sección cruzada de cambios en utilidades y encontraron una frecuencia baja de pequeños decrementos en cambios en las ganancias y alta frecuencia de pequeños incrementos en cambios de utilidades. Este efecto es más significativo cuando las empresas han tenido más años de incremento en utilidades. Dos

componentes, flujo de efectivo de la operación y capital de trabajo son utilizados para manipular las utilidades.

El método cuantitativo más común para analizar la práctica de gestión de resultados es el desarrollado por Jones (1991). Su método consiste en descomponer el total de devengos en discrecionales y no discrecionales. La mayoría de las decisiones de contabilidad involucra algunos devengos. Por ejemplo, venta o crédito conducen a la creación de provisiones porque la venta es reconocida como una cuenta por cobrar, aunque no haya actualmente efectivo que se haya recibido. Muchos devengos son una parte normal del negocio de la empresa y tienden a revertirse a lo largo del tiempo. A una cuenta por cobrar se le dará reversa cuando se reciba el efectivo. El uso de devengos esta de conformidad con principios de contabilidad en el propósito de hacer coincidir el flujo de caja y tratando de conseguir una mejor medida de rendimiento que flujos de efectivo. También proporciona una oportunidad potencial de manipulación para los administradores revisando las figuras contables, para sus propios intereses.

Jones (1991) sugiere que la no discrecionalidad está asociada con cambios en ventas e inversión en propiedad, planta y equipo y no a la discreción de los administradores. La parte crítica, los ajustes discrecionales están sujetos a las decisiones de los gerentes si deben incluir esta parte en las cifras contables finales. En empresas con altos ajustes discrecionales positivos es posible que manejen utilidades al alza, mientras que empresas con bajos ajustes discrecionales positivos tienden a manejar utilidades a la baja.

DeAngelo (1986), Healy (1985), y McNichols y Wilson (1998) primero aplican esta idea y utilizan ajustes discrecionales como un *proxy* para actividades de gestión de resultados, dónde ellos consideran los ajustes no discrecionales como una constante. Jones (1991) modifica sus

modelos y relaja los supuestos de que los ajustes no discrecionales son constantes a través del tiempo. Los ajustes no discrecionales en su modelo se estiman a través de una regresión de sección cruzada para capturar la influencia de los cambios en ventas. Teoh, Welch y Wong (1998) fueron más allá utilizando ajustes discrecionales corrientes, en lugar de discrecionalidad total en sus eventos de estudio de OPI.

El total de devengos puede ser calculado del balance o de las diferencias entre utilidades y flujos de efectivo. Hribar y Collins (2002) encontraron una gran medida de error potencial en los métodos que utilizan el balance. Especialmente si hay acciones corporativas como fusiones y adquisiciones u operaciones discontinuas, los ajustes discrecionales son fácilmente inflados y llegan a la conclusión de que la práctica de gestión de resultados existe dónde en realidad no existe. Kothari, Leone y Walsey (2005) han demostrado que, si los investigadores pudieran comparar los devengos con rendimientos, los ajustes discrecionales generados podrían ser mucho más fiables para estimar el nivel de gestión de resultados de las empresas.

Sobre el concepto de la calidad de la información contable, existe una gran cantidad de definiciones, se puede citar a Dechow, Ge y Schrand (2010) donde mencionan que no hay una medida de calidad para todos los modelos de decisión, definen la alta calidad a través del efecto predictivo de la variable de utilidades contables sobre la valoración futura de la empresa. Una aproximación cuantitativa la podemos destacar con los trabajos de Penman y Zhang (2002). Barth, *et al.*, (2008) examinan la existencia de calidad del resultado cuando se presenta una menor manipulación de la información contable.

En la literatura existen diversos instrumentos para medir la calidad contable. Leuz, Nanda y Wysocki (2003) consideran la probabilidad de manipular los resultados para cumplir

los pronósticos de los analistas. A través de la relevancia valorativa Alford, Jones, Leftwich y Zmijewski (1993); Francis, LaFond, Olsson y Schipper (2004); Agostino, Grago y Silipo (2011); Xie, Davidson y DaDalt (2003). García y Gill (2005) a través de los ajustes por devengo discrecionales o anormales.

### **4.3 Gestión de resultados y valoración de empresas**

Una de las motivaciones detrás de la gestión del resultado es proporcionar buenas noticias para el consejo de administración mostrando buenos resultados en ciertos periodos. Debido a las imperfecciones de mercado y las perspectivas que perciben los inversionistas, hay una discrepancia entre el valor de mercado de la compañía y su valor fundamental. Para el valor fundamental de la empresa hay muchos factores que pueden afectar el precio de las acciones. Un factor importante es la oferta y la demanda, la cual depende de factores económicos, políticas gubernamentales, las expectativas de rendimiento de las compañías e industrias y su potencial de crecimiento (Trunk y Stubelej, 2013).

Dutta y Gigler (2002) han desarrollado una teoría de asociación de la gestión del beneficio y presupuestos voluntarios de los directivos en un entorno de agencia. Por su parte Graham, Harvey y Rajgopal (2005) revelan que los directivos consideran las utilidades como la métrica más importante para reportar a los externos y están dispuestos a sacrificar el valor para cumplir las expectativas de los accionistas.

Othman y Zeghal (2006) utilizando 1,674 empresas canadienses y 1,470 empresas francesas para los periodos 1996 – 2000, investigaron los factores que influyen en la política de gestión del resultado, proporcionaron evidencia de que los incentivos para la administración de las ganancias en empresas francesas están relacionados con los costos de contratos de deuda y

tasa efectiva de impuestos, y para empresas canadienses muestran incentivos relacionados con el mercado de capitales, siendo la emisión de acciones un fuerte motivo para la gestión del resultado en empresas canadienses. Ning (2006) estudia los beneficios de la práctica de gestión de resultados y ha argumentado que la gestión del resultado no es un fraude, ya que se lleva a cabo dentro de la restricción legal. Las empresas tienen incentivos de reportar ganancias a la baja cuando las ganancias económicas están por encima del nivel deseado. Por otra parte, la gestión del resultado puede crear una falsa representación de las ganancias, pero no distorsionar el valor económico de la empresa en términos del activo total, pasivos y capital.

Huddart y Louis (2011) utilizando información por el periodo 1985 – 1995 encontraron una fuerte evidencia de que los gerentes generalmente incrementan las ganancias antes de vender las acciones, actividades de gestión de resultado aparentemente tuvieron éxito en que los precios de las acciones de las empresas con altos niveles de aumento de las ganancias durante el periodo de la burbuja fueron sobrevalorados con relación a las empresas con bajo o moderados niveles de incrementos de las ganancias.

Sin embargo, también hay estudios que apoyan las prácticas manipuladoras del resultado. Magrath y Weld (2002) discuten el beneficio de la gestión del resultado en el valor de la empresa. Directores pueden usar la gestión del resultado para reducir la volatilidad de las ganancias. Porque saben que la volatilidad puede dar lugar a una menor valoración en el mercado. Esto puede ayudar a reducir el nivel de riesgo percibido e incrementar el valor de la empresa. Directivos que se han involucrado en la gestión del resultado siguen el principio de maximización de valor. Los administradores tienden a manipular utilidades para sorprender a los inversionistas, mejorar el precio de la acción y bajar el costo de la deuda. DuCharme, Liu y

Malatesta (2004) examinan la reacción del precio de las acciones a los anuncios de ganancias, encuentran que los retornos anormales de las acciones están relacionados con la información que se vuelve pública. Allayannis y Simko (2009) estudiaron el efecto en la valoración en aquellas empresas con poco seguimiento de los analistas, mientras que no encontraron relación con la valoración en empresas con alto seguimiento por analistas. Este es un problema potencial, los administradores son reacios a anunciar utilidades debajo de los pronósticos de los analistas según Cohen *et al.* (2011), ya que puede tener un impacto negativo en el valor de la acción. Debido a que el precio de mercado de la acción impacta el valor de la empresa, los directivos tienden a manipular los componentes de la cuenta de resultados y balance a través de acumulaciones para mantener o maximizar el precio de la acción para el año corriente o para años subsecuentes. Gholami, Nickjoo y Nemati (2012) utilizan una muestra de 1,200 empresas con ofertas públicas iniciales americanas para los años 2000-2010, que llevan a cabo actividades de gestión del resultado con altas expectativas de ganancia de los inversionistas, presentaron una influencia en el retorno anormal a largo plazo de las acciones.

