



El Trimestre Económico

ISSN: 0041-3011

trimestre@fondodeculturaeconomica.com

Fondo de Cultura Económica

México

Macías, Antonio J.; Román, Francisco J.  
CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE LA REFORMA DE GOBIERNO CORPORATIVO  
EN UN MERCADO DE CAPITALES EMERGENTE. Pruebas de México  
El Trimestre Económico, vol. LXXXI (2), núm. 322, abril-junio, 2014, pp. 357-412  
Fondo de Cultura Económica  
Distrito Federal, México

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=31340980003>

- ▶ Cómo citar el artículo
- ▶ Número completo
- ▶ Más información del artículo
- ▶ Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

# CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE LA REFORMA DE GOBIERNO CORPORATIVO EN UN MERCADO DE CAPITALES EMERGENTE

Pruebas de México\*

*Antonio J. Macías y Francisco J. Román\*\**

## RESUMEN

Examinamos la eficacia de los cambios voluntarios y obligatorios en el gobierno corporativo de las empresas mexicanas, los cuales formaron parte de un conjunto integral de reformas de gobierno corporativo que buscaba mejorar su rendición de cuentas ante los inversionistas externos. Dicha reforma se inició con la promulgación del Código de Mejores Prácticas Corporativas y estuvo seguida de disposiciones legales que requerían cambios fundamentales en la estructura de los consejos de administración. Primero investigamos el grado de adhesión tanto al Código como a las disposiciones legales para determinar si las empresas cambiaron o no sus sistemas de administración. Posteriormente analizamos si los cambios positivos en el gobierno corporativo (si es que ocurrieron) se relacionan con un mejor desempeño

\* *Palabras clave:* gobierno corporativo, reforma de gobierno corporativo, mercados financieros internacionales, políticas y regulación de gobierno, protección a inversionistas. *Clasificación JEL:* G15, G28, G34, G38, K22. Artículo recibido el 24 de julio de 2012 y aceptado el 7 de mayo de 2013 [traducción del inglés de Karina Azanza, Beatriz Maza Cuervo y Brian McDougall]. Los autores agradecen la ayuda y las sugerencias de Fausto Hernández Trillo, Moisés Curiel y Rafael Colado (Baker-Mackenzie) y Jonathan Davis (presidente de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores); también agradecen los perspicaces comentarios de un dictaminador anónimo de EL TRIMESTRE ECONÓMICO, Salvador Carmoña (Instituto de Empresa), Matt Cain, John J. McConnell, David Denis y Alfonso Flores Lagunes, así como a los participantes en las tertulias de investigación en las Universidades Purdue, George Mason y el Instituto de Empresa (IE) en Madrid.

\*\* A. J. Macías, profesor adjunto de Finanzas, departamento de Finanzas, escuela de Negocios Neeley, Universidad Cristiana de Tejas. F. J. Román, profesor adjunto de Contabilidad, departamento de Contabilidad, escuela de Administración, Universidad George Mason (correo electrónico froman2@gmu.edu).

empresarial y evaluaciones más altas. Nuestros resultados indican que la adhesión al Código y las disposiciones legales mejoró acusadamente con el tiempo. Sin embargo, dichos cambios positivos en el gobierno no se relacionan con un mejor desempeño (mayores rendimientos sobre activos, o RSA) ni con mejores evaluaciones ( $Q$  de Tobin) de todas las empresas. Las empresas que tienen una menor concentración de accionistas internos efectivamente presentan algunas mejoras en su desempeño. Atribuimos estos hallazgos en gran parte a la complejidad inherente de la estructura accionaria de las empresas y al entorno jurídico que impera en México. Nuestra opinión es que la alta concentración de accionistas internos y la endeble protección jurídica de la que gozan los accionistas minoritarios son los principales obstáculos a la eficacia de cualquier reforma. Sin un compromiso denodado de hacer cambios sustanciales en cualquiera de estos obstáculos, es poco probable que se dé alguna mejora perceptible en el gobierno corporativo o en el ambiente de inversión en México.