Analizando si los ajustes por devengo discrecionales afectan el valor de la empresa bajo los mecanismos de gobierno corporativo en empresas cotizadas en Taiwan de 1997 a 2007, Lin (2011) encontró que cuando la propiedad del directivo es inferior a 9.67% los administradores se inclinan por manipulaciones oportunistas, mientras que cuando es superior a 9.67% se inclinan a gestiones eficientes. Tangjitprom (2013), en su estudio que tuvo como propósito examinar el papel del gobierno corporativo y el efecto de la gestión del resultado en el valor de la empresa para empresas listadas en la bolsa de valores de Tailandia, muestra en sus resultados que la gestión en los resultados tiene un efecto positivo débil en el valor de la empresa.

Chaney y Lewis (1995) en su estudio consideraron dos tipos de empresas; las de valoración alta y las de valoración baja. Demuestran que directivos de diferentes empresas están motivados a adoptar distintas estrategias de reporte por la naturaleza de los contratos de compensación. El modelo predice que las empresas con valoración alta adoptan tratamientos contables de incrementos de ingresos con relación a otras empresas. Para una muestra de 33,080 observaciones de empresas americanas para el periodo 1963 a 1993 Fairfield, Whisenant y Yohn. (2001) encuentran que el crecimiento a largo plazo en activos operativos netos, como devengos, tienen una asociación negativa con la rentabilidad de los activos del año entrante. En la literatura económica se asume que el resultado de calidad es el que mejor se aproxima al resultado económico (Chan, Chan, Jegadeesh, Lakonishok, 2006), que no es observable, debido a la imperfección de las normas contables, a errores de medición y a otros factores.

Jiraporn, Miller, Yoon y Kim (2008) proporcionan evidencia empírica utilizando información de empresas estadounidenses. Sus resultados muestran que la gestión del resultado es beneficiosa porque hay una relación positiva entre valor de la empresa y gestión del resultado. Fama y French (2006) mencionan en su estudio que la teoría de valoración dice que los retornos esperados de las acciones están relacionados con tres variables: la proporción de valor en libros a valor de mercado, la rentabilidad esperada y la inversión prevista. Su evidencia dice que la demora en la rentabilidad, el crecimiento de los activos y los devengos, utilizadas como indicador simple de la rentabilidad e inversión esperada, están relacionadas con una rentabilidad media.

Fernandes y Ferreira (2007), investigaron las implicaciones de la práctica de gestión de resultados en el valor de la empresa para más de 24,000 empresas en 43 países para el periodo

1990-2003, las oportunidades de inversión, la dependencia del financiamiento externo, la dispersión de la propiedad, la tenencia de efectivo y el acceso a los mercados globales tienden a disminuir la práctica de gestión de resultados, como empresas que adoptan estándares más rigurosos y tienden a beneficiarse con ellos. Concluyendo que las empresas con menos gestión de resultados, tienen valoraciones más altas, medida por la Q de Tobin. Interpretándose este efecto como mejora en la calidad de las ganancias reportadas.

Los directivos cuentan con una ventaja informativa crucial sobre los investigadores: tienen incentivos para disimular cualquier ajuste que hayan aplicado al beneficio publicado, por lo que el ejercicio de la discrecionalidad contable no puede ser directamente observable (Castrillo y San Martín, 2008). Rountree, Weston y Allayannis. (2008) vinculan la calidad de las ganancias a la valoración de la empresa, encuentran que la gestión de los resultados medida a través del componente de devengo no es valorada por el mercado estadounidense.

Las empresas son capaces de compensar un entorno legal débil mediante la adopción de mayores estándares de calidad en las ganancias, sobre todo cuando tienen que tener acceso a mercados mundiales de capital. Los resultados de Gaio y Raposo (2011) sugieren que las empresas con mayor calidad de las ganancias se valoran más alto en los mercados de valores, apoyando la idea de que los inversionistas exigen una prima por el riesgo de la información asociada con menor calidad de las ganancias. Encontraron una relación significativa entre la calidad de las ganancias y la valoración de la empresa. Sugiriendo que las empresas con mejor calidad de las ganancias, se valoran positivamente en el mercado de valores.

Kusuma y Hermuningsih (2013) examinan en Malaysia el efecto de manipulación en actividades reales y manipulación a través de actividades de devengo, de empresas cotizadas en

el año 2008, encontrando que la manipulación a través de actividades de devengo, tienen efecto en el valor de la empresa, pero la manipulación en actividades reales no tiene efecto.

#### **4.4 Conclusiones**

La práctica de gestión de resultados ocurre cuando los gerentes usan el juicio en la información financiera con el propósito de influir en el resultado. Sus motivos son incentivos de valoración, contractuales, políticos y gubernamentales. La práctica de gestión de resultados afecta la valoración de las empresas y puede ser beneficiosa u oportunista. Se han estudiado los efectos beneficiosos de la práctica de gestión de resultados, la práctica para reducir la volatilidad así mismo detectar manipulación con el objeto de mostrar un mejor desempeño. En esta investigación realizada no se encuentran estudios para el caso México relacionados con las prácticas de gestión de resultados y valor de la empresa.

## **Capítulo 5. Metodología de la investigación**

En este capítulo se describe el diseño de la investigación, la selección de muestra para el estudio, la operacionalización de las variables y los métodos estadísticos utilizados.

### **5.1 Diseño de la investigación**

La presente investigación se ubica dentro de las ciencias sociales. El enfoque de investigación es cuantitativo y cualitativo. Para determinar la asociación de las variables en la investigación se utiliza estadística inferencial. Asimismo se considera la estadística descriptiva con un diseño correlacional. Es descriptiva dado que utiliza los métodos de la estadística descriptiva para analizar las características de cada una de las variables de estudio y correlacional dado que tiene como finalidad determinar cómo se asocian las variables.

### **5.2 Población y muestra**

La población estuvo compuesta por 141 emisoras de la Bolsa Mexicana de Valores. Se excluyen 27 empresas del sector financiero por estar sometidas a una regulación contable distinta al resto de la muestra. De las observaciones restantes se eliminaron aquellas en la que los datos no eran suficientes quedando un total de 52 empresas.

Se consultó la base de datos de Bloomberg en la sección de análisis financieros para la obtención de información y el informe anual que presentaron las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. El periodo de estudio corresponde a los años 2008 al 2015.

### 5.3 Hipótesis y Modelo

En este estudio pretendemos determinar si el índice de gobierno corporativo y la gestión de resultados tienen impacto en el valor de la empresa de las empresas que pertenecen a la BMV. Para ello, con base en los estudios de Chong, *et al.*, (2009) y Macías y Román (2014) platearemos el impacto del índice de gobierno corporativo en el valor de la empresa y por otro lado, para medir la práctica de gestión de resultados consideramos los ajustes por devengo discrecionales usando la versión modificada del modelo de Jones (1991) propuesta por Dechow *et al.*, (1995). Nuestra primera hipótesis quedaría como:

*H<sub>1</sub>: El índice de gobierno corporativo y la gestión de resultados afectan positivamente al valor de la empresa.*

Para ello, estimamos el modelo de la ecuación 1:

$$QTobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 ABSADD_{it} + \beta_2 IGC_{it} + \beta_3 DE\_ACT_{it} + \beta_4 Tama\tilde{n}o_{it} + e_{it} \quad (1)$$

donde:

$QTobin_{it}$ = Valor de mercado de la empresa dividido por el valor de reposición de los activos de la empresa de la empresa  $i$  en el periodo  $t$ .

$ABSADD_{it}$ = Valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales de la empresa  $i$  en el momento  $t$  deflactado con el activo del periodo  $t-1$ .

$IGC_{it}$ = Índice de gobierno corporativo de la empresa  $i$  en el momento  $t$ .

$DE\_ACT_{it}$ = Razón de deuda a activos de la empresa  $i$  en el periodo  $t$ .

$Tamaño_{it}$  = Logaritmo natural del activo de la empresa  $i$  en el periodo  $t$ .

La Q de Tobin, definida como un indicador de valor de mercado de la empresa para remplazar el valor de sus activos (Chung y Pruitt, 1994). Estudios de 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 de Tobin como el valor de mercado de los activos dividido por el valor de los activos en libros, donde 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  $t$ . Chong *et al.*, (2009) define la Q de Tobin como el valor de mercado del patrimonio (acciones reales en circulación multiplicado por el precio de cierre del período) más el total de pasivos dividido por el activo total. Para seleccionar esta variable nos basamos en los datos de *Bloomberg* en el cual se calcula la Q de Tobin como el valor de mercado de una empresa dividido por el valor de reposición de los activos de la empresa.

En esta investigación para la variable de gobierno corporativo se recolectó información a través del cuestionario de mejores prácticas corporativas para empresas mexicanas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores para los años 2008-2015. Existen 141 empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores a diciembre 2015 (Ver Apéndice A). Para el índice del gobierno corporativo seguimos una metodología similar a la utilizada por Chong *et al.*, (2009) y Macías y Román (2014), recolectamos información a través del cuestionario de mejores

prácticas corporativas para empresas mexicanas que cotizan en la BMV obtenida a través de la información digitalizada para los años 2008-2015. Obtuvimos 78 preguntas de 2008 a 2009 y 84 preguntas del cuestionario por los años 2010 a 2015, para hacer cumplimiento de 47 y 51 prácticas de Gobierno Corporativo para los años respectivos. En algunas preguntas existen respuestas múltiples.

Del cuestionario de mejores prácticas corporativas, se elaboró un índice de gobierno corporativo<sup>3</sup>, sumando un punto por cada respuesta positiva que la empresa cumple con la recomendación del código. Se estandariza el índice entre 0 y 1 dividiendo el número de respuestas positivas por el total del número de respuestas del cuestionario.

Para los ajustes por devengo discrecionales se utiliza la versión modificada del modelo de Jones (1991) propuesta por Dechow *et al.*, (1995). Los ajustes por devengo se definen como aquella parte de los ingresos o gastos que no implica cobros o pagos. De forma indirecta se calculan por diferencia entre el resultado antes de impuestos y los flujos de caja por operaciones. Hay que distinguir entre los ajustes por devengo no discrecionales ( $AND_{it}$ ), más difíciles de manipular por la gerencia, y los ajustes por devengo discrecionales ( $AD_{it}$ ), sobre los que la manipulación es más sencilla de hacer.

---

<sup>3</sup> Se consideran cinco categorías generales en el cuestionario de mejores prácticas corporativas: 1) la asamblea de accionistas, 2) el consejo de administración, 3) función de auditoría, 4) función de evaluación y 5) compensación, función de finanzas y planeación.

$$AT_{it} = AND_{it} + AD_{it} \quad (2)$$

Los ajustes por devengo totales se calculan mediante la diferencia entre el resultado de beneficio (pérdidas) de operaciones continuas (RDO) y el *cash - flow* operativo (CFO) de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$AT_{it} = RDO_{it} - CFO_{it} \quad (3)$$

Dado que los componentes discrecional y no discrecional de los ajustes por devengo que no son directamente observables y deben ser estimados, usaremos versión modificada del modelo de Jones (1991) propuesta por Dechow, *et al.*, (1995).

$$\frac{AT_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta VTAS_{it} - \Delta Ccobrar_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{INMOV_{it}}{A_{it-1}} + e_{it} \quad (4)$$

Donde:

$AT_{it}$  = ajustes por devengo totales para la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$

$\Delta VTAS_{it}$  = variación en ventas de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$  respecto al  $t-1$

$\Delta Ccobrar_{it}$  = variación en cuentas a cobrar de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$  respecto a  $t-1$

$INMOV_{it}$  = cifra de activos fijos brutos para la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$

$e_{it}$  = término de error para la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$

$A_{it-1}$  = activo total para la empresa  $i$  en el ejercicio  $t-1$

La ecuación anterior fue estimada para los periodos 2008 – 2015, asumiendo que los ajustes por devengo no discrecionales (*AND*) se calculan en función de las variaciones anuales en ventas, cuentas por cobrar y activo fijo. El cálculo se realizó en cada una de las observaciones

de las empresas de la muestra. Adicionalmente  $A_{it-1}$  se utiliza como deflactor para evitar problemas de heterocedasticidad.

Estimados los ajustes totales ( $AT$ ) deflactados, se despejó el error, el cual equivale a los ajustes discretos ( $AD$ ) para cada empresa y ejercicio:

$$AD_{it} = \frac{AT_{it}}{A_{it-1}} - \left( a_1 \frac{1}{A_{it-1}} + a_2 \frac{\Delta VTAS_{it} - \Delta Ccobrar_{it}}{A_{it-1}} + a_3 \frac{INMOV_{it}}{A_{it-1}} \right)$$

$AD$  = ajustes por devengo discretos para la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$

$AT_{it}$  = ajustes por devengo totales para la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$

$\Delta VTAS_{it}$  = variación en ventas de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$  respecto al  $t-1$

$\Delta Ccobrar_{it}$  = variación en cuentas a cobrar de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$  respecto al  $t-1$

$INMOV_{it}$  = activo fijo bruto para la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$

$A_{it-1}$  = activo total para la empresa  $i$  en el ejercicio  $t-1$

Para las variables de control nos basamos en los estudios llevados a cabo por Garay y González (2008) y Chong-En *et al.* (2006) que incorporan las variables de tamaño y deuda. Deuda medida como el cociente de la deuda total y el total de activos controla diferentes características de riesgo de la empresa y el tamaño de la compañía, medido como logaritmo natural del valor contable de los activos.

#### 5.4 Método estadístico utilizado en la investigación

Para realizar el análisis de las posibles asociaciones de las variables que fueron elegidas para el presente estudio, se utilizó el método estadístico denominado análisis de datos panel y regresión cuantil. La característica fundamental de los datos panel es que se utilizan tanto

observaciones de corte transversal como series temporales. También permite contar con un número mayor de observaciones incrementando los grados de libertad y reduciendo la colinealidad entre las variables independientes, aportando valiosa información que no se podría obtener con análisis individuales agrupando los datos en cortes transversales o en series de tiempo (Hsiao, 2003).

Por otra parte, para Lind, Marshal y Wathen (2012) definen los cuantiles como un conjunto de datos ordenados (de mínimo a máximo) que dividen los datos en intervalos de frecuencias aproximadamente iguales. En este estudio se aplica la regresión cuantílica introducida por Koenker y Basset (1978) para estimar la relación entre las variables, que es una alternativa de los métodos tradicionales de mínimos cuadrados ordinarios. Koenker y Hallock (2001) muestran en su estudio resultados más confiables mediante el uso de regresión cuantil y también identifican ventajas en la estimación.

Al hacer el cálculo de los devengos discrecionales hay que estar conscientes de las imprecisiones y errores de medición que los modelos de ajustes por devengo suelen conllevar como se pone de manifiesto en los trabajos de Dechow, *et al.*, (1995), principalmente los flujos de caja extremos.

## **5.5 Conclusiones.**

En este capítulo se estableció el diseño de la investigación como cuantitativa correlacional, la población y la muestra de las empresas a estudiar que cotizan en la BMV, la operacionalización de las variables tanto las dependientes como las independientes y el método estadístico utilizado fue datos de panel y regresión cuantil.

La metodología presentada permite responder a la pregunta de investigación planteada y determinar si existe relación entre el índice de gobierno corporativo y el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales con el valor de la empresa.

## **Capítulo 6. Análisis y discusión de resultados**

En el presente capítulo se describe el análisis general de los resultados obtenidos en la regresión cuantil utilizando datos panel y se discute su relación con otros estudios.

### **6.1 Preparación de la información**

Se utilizó el software estadístico E-views para realizar el análisis estadístico de datos panel para contrastar las hipótesis planteadas de que la práctica de gestión de resultados medida a través de ajustes por devengo discrecionales y el índice de gobierno corporativo afectan el valor de la empresa medida a través de la Q de Tobin. Las variables independientes ABSADD (ajustes por devengo discrecionales absolutos) e IGC (Índice de Gobierno Corporativo) se calcularon con base a la información financiera anual obtenida de la base de datos de Bloomberg, de los cuestionarios de mejores prácticas corporativas y del Informe anual que presentan las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. No se incluyeron las empresas del sector financiero y también se eliminaron aquellas en las que los datos no eran suficientes para el análisis.