#### ABSTRACT

We examine the efficacy of voluntary and mandated changes in the corporate governance of Mexican firms, which were part of a comprehensive set of governance reforms aimed at improving corporate governance, as well as accountability to outside investors. Such reform initiated with the enactment of a Code of Best Corporate Practices and was followed by legal mandates, which required fundamental changes in the structure of corporate boards. First, we investigate the extent of compliance with both the Code and legal mandates to determine if firms changed their governance systems. Then, we examine whether positive changes in governance (if realized) are associated with better firm performance and higher valuations. Our findings indicate that compliance with the Code and the legal mandates improved markedly over time. However, such positive changes in governance are not associated with an improvement in the performance (greater ROAs) or valuations (Tobin's  $Q$ ) of all firms. Firms with a lower concentration of insider ownership do exhibit some improvements in performance. We attribute these findings in large part to the inherent intricacies in the ownership structure of firms and the legal environment prevailing in Mexico. Our view is that the high concentration of insider ownership and the weak legal protection afforded to minority shareholders are major obstacles to any effective reform. Without a demonstrated commitment to make substantial changes in either, it is unlikely that there will be any discernible improvements in either corporate governance or in the investment climate in Mexico.

## INTRODUCCIÓN

El gobierno corporativo ha atraído mucho interés y ha ganado importancia práctica en muchas economías emergentes y en transición (La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny, 2000; Jacoby, 2005; O’Grady, 2006; Black, De Carvalho, Gorga, 2010). Entre las principales economías emergentes, México dio pasos destacados para transformar el gobierno corporativo de las sociedades anónimas bursátiles.<sup>1</sup> Los esfuerzos de México por reformar el gobierno corporativo comenzaron en 1999 con la publicación de un código voluntario de “mejores” prácticas corporativas (en lo sucesivo, el Código). Esta iniciativa estuvo seguida por la imposición de varias disposiciones legales contenidas en la Ley del Mercado de Valores en 2001 y 2003, tendientes a fortalecer la supervisión de los consejos de administración al centrarse en gran medida en la independencia de los consejeros, los límites al tamaño de los consejos de administración y otros mecanismos para mejorar la transparencia y la rendición de cuentas de los consejos ante los inversionistas externos.<sup>2</sup>

México ofrece un entorno rico para investigar la manera en que los cambios voluntarios y obligatorios a la divulgación de información en el gobierno corporativo influyeron en el comportamiento y la percepción de las sociedades anónimas bursátiles. No está claro cómo es que una economía como la de México, cuyo gobierno corporativo es débil, puede llevar a cabo cambios para mejorar el ambiente de inversión y estimular la inversión extranjera mediante reformas en el gobierno corporativo. Esto se deriva del hecho de que el entorno jurídico y de inversión de México, así como la estructura accionaria de las sociedades anónimas bursátiles, supone desafíos a cualquier esfuerzo por reformar el gobierno corporativo. Por ejemplo, la propiedad de las sociedades anónimas bursátiles en México está muy concentrada, predominantemente en las familias fundadoras de las empresas. Por consiguiente, los consejos de administración tienden a estar estrechamente integrados y controlados por agentes internos, sin mayor consideración de los inversionistas externos. Asimismo, a diferencia de los

<sup>1</sup> El interés de México en reformar el gobierno corporativo de las sociedades anónimas bursátiles se debió en parte al colapso del sistema bancario en 1998 (es decir, al Fobaproa) y a la crisis financiera asiática de 1997, que de acuerdo con Johnson, Boone, Breach y Friedman (2000) se debió en parte a la laxitud del gobierno corporativo de las sociedades anónimas bursátiles.