### **6.2 Resultados**

Considerando una muestra de estudio para los años 2008 – 2015, se hizo cálculo de la correlación entre variables independientes para detectar una posible multicolinealidad entre las variables. Los valores son relativamente pequeños lo que indica una baja correlación entre las variables, lo que significa que no hay signos de multicolinealidad. En la tabla 1 se muestra la correlación entre variables independientes de estudio.

Tabla 1. Coeficientes de correlación entre variables independientes de estudio

<i>Variable</i>	<i>ABSADD</i> <sup>(2)</sup>	<i>IGC</i> <sup>(3)</sup>	<i>DE_ACT</i> <sup>(4)</sup>	<i>Tamaño</i> <sup>(5)</sup>
<i>ABSADD</i>	1.00	-0.15	0.00	-0.14
<i>IGC</i>	0.00	1.00	0.00	-0.01
<i>DE_ACT</i>	-0.15	0.00	1.00	0.11
<i>Tamaño</i>	-0.14	-0.01	0.11	1.00

(1) ABSADD: Valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales de la empresa *i* en el momento *t* deflactado con el activo del periodo *t-1*.

(2) IGC: Índice de gobierno corporativo de la empresa *i* en el momento *t*.

(3) DE\_ACT: Razón de deuda a activos de la empresa *i* en el periodo *t*.

(4) Tamaño: Logaritmo natural del activo de la empresa *i* en el periodo *t*.

Fuente: Elaboración propia utilizando E-views

En la Tabla 2 se muestran las estadísticas descriptivas de las variables del modelo expuesto anteriormente. La variable que representa la mayor media es tamaño (4.39) y la que representa la menor media es el ABSADD (.05). Por otra parte, la variable que representa mayor desviación estándar es la Q de Tobin (.70), mientras que el ABSADD (.05) representa la menor desviación estándar. El valor de asimetría deberá indicarnos si los valores de la distribución se disponen simétricamente alrededor de la media o bien si tienen mayor media hacia la derecha o hacia la izquierda. Para la variable ABSADD la asimetría es positiva ya que los datos se encuentran por encima del valor de la media aritmética. Mientras que el IGC presenta una asimetría negativa ya que los datos se localizan en los valores menores a la media. La curtosis mide la mayor o menor concentración de datos alrededor de la media. Si el coeficiente es positivo, hay una mayor concentración de los datos en torno a la media. Si el coeficiente es negativo, hay una menor concentración de datos en torno a la media, el resultado muestra un resultado positivo, en donde hay una mayor concentración de datos en torno a la media. Debido a la presencia de curtosis y asimetría en los datos, esto puede indicar datos atípicos y asimetría

en la distribución de los estos. Por lo cual es uso de cuantiles es una opción metodológica viable en esta investigación.

Tabla 2. Estadísticas descriptivas

<i>Statistic</i>	<i>QTobin</i> <sup>(1)</sup>	<i>ABSADD</i> <sup>(2)</sup>	<i>IGC</i> <sup>(3)</sup>	<i>DE_ACT</i> <sup>(4)</sup>	<i>Tamaño</i> <sup>(5)</sup>
<i>Media</i>	1.51	0.05	0.91	0.29	4.39
<i>Des.Est.</i>	.70	0.05	0.06	0.17	0.60
<i>Asimetría</i>	1.65	3.20	-2.30	0.72	0.49
<i>Curtosis</i>	7.01	20.44	12.44	3.28	2.90

(1) QTobin: Valor de mercado de la empresa dividido por el valor de reposición de los activos de la empresa  $i$  en el periodo  $t$ .

(2) ABSADD: Valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales de la empresa  $i$  en el momento  $t$  deflactado con el activo del periodo  $t-1$ .

(3) IGC: Índice de gobierno corporativo de la empresa  $i$  en el momento  $t$ .

(4) DE\_ACT: Razón de deuda a activos de la empresa  $i$  en el periodo  $t$

(5) Tamaño: Logaritmo natural del activo de la empresa  $i$  en el periodo  $t$

Fuente: Elaboración propia utilizando E-views

Utilizando la Q de Tobin como variable dependiente para la valoración de la empresa, como medida del nivel de gestión de resultados se considera el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales utilizando el modelo de Jones (1991) modificado y el índice de gobierno corporativo, elaborado del cuestionario de mejores prácticas corporativas. E incorporándose las variables de control DE\_ACT que es la deuda con relación a los activos y Tamaño que es el logaritmo de los activos. La información se recolectó de las empresas listadas en la BMV durante los años 2008 al 2015, se eliminaron las empresas del sector financiero y las que no se tenía información completa fueron excluidas del análisis obteniendo una muestra de 52 empresas. Los resultados del análisis se hacen con regresión mediante el método de cuantiles. Los objetivos que se persiguen en la regresión cuantílica son los mismos que en la regresión

lineal por mínimos cuadrados ordinarios, es decir, modelizar la relación entre variables, sin embargo, por la presencia de algún valor atípico, la regresión cuantílica ofrece la posibilidad de crear distintas rectas de regresión para distintos cuantiles.

Los resultados se muestran en la Tabla 3, se examinó la relación entre la práctica de gestión de resultados y el valor de la empresa para investigar si la gestión es oportunista o beneficiosa. Si los gerentes administran los resultados para su beneficio y no con el propósito de generar riqueza al accionista, se encontraría una relación inversa entre el grado de gestión de resultados y el valor de la empresa. (Jiraporn *et al.*, 2008).

Al hacer el análisis por cuantiles, el resultado para las empresas con bajo valor de Q de Tobin muestra una asociación negativa y significativa al 10% de confianza en el percentil 25th mientras que la misma relación se mantiene para empresas con mediana y alta Q de Tobin al 5% de confianza en el percentil 50th y 75th. Esto es, a las distintas rectas de regresión para los cuantiles la relación es negativa y significativa con diferentes niveles de significancia. La influencia negativa en el resultado sugiere una perspectiva oportunista; consistente con los resultados obtenidos en un estudio de Tang y Chang (2015) donde se encontró una relación negativa y significativa con la Q de Tobin, en el estudio de Tang y Chang (2015) además se analizó la relación entre un gobierno corporativo fuerte y un gobierno corporativo débil, llegando a la conclusión que el resultado oportunista o beneficioso depende de la calidad del gobierno de una empresa.

Para la variable IGC, al hacer la revisión por cuantiles, para los percentiles 25th y 50thno resulta significativo y para el cuartil de 75% resulta significativo a un 10%. Las empresas grandes localizadas en este cuartil son las que tienen un efecto positivo y significativo. Dando

como resultado que las empresas localizadas en el cuantil 75th tienen valoraciones más altas, este resultado es consistente con el resultado de Garay y González (2008) en los que el resultado es estadísticamente significativo a un 10%. Consistentes con resultados de Polletti (2011), Chong, *et al.*, (2009) y Klapper y Love (2002) que presentan resultados positivos y significativos, sosteniendo su hipótesis de que las empresas con mejor gobierno corporativo tienen valuaciones más altas.

El signo esperado de la deuda es negativo, pero no significativo. Para Chong, *et al.*, (2009) el signo es negativo, para un estudio de Chong-En *et al* (2006). La variable DE\_ACT al hacer la regresión por medio de cuantiles pasó a ser significativa para los percentiles 50th y 75th a un 5%, más no para empresas con bajo valor de Q de Tobin, esto, el percentil 25th.

Para la variable Tamaño que mide el tamaño de la empresa, que es aproximado por el logaritmo natural de los activos, los coeficientes son positivos y significativos a un 5% en los 3 percentiles siendo consistentes con los resultados de Poletti-Hughes (2011) en cuyo resultado es positivo y significativo lo que sugiere que cuanto mayor sea la empresa, mayor será su valor. También resulta consistente con un resultado positivo y significativo en resultados de Jiraporn, *et al* (2008) cuyo estudio es resultado de la variable de logaritmos de activos donde la relación es positiva y significativo. Así como en estudio de Renders y Gaeremynck (2012). Igual que Kusuma y Hermuningsih (2013) este estudio utilizó el tamaño de las empresas como variable de control. Cuanto mayor sea la empresa mayor será la gestión de las ganancias realizada por la administración debido a las demandas más grandes de los inversionistas y acreedores que las empresas pequeñas.

Con los resultados descritos se puede afirmar, con 5% y 10% de confianza, que se comprueban las hipótesis de que la práctica de gestión de resultados y el índice de gobierno corporativo afectan el valor de la empresa (Ver tabla 3).

Tabla 3. Datos Panel y Regresión cuantil

<i>Variable</i>	<i>25<sup>th</sup> percentile</i>		<i>50<sup>th</sup> percentile</i>		<i>75<sup>th</sup> percentile</i>	
ABSADD <sup>(1)</sup>	-0.7359	(-1.867)*	-1.2949	(-2.6307)**	-1.4334	(-2.689)**
IGC <sup>(2)</sup>	0.5843	(1.1132)	0.6087	(1.6338)	0.8857	(1.7888)*
DE_ACT <sup>(3)</sup>	-0.1541	(-1.1322)	-0.5456	(-3.003)**	-1.0397	(-4.713)**
Tamaño <sup>(4)</sup>	0.1760	(2.9147)**	0.2089	(4.9813)**	0.2658	(3.0721)**
Cons <sup>(5)</sup>	-0.1461	(-0.2707)	0.1134	(0.3043)	0.1461	(0.2441)
R-squared	0.0326		0.0711		0.0513	

Nota: \*p-value<0.10, \*\* p-value <0.05 *t* values en paréntesis

(1) ABSADD: Valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales de la empresa *i* en el momento *t* deflactado con el activo del periodo *t-1*.

(2) IGC: Índice de gobierno corporativo de la empresa *i* en el momento *t*.

(3) DE\_ACT: Razón de deuda a activos de la empresa *i* en el periodo *t*

(4) Tamaño: Logaritmo natural del activo de la empresa *i* en el periodo *t*

(5) Cons: Constante de la regresión

Fuente: Elaboración propia utilizando E-views

En la tabla 4 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 52 empresas.

Tabla 4. Cuadro de empresas por sector

<i>Sector</i>	<i>No. de empresas</i>
<i>Industrial</i>	15
<i>Materiales</i>	13
<i>Cons. Frec</i>	10
<i>Bienes no básico.</i>	7
<i>Telecomunicaciones</i>	6
<i>Salud</i>	7

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla 5 se muestra la regresión incluyendo el efecto sectorial, se observa que para los percentiles del 25th y 50th los sectores industrial, consumo frecuente, telecomunicaciones y salud tienen más impacto sobre la Q de Tobin que el sector de materiales ya que son significativos al 5% y positivos, mientras que para el percentil 75th solamente el sector salud tiene más impacto que el de materiales siendo positivo y significativo. Los resultados son consistentes con Artikis y Nifora (2011). En otro estudio, Mahmud (2011) el sector de la ropa de vestir es uno de los más rentables que estaría dentro del industrial.

Tabla 5. Datos Panel y Regresión cuantil por sectores

<i>Variable</i>	<i>25<sup>th</sup> percentil e</i>	<i>50<sup>th</sup> percentile</i>	<i>75<sup>th</sup> percentile</i>
ABSSADD <sup>(1)</sup>	-1.3601 (-2.6486)**	-1.1816 (-2.4027)**	-0.9474 (-1.4547)
IGC <sup>(2)</sup>	-0.0154 (-0.0480)	0.8528 (2.1238)**	0.9003 (1.9652)*
DE_ACT <sup>(3)</sup>	-0.1258 (-0.7738)	-0.2631 (-1.6033)	-0.5844 (-1.3189)
Tamaño <sup>(4)</sup>	0.1206 (2.2729)**	0.1079 (2.3015)**	0.2800 (2.9463)**
Industrial <sup>(5)</sup>	0.1505 (2.1042)**	0.1560 (2.2442)**	0.1172 (0.6188)
Cons Frec <sup>(6)</sup>	0.3799 (5.1739)**	0.4267 (5.7087)**	0.1218 (0.6593)
Cons no bas <sup>(7)</sup>	0.1142 (1.3150)	0.1588 (1.5598)	0.1052 (0.4936)
Tele <sup>(8)</sup>	0.2896 (2.6658)**	0.3876 (3.3675)**	0.3772 (1.3082)
Salud <sup>(9)</sup>	1.1892 (12.5779)**	0.9071 (8.5156)**	0.4975 (2.1645)**
Cons <sup>(10)</sup>	0.4931 (1.3737)	0.0160 (0.0386)	-0.2468 (-0.4212)
R-squared	0.1022	0.1322	0.0744

Nota: \*p-value<0.10, \*\* p-value <0.05 *t* values en paréntesis

(1) ABSADD: Valor absoluto de los ajustes por devengo discretionales de la empresa  $i$  en el momento  $t$  deflactado con el activo del periodo  $t-1$ .

(2) IGC: Índice de gobierno corporativo de la empresa  $i$  en el momento  $t$ .

(3) DE\_ACT: Razón de deuda a activos de la empresa  $i$  en el periodo  $t$

(4) Tamaño: Logaritmo natural del activo de la empresa  $i$  en el periodo  $t$

(5) Sector industrial

(6) Sector de productos de consumo frecuente

(7) Sector de servicios de bienes de consumo no básico

(8) Sector de salud

(9) Sector de telecomunicaciones

(10) Cons: Constante de la regresión

Fuente: Elaboración propia utilizando E-views

### 6.3 Conclusiones

En este capítulo se realizó el análisis de resultados de las variables consideradas en el estudio, para esto fue necesario realizar procedimientos estadísticos los cuales se presentan en este capítulo. Las regresiones por cuantiles permiten determinar si existe relación entre las variables estudiadas.

Se concluye que el modelo presentado en este capítulo es válido, el cual fue probado al obtener resultados positivos y significativos para la variable ABSSDD a nivel de significancia del 5% y del 10%. La variable IGC se pudo probar en empresas grandes a un nivel de significancia del 10%. También se concluye que en algunos sectores el resultado es positivo y significativo respecto con el valor de la empresa.

## Capítulo 7 Conclusiones

### 7.1 Conclusiones

El método de valoración que una empresa selecciona depende de los propósitos que la empresa persiga (Fernández, 2005), el gobierno corporativo constituye un elemento clave para aumentar la eficiencia económica y potenciar el crecimiento, así como fomentar la confianza de los inversionistas. Investigaciones anteriores han demostrado que la práctica de gestión de resultados tiene diversos efectos en el valor de la empresa.

En esta investigación se analizó el impacto que tiene la gestión del resultado y el índice de gobierno corporativo en el valor de la empresa 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 este índice de gobierno corporativo (IGC) y la práctica de gestión de resultados medida a través de los ajustes por devengo discrecionales (ABSADD) tienen efecto en el valor de las empresas que cotizan en la BMV.

Cuando los gerentes no son los dueños de la empresa, pueden tener incentivos particulares que los alejen de la maximización del valor de la empresa y de los intereses de los accionistas (Berle y Means, 1932; Coase, 1937; Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983).

Adicional a lo anterior la gestión del resultado es un tema de interés se percibe como una situación adversa, porque los administradores pueden hacer uso de ella para beneficio personal, el cual puede deteriorar el valor del accionista. Conocida comúnmente como oportunismo gerencial y puede ocasionar que determinados individuos se beneficien en perjuicio de otros.

Algunos investigadores han argumentado que esta gestión de resultados puede ser beneficiosa para reducir la volatilidad y comunicar algunas ganancias futuras a los inversionistas.

En lo que se refiere a México esta investigación proporciona información útil respecto al gobierno corporativo y la gestión de resultados y el impacto que se tiene en el valor de la empresa medido a través de la Q de Tobin; así como el análisis que se hace por sectores.

En materia de gobierno corporativo, este estudio ofrece contribuciones importantes para el caso de México; para las empresas grandes el gobierno corporativo impacta con una mayor Q de Tobin, estudios de Chong y López de Silanés (2007) comprueban una asociación positiva entre el gobierno corporativo y el valor de la empresa para el caso de empresas mexicanas. Drobotz, et al. (2003) encuentran impacto en empresas con alto gobierno corporativo tienden a ser grandes. Este hallazgo también se encontró en nuestro estudio. En las empresas medianas y pequeñas este impacto no fue encontrado en nuestro estudio lo cual se sugiere un análisis de los controles de gobierno corporativo para que también estas empresas puedan tener un impacto positivo en el valor de la empresa.