<sup>2</sup> Entre otras cosas, este conjunto de reglas también pretendía mejorar la transparencia de los informes financieros y les otorgó más derechos a los accionistas minoritarios.

mercados de capitales más desarrollados, México ofrece protección jurídica muy limitada a los inversionistas minoritarios. Los mecanismos externos de gobierno corporativo que podrían ayudar a proteger a los inversionistas contra la expropiación a manos de agentes internos, tales como las leyes de protección a inversionistas y el sistema jurídico para hacer valer dichas leyes, son gravemente limitados. Por último, México carece de activismo entre accionistas, que es un mecanismo de gobierno corporativo externo que los inversionistas externos practican comúnmente en otros países. Todos estos factores crean claros conflictos de agencia entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Por estas y otras razones, ha habido un riguroso escepticismo respecto a si dichas reformas habrán de tener éxito en el mejoramiento del gobierno corporativo entre las empresas mexicanas.<sup>3</sup> En consecuencia, una pregunta apremiante es si estas reformas condujeron o no a algún mejoramiento significativo en los sistemas de gobierno de las empresas y si dichos cambios, si los hubiera, se tradujeron o no en mejoras al desempeño para las empresas y los inversionistas.

Con esta finalidad, investigamos la eficacia de dichas reformas en términos del mejoramiento de los sistemas de gobierno de las empresas y analizamos si existe o no una relación entre los cambios positivos en el gobierno corporativo (si los hubiera) y un mejor desempeño de las empresas y evaluaciones más altas. Más concretamente, intentamos dar respuesta a tres preguntas fundamentales relacionadas con la reforma de gobierno corporativo de México. Primero, analizamos el grado de adhesión a las recomendaciones del Código y las disposiciones legales respecto a la integración de los consejos de administración. Dado que el cumplimiento del Código era voluntario, nuestro principal objetivo es documentar si tales esfuerzos llevaron a cambios sustanciales en los mecanismos internos de gobierno de las empresas.

Segundo, con base en el trabajo trascendental de Gompers, Ishii y Metrick (2003), analizamos la relación entre los cambios de la reforma de gobierno corporativo y el desempeño empresarial. Proponemos que si se materializan cambios positivos en el gobierno corporativo, entonces quizá estas mejoras pudieran estar relacionadas con un mejor desempeño operativo al paso del tiempo. Es posible que ciertos aspectos de la reforma de gobierno

<sup>3</sup> Véase, por ejemplo “Mexico Bids for New Investors with Financial-Sector Overhaul”, *The Wall Street Journal*, 1 de junio de 2001; “A Lesson in Transparency for Mexico”, *Business Week*, 27 de enero de 1999.

corporativo (es decir, el aumento en la independencia de los consejeros) o tal vez las mejoras generales al gobierno corporativo en su totalidad hayan llevado a asignaciones más eficientes de los recursos de capital, lo cual a su vez produjo un mejor desempeño empresarial, como se ha documentado en investigaciones anteriores (véanse La Porta *et al.*, 2000; Core, Guay y Rusticus, 2006). Asimismo, argumentamos que antes de la reforma, las empresas mexicanas no tenían incentivos para mejorar sus sistemas de gobierno, por lo que los inversionistas tenían información demasiado limitada para poder identificar a las empresas que tenían un gobierno fuerte y las que tenían un gobierno débil. La adopción del Código de gobierno corporativo y las reformas que le siguieron, tendientes a transparentar los consejos de administración, podrían darles a los inversionistas mecanismos que anteriormente no se les habían revelado, que les permiten evaluar la calidad y la solidez del gobierno de las empresas mexicanas. Por ende, también pusimos a prueba el hecho de si el mercado recompensa a las empresas que tienen un gobierno más sólido al depositar su confianza en la adhesión tanto al Código como a los cambios prescritos.

En suma, analizamos si las diferencias en la adhesión al Código de gobierno corporativo y las disposiciones legales acerca de la integración de los consejos se relacionan con un mejor desempeño operativo y un mejor desempeño bursátil al paso del tiempo. Nos concentraremos en dos aspectos del desempeño: la rentabilidad medida con base en el rendimiento sobre activos (RSA) y la evaluación medida con base en la Q de Tobin.