De acuerdo a la investigación realizada los resultados establecen que para las empresas mexicanas que cotizan en la BMV, la práctica de gestión de resultados medida a través de los ajustes por devengo discrecionales tienen efecto negativo y significativo en el valor de las empresas medido a través de la Q de Tobin, siendo consistentes los resultados con autores como y Kusuma y Hermuningsih (2013) en los que los resultados demuestran que la gestión del resultado afecta al valor de la empresa.

De acuerdo a un estudio llevado a cabo por Chong y López de Silanés (2007) en América Latina la protección al inversionista es débil y sus mercados están poco desarrollados, lo que puede fomentar a una gestión de resultados oportunista.

Se incluyó un análisis por sector, en este documento se da una atención especial a este análisis para encontrar el efecto que tienen los sectores en el valor de las empresas. Una de las conclusiones a la que se llegó al analizar los sectores y al probar que el sector industrial, consumo frecuente, telecomunicaciones y salud tienen más impacto que el de materiales sobre la Q de Tobin, este se puede deber a que el sector industrial en México juega un papel muy importante en el desarrollo económico del país. Artikis y Nifora (2011) en su estudio incluyen análisis por sectores.

Es de suma importancia que los directores con experiencia financiera al hacer la toma de decisiones la hagan con objetivos afines a los que tienen los inversionistas los cuales es muy importante que evalúen y confíen en la información financiera para que al momento de invertir lo consideren más seguro.

Hay que seguir trabajando en el estudio de la gestión del resultado ya que los inversionistas utilizan la información contable para la toma de decisiones y al hacer un análisis más profundo de la situación de la empresa respecto a la parte contable puede aumentar la confianza para la inversión en empresas mexicanas.

Por último se considera también importante señalar que al fomentar en las organizaciones la aplicación de buenos controles de gobierno corporativo ayuda a controlar la gestión del resultado y se tendrá un impacto en la Q de Tobin.

## 7.2 Futuras líneas de investigación

En general la práctica de gestión de resultados se percibe como algo negativo. Esto debido a que directivos de la empresa lo pueden usar para su propio beneficio y se le conoce como oportunismo (Tangjitprom, 2013). Sin embargo, algunos investigadores como Magrath y Weld (2002), Dutta y Gigler (2002) han argumentado que la práctica de gestión de resultados puede ser beneficiosa para reducir la volatilidad y comunicar futuras proyecciones de utilidades para los inversionistas.

Las futuras líneas de investigación que se sugieren son:

- Hacer un análisis más detallado por sectores incluyendo zonas geográficas, para identificar el efecto que tiene el índice de gobierno corporativo y las prácticas de gestión de resultados sobre el valor de la empresa.
- Comparar los resultados con otros países de América Latina para analizar el efecto.
- Comprobar si los resultados obtenidos en este estudio son consistentes con resultados en empresas privadas, ya que la mayoría de los resultados sobre las prácticas de gestión de resultados y gobierno corporativo son desarrollados en el mercado de capitales, principalmente debido al acceso de la información, sería interesante comprobar estos resultados.

## Referencias

- Artikis,P. y Nifora G. (2011). The Industry Effect on The Relationship Between Leverage and returns. *Eurasian Business Review*, 1(2), 125-145).
- Agostino, M., Drago, D., Silipo, D. (2011). The value relevance of IFRS in the European banking industry. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(3), 437-457.
- Ahmad-Zaluki, N., Campbell, K. y Goodacre, A. (2009). Earnings management in Malaysian IPOs: The East Asian crisis, ownership control and post-IPO performance. *International Journal of Accounting*, 46(2), 111-137.
- Alford, A., Jones, J., Leftwich R. y Zmijewski, M. (1993). The relative informativeness of accounting disclosures in different countries, *Journal of Accounting Research* 31 (supplement), 183-223.
- Allayannis, G. y Simko, P. (2009). Earnings Smoothing, Analyst Following and Firm Value. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1361228>. Recuperado: 18-May-2015
- Awasthi, V., Chipalkatti, N., y De Mello e. Souza, C. (2013). Connecting Free Cash Flow Metrics to What Matters for Investors: Accuracy, Bias, and Ability to Predict Value. *Journal of Applied Finance*, 23(2), 104-119.
- Ball, R. y Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, fall, 129-178.
- Barnea, A., Haugen, R.A. y Senbet, L.W. (1985). *Agency problems and financial contracting*, Prentice Hall. New Jersey.

- Barth, M. E., Landsman, W. R., and Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.
- Bauer, R. Guenster, N., y Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value, and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2) 91-104.
- Beaver, W. (1968). The information content of accounting earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, Supplement, 67-92.
- Beaver, W.H., McNichols, M. y Nelson, K., (2003). An alternative interpretation of the discontinuity in earnings distributions. *Working Paper*. Graduate School of Business, Stanford University.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M., y Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*, 34, 249-283.
- Bergstresser, D. y Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management, *Journal of Financial Economics*, 80, 511-529.
- Berle, A. y Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva York: MacMillan.
- Bernstein, L. y Siegel, J. (1979). The Concept of Earnings Quality. *Financial Analysts Journal*, 35(4), pp. 72-75.
- Black, B. (2001). Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data, *University of Pennsylvania Law Review*, 149, 2131–2150.

- Black, B., Jang, H., y Kim, W. (2002). Does Corporate Governance Affect Firm Value? *Working paper 327*, Stanford Law School.
- Brainard, W.C. y Tobin, J. (1968). Pitfalls in Financial Model-Building, *American Economic Review*, 58, 99-122.
- Burgstahler, D. y Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99–126
- Callao, S., Gasca, M. M. y Jarné, J.I. (2008). Gobierno Corporativo y deficiencias de la información Contable. *RC-SAR*, 10(1), 133-156.
- Cano, M. A, y Castro R. M. (2003). El buen gobierno corporativo como solución a la crisis de confianza, *Normaria* 12, 1-5.
- Casanovas M. y Santandreu, P. (2011). *Guía práctica para la valoración de empresas*. Barcelona: Profit Editorial.
- Castañeda, G. (1998). *La empresa mexicana y su gobierno corporativo. Antecedentes y desafíos para el siglo XX*. Puebla: Universidad de las Américas Puebla y Alter Ego Editores.
- Castrillo, L.A. y San Martín, J.M. (2008). Los ajustes por devengo como medida de discrecionalidad directiva. *Contaduría y Administración*, (226) 9-37.
- Caton, G.L, Chiyachantana, C.N, Chua, C.T y Goh, J. (2011). Earnings management and seasoned bond offerings: do managers mislead the bond market? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(3) 687-708
- Chan, K., Chan, L. Jegadeesh, N. y Lakonishok, J. (2006). Earnings quality and stock returns, *Journal of Business* 79, 1041-1082.

- Chaney, P. y Lewis C. (1995). *Earning management* and firm valuation under asymmetric information. *Journal of Corporate Finance* (1), 319-345.
- Chong, A., Guillén J., López-de-Silanes, S. (2009). Corporate governance reform and firm value in Mexico: an empirical. *Journal of Political Economy Reform*, 12 (3), 163-188.
- Chong, A., 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.
- Chong-En, B., Qiao, L., Joe, L., Frank, S., y Junxi, Z. (2006). An Empirical Study on Corporate Governance and Market Valuation in China. *Front. Econ. China*, 1, 83-111.
- Chung, K. H., y Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's  $q$ . *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Claessens S., Djankov, S., Fan J. y Lang, L. (2002). Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *Journal of Finance*, 57, 1-33
- Coase, Ronald. (1937). The nature of the firm. *Readings in price theory*. Homewood, IL. Irwin New Series, 331-351.
- Consejo Coordinador Empresarial (2010). Código de mejores prácticas corporativas. En la página web: [www.cce.org.mx](http://www.cce.org.mx)
- Cohen, L., Marcus A.J., Rezaee, Z. y Tehranian H. (2011). Earnings Guidance, *Earning management*, and Share Prices 1-42 Disponible en [https://www2.bc.edu/~cohenlj/Guidance%2008\\_25\\_2011.pdf](https://www2.bc.edu/~cohenlj/Guidance%2008_25_2011.pdf) (acceso el 24-May-16).

- Copeland, T., Koller T., y Murrin J. (2000). *Valuation Measuring and Managing the value Company*. (Third Edition). New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Costa, J. (2009). *El DirCom Hoy*. Barcelona: *Costa Punto Com Editor*.
- Cruz, D., Pérez, S., Piedra V. (2012). La contabilidad creativa y su impacto en la información financiera. *Revista de la Facultad de Ciencias Contables*, 20(38), 102-108.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation*. (Second Edition) New Jersey: John Wiley and Sons.
- Davis, G. F. (2005). New directions in corporate governance. *Annual Review of Sociology*, 31(1), 143-162.
- De Nicolo, G. D., Laeven, L., y Ueda, K. (2006). Corporate governance quality: Trends and real effects. *IMF Working Paper 293*.
- DeAngelo, L.E, (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400-420.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*. 18, 3-42.
- Dechow, P., Ge, W., y Schrand, C. I.D. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344-401.
- Dechow, P.M. y Dichev, I.D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77 (Supplement), pp. 35-59.

- Dechow, P.M., Sloan, R.G. y Sweeney A.P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Deloitte. (2014). Buenas prácticas de gobierno corporativo versus prácticas ineficientes. *Boletín de Gobierno Corporativo*. Septiembre.
- Denis, D. (2001). Twenty-five years of corporate governance research and counting. *Review of Financial Economics*. Vol 10. pp 191-212.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. y Zimmermann, H. (2003). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*. 10(2), 267-293.
- DuCharme, L.L., Liu, Y y Malesta P.H. (2004). *Earning management and Earnings Surprises: Stock Price Reactions to Earnings Components*, 1-33 Disponible en <http://www.bschool.nus.edu/departments/FinanceNAccounting/seminars/Papers/paulmalesta.pdf> (acceso el 24-May-16).
- Dutta, S. y Gigler, F. (2002). The effect of earnings forecasts on earnings management, *Journal of Accounting Research*, 40, 631-655.
- Erickson, T. y Whited, T.M. (2006). On the Accuracy of Different Measures of q. *Financial Management*, Autumn (35). 5-33.
- Fabregat J. (2009). *Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Barcelona: Profit Editorial.
- Fairfield, P., Whisenant, S. y Yohn T.L. (2001). Accrued Earnings and Growth: Implications for Earnings Persistence and Market Mispricing, SSRN Electronic Journal,

DOI:10.2139/ssrn.249311 Available from: Scott Whisenant. Recuperado el: 04 April 2016

Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288-307.

Fama, E. y French K. (2006). Profitability, investment and average returns, *Journal of Financial Economics*, 82, 419-518.

Fama, E. y Jensen, M. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*. Vol 26, 327-349.

Fernandes, N. y Ferreira M. (2007). The evolution of Earnings Management and Firm Valuation: A Cross-Country Analysis. *EFA 2007 Ljubljana meetings paper*, 1-38. Recuperado de: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=965636](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965636). (acceso 27-Abril-17).

Fernández, J. (2005). *Valoración de empresas*. (3ra. Edición). Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

Foushee, N., Koller, S. y Mehta, A. (2012). Why bad multiples happen to good companies. *Mckinsey Quarterly*, (3), 23-25.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., y Schipper, K. (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.

Gaio, C. y Raposo, C. (2011). Earning quality and firm valuation: international evidence. *Accounting and Finance* (51) 467-499.

- Gallegos, C. y Medina, C. (2008). Flujo Efectivo de Libre Disposición: Propuesta de un Nuevo Modelo. *Panorama Socioeconómico*, 26(36), 60-74.
- Garay y González (2008). Corporate Governance and Firm Value: the case of Venezuela. *Journal Copilation*, 16(3), Recuperado: 194-209. doi:10.1111/j.1467-8683.2008.00680. (recuperado el 10-Mzo-2014).
- García B., Gill, B. y Gisbert, A. (2005). La Investigación sobre *Earning management*. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXXIV (127), 1001-1033.
- García, B. y Gill, B. (2005). El Gobierno Corporativo y las Prácticas de Earning Management: Evidencia Empírica en España, *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, S.A., España, pp. 2-10.
- Gholami, S., Nickjoo, M. y Nemati, S. (2012). The study of the relation between *Earning management* and Long Run Stock Performance, *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(8), 8008 – 8010.
- Gompers, P., Ishii J. y Metrick A. (2003). Corporate Governance and Equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156. doi: 10.1162/00335530360535162. (Recuperado el 19-Oct-2014).
- Gong, G.J, Louis, H., y Sun, A.X. (2008). Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *The Journal of Finance* 58(2), 947-986.
- Graham, John R., Campbell R. Harvey y Shiva Rajgopal (2005). The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics* 40, 3-73.

- Guidry, F, Leone, A. J., Rock, S. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics* 26, 113-142.
- Healy, P. y Wahlen, M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting, *Accounting Horizons*, 13 (4), pp. 365-383.
- Healy, P.M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 85-107.
- Holthausen R. y Zmijewski, M. (2012). Valuation with Market Multiples: How to Avoid Pitfalls when identifying and using comparable companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), 26-38. doi:10.1111/j.1745-6622.2012.00387. (Recuperado el: 15-Feb-2014).
- Hribar, P. y Collins, D.W, (2002). Errors in estimating accruals: implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134.
- Hsiao, Ch. (2003). *Analysis of panel data*. UK: Cambridge University Press
- Huddart, S. y Louis, H. (2011). Insider Selling, *Earning management*, and the 1990s Stock Market Bubble, SSRN Electronic Journal, 1-58. Disponible en [https://www.researchgate.net/publication/228230301 Insider Selling \*Earning management\* and the 1990's Stock Market Bubble](https://www.researchgate.net/publication/228230301_Insider_Selling_Earning_management_and_the_1990's_Stock_Market_Bubble). (Recuperado el 24-May-16).
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Jiraporn, P., Miller, G.A., Yoon, S.S. y Kim, Y.S. (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective, *International Review of Financial Analysis*, vol. 17, 622-634.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*. 29 (2), 193-128.
- Klapper, L., y Love, I. (2004), Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
- Klein, P., Shapiro, D., Young J. (2005). Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian evidence. *An International review*, 38(6), 769-784.
- Koenker, R., Bassett, G., (1978). Regression quantiles. *Econometrica*. 46(1), 33–50.
- Koenker, R., Hallock, K.F., (2001). Quantile regression: an introduction. *J. Econ. Perspect.* <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.641.2139&rep=rep1&type=pdf>. (Recuperado el 14-Nov-2017).
- Kothari, S.P., Leone, A.J. y Wasley, C.E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.
- Krishnan, G. (2003). Audit Quality and the Pricing of Discretionary Accruals, *A Journal of Practice & Theory*: March 2003, 22 (1), 109-126.
- Kuang, Y.F. (2008). Performance-vested stock options and earnings management, *Journal of Business Finance and Accounting*, 35 (9 y 10), 1049-1078.

- Kusuma, D. y Hermuningsih S. (2013). Does *Earning Management* Reduce Firm Value in Malaysia. *International Conference on Business and Management* 2-4 Octubre 2013, Chiang Mai - Bangkok.
- La Porta L., López-de-Silanes, F, y Shleifer, A. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 57, (3), 1147-1170.
- Landsman, W. R. y Shapiro, A. C. (1995). Tobin's Q and the relation between accounting ROI and economic return. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10 (Winter). 103–120.
- Lefort, F. (2003). Gobierno Corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por Casa?, *Cuadernos de Economía*, Año 40 No. 120, pp. 207-237.
- Leuz, Christian, Dhananjay Nanda y Peter D. Wysocki (2003). Investor protection and earnings management: An international comparison, *Journal of Financial Economics* 69, 505-527.
- Lind, D., Marchal, W. y Wathen, S. (2012). *Estadística aplicada a los negocios y a la economía*. (15va. Edición). México: Mc Graw Hill.
- Lin, F. (2011). Is *Earning Management* Opportunistic or Beneficial in Taiwan. *International Journal of Economics and Finance* 3 (1), 133-142.
- López, P. (2006). Efectos Financieros del Gobierno Corporativo y ética en los negocios en México: El caso de Cemex y TV-Azteca. *Revista Gerenciais*, 5(1), 152-166.

- Macías, A. y Román, F. (2014), Consecuencias económicas de la reforma de Gobierno Corporativo en un mercado de capitales emergente, *El Trimestre económico*, LXXXI (322), 357-412.
- Magrath L. y Weld, L.G. (2002). Abusive earnings management and early warning signs. *The CPA Journal*, vol. 72, 50-53.
- Mahmud, H. M. (2011). Sector-Wise Stock Return Analysis: An Evidence from Dhaka Stock Exchange in Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 6(6), 276-285
- Mamet, O. (2005). Behavior and rationality in corporate governance. *Journal of Economic issues*. Vol 39, 3. pp 613.
- Martínez, V. (2001). Métodos clásicos de Valoración de empresas: *Investigaciones Europeas*, 7(3), 49-66.
- Mascareñas, J. (2007), Introducción a las Finanzas Corporativas. *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*. Junio 2007.
- McNichols, M. (2000). Research design issues in earning management studies. *Journal of Accounting and Public Policy* (19), 313-345.
- McNichols, M. y Wilson, G.P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*, 26, 1-31.
- Melis A. (2004). Financial reporting, corporate communication and governance. *Corporate Ownership and Control*, 1(2), 31-37.

- Milgrom, P. y Roberts, J. (1993). *Economía, organización y gestión de la empresa*. Barcelona: Ariel.
- Monterrey, J. (1998). Un recorrido por la contabilidad positiva. *Revista española de financiación y Contabilidad*, XXVII (95), 427-467.
- Muñoz, M. C., Laborda, F. M. y Briones, A. J. (2012). Gestión económica para el buen gobierno corporativo en las entidades de la economía social. *Book of Proceedings – Tourism and Management Studies International Conference Algarve*. 4, 1167-1182.
- Ning, Y. (2006). A different perspective of earnings management, *Canadian Social Science*, 2 (4), 53-59.
- OCDE (2004). White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina. Centro para la cooperación con países no miembros de la OCDE.
- Ochoa G. (2009). *Administración Financiera*. México: Mc Graw Hill.
- Olivencia R. M. (2011). El Gobierno Corporativo como Instrumento al Servicio del Accionista Minoritario, *Cuadernos de Derecho para Ingenieros*, No. 10, La Ley, pp. 49-62, Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, España, pp. 1-5.
- Othman, H.B. y Zeghal, D. (2006). A study of *earning management* motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: The Canadian and French cases, *The International Journal of accounting*, 41, 406-435.
- Peng, M. (2003). Institutional transitions and strategic choices. *Academy of Management Review*, 28(2), 275-296.

- Penman, S. y Zhang, X. (2002). Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review*, 77, 237-264.
- Perry, S. y Williams, T. (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting & Economics*, 18(2), 157-179.
- Poletti-Hughes, J. (2011). The value effect of corporate governance: evidence from Mexico. In: *Global Conference on Business and Finance*, Las Vegas. Recuperado de: <http://ssrn.com/abstract=1748624>. (Recuperado el 20-May-2014).
- Price Waterhouse Coopers (2011). Gobierno Corporativo en México, hacia la institucionalización. 1ª. Encuesta de Gobierno Corporativo en México, Julio.
- Rangan, S. (1998). Earning management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101-122.
- Reguera, S., Laffarga, J. y Fuentes P. (2014). Modelos de gestión de resultados; un estudio transaccional. *Revista de Contabilidad – Spanish Accountin Review*, 18(1), 11-19.
- Renders y Gaeremynck (2012). Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and firms Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 28 (2), 125-143. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2011.00900. (Recuperado el 11-Mzo-2014).
- Rountree, B., Weston, J. y Allayannis, G. (2008). Do investors value smooth performance? *Journal of Financial Economics* 90, 237–251.
- Saavedra García, M. (2004). El gobierno corporativo de las empresas mexicanas. (Spanish). *Folletos Gerenciales*, 8(10), 22-37.

- Saavedra, G. (2008). *Valuación de empresas*. (Primera Edición) D.F: Gasca. Sicco Editores.
- Saavedra, M (2007). Valoración de empresas cotizadas en México, mediante la metodología del modelo de Flujo de Efectivo Disponible. *Contaduría y Administración*. Trimestre, 223, 91-112.
- Sánchez, A. (2001). Información financiera y mercados financieros emergentes: El análisis de Mishkin. *Análisis Económico*. XVII (34), 35-66.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), pp. 91-102.
- Shivakumar, L. (2000). Do firms mislead investors by overstating earnings around seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economics*, 29 (3), 339-371.
- Shleifer, A., y Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, (2), 737-783.
- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review* .71, 289-315.
- Soler, E. (2013). *La calidad de la información contable en las empresas familiares y no familiares en España*. (Tesis Doctoral). Universidad Politécnica de Cataluña.
- Tang, H. W., y Chang, C. C. (2015). Does corporate governance affect the relationship between earnings management and firm performance? An endogenous switching regression model. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(1), 33-58.

- Tangjitprom, N. (2013). *Earning management and Corporate Governance in Thailand*. National Institute of Development Administration & Assumption University Bangkok, Thailand, 61(9), 41-45.
- Teoh, S.H., Welch, I. y Wong, T.J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance* 53(6), 1935-1974.
- Teoh, S.H., Welch, I. y Wong, T.J. (1998a). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- Tobin, J. (1969). A general Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1(1), 15-29.
- Trunk A. y Stubelj, I (2013). The financial-economic crisis and value of equity capital: A case study of Slovenian public limited companies 2006-2011. *Expert Systems with applications*, (40), 7562-7570.
- Vásquez, N. (2010). Análisis del proceso de adopción de IFRS en México. *Contaduría Universidad de Antioquía*. (57), 51-67.
- Vinturella, J., y Erickson, S. (2013). Valuation: Survey of methods. *Raising Entrepreneurial*. Second Edition, 143-174.
- Waimar, J. y Pape, C. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*. 7(2), 152-166.
- Watts, R. L. y Zimmerman, J. L. (1986). "Positive Accounting Theory". *Englewood Cliffs: Prentice Hall*.

Watts, R. L., y Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review* 53(1), 112- 134.

Xie, B., Davidson W.N. y DaDalt P. (2003). Earning management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance* 9, 295-316.

## Apéndices

### Apéndice A. Empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores a diciembre 2015

Clave emisora	Razón Social	Clasificación	Muestra
1 AC	ARCA CONTINENTAL, S.A.B. DE C.V.	Consumo frecuente	No
2 ACCELSA	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	No
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	No
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	No
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	Si
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	Si
17 AXTEL	AXTEL, S.A.B. DE C.V.	Telecomunicaciones	Si
18 AZTECA	TV AZTECA, S.A.B. DE C.V.	Telecomunicaciones	Si
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	Si
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	No
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	Si
29 CHDRAUI	GRUPO COMERCIAL CHEDRAUI, S.A.B. DE C.V.	Consumo frecuente	No
30 CIDMEGA	GRUPE, S.A.B. DE C.V.	Consumo no básico	Si

31	CIE	CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE ENTRETENIMIENTO, S.A.B. DE C.V.	Consumo no básico	Si
32	CMOCTEZ	CORPORACIÓN MOCTEZUMA, S.A.B. DE C.V.	Materiales	Si
33	CMR	CMR, S.A.B. DE C.V.	Consumo no básico	Si
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	Si
40	DINE	DINE, S.A.B. DE C.V.	Industrial	Si
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	No
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	Si
48	FRES	FRESNILLO PLC	Materiales	No
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	No
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	No
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	Si
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	No
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	No
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	No
92	LALA	GRUPO LALA, S.A.B. DE C.V.	Consumo frecuente	No
93	LAMOSA	GRUPO LAMOSA, S.A.B. DE C.V.	Materiales	Si
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	Si
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	No
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	No
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	Si
109	PE&OLES	INDUSTRIAS PEÑALES, S. A.B. DE C. V.	Materiales	No
110	PINFRA	PROMOTORA Y OPERADORA DE INFRAESTRUCTURA, S.A.B. DE C.V.	Industrial	Si
111	POCHTEC	GRUPO POCHECA, S.A.B. DE C.V.	Materiales	Si
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	Si
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	Si
133	TS	TENARIS S.A.	Materiales	No

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	Si
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

Notas: \*Empresas que cotizaban a diciembre 2015.