Tercero, investigamos el grado de independencia de los consejeros de los consejos corporativos para evaluar si dichos esfuerzos llevaron a una mayor (menor) proporción de consejeros externo/independientes (internos) y también para detectar si las empresas continúan ejerciendo la práctica de la interrelación de los consejos de administración, que estaba bastante difundida antes de estas reformas. En este sentido, nuestro objetivo es aportar pruebas acerca de si los consejos son verdaderamente independientes y si les rinden cuentas a los inversionistas externos.

Para investigar empíricamente estas cuestiones, compilamos un conjunto extenso de datos de 107 empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Reunimos información pormenorizada de gobierno corporativo de los años 2000-2004. En concreto, analizamos el grado de adhesión de las empresas al Código de Mejores Prácticas Corporativas con base en la información presentada a los reguladores de los mercados de capitales. Además,

reunimos datos de los informes anuales de las empresas acerca de la integración de los consejos corporativos, incluyendo el porcentaje de consejeros independientes, el porcentaje de agentes internos, el tamaño del consejo, la trayectoria de los consejeros y el número de puestos que ocupan las familias controladoras y los agentes internos, a fin de evaluar el efecto de las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores. Por último, recabamos manualmente datos de varias fuentes para evaluar la estructura de propiedad de las empresas.

En cuanto a nuestra primera pregunta, nuestros resultados muestran que la adhesión al Código mejoró notoriamente con el tiempo y que las empresas adoptaron muchas de las recomendaciones del Código. Por ejemplo, durante el primer año después de haberse promulgado, sólo 17% de las empresas cumplió con 80% de las recomendaciones del Código; en cambio, en 2004, el número de empresas cumplidoras aumentó a 65%. Además, nuestros resultados muestran que más de 80% de las empresas adoptaron al menos 75% de las recomendaciones. También observamos que las disposiciones legales generan cambios significativos en la estructura de los consejos corporativos. En concreto, hallamos que el porcentaje de consejeros independientes aumentó considerablemente durante ese periodo. Las empresas tienen, en promedio, 44% de consejeros independientes, lo que sobrepasa el umbral mínimo del 25% impuesto por las modificaciones a las leyes del mercado de valores. Este conjunto de resultados muestra un compromiso denodado de las empresas a mejorar sus sistemas internos de gobierno corporativo. Sin duda, algunas empresas ven el gobierno corporativo como algo valioso.

No obstante, nuestros resultados también muestran que estos cambios positivos en el gobierno corporativo no se tradujeron en un mejor desempeño empresarial para la totalidad de la muestra de empresas. Nuestras pruebas no muestran ninguna diferencia significativa en el RSA ni en la Q de Tobin. Estos resultados son robustos a otras especificaciones del modelo, lo cual descarta la posibilidad de una falta de poder estadístico en nuestros hallazgos. Sin embargo, a medida que dividimos la muestra con base en las características de las empresas, nuestros resultados revelan que el grado de concentración de la propiedad (concentración alta o baja) y el tamaño de la empresa (pequeña o grande) presentan una cierta asociación entre el grado de cumplimiento y el desempeño empresarial. En concreto, las empresas que tienen un alto grado de cumplimiento y una baja concentración de la

propiedad presentan un mayor RSA y una Q de Tobin mayor que las empresas que tienen una alta concentración de la propiedad y están controladas por agentes internos y familias fundadoras. Este conjunto de resultados sugiere que la mejora en el gobierno corporativo quizá supere algunos de los problemas de agencia entre los accionistas minoritarios y los mayoritarios para este conjunto de empresas después de este cambio regulatorio en el gobierno corporativo.

En conjunto, nuestros resultados indican que a pesar de que las empresas cumplieron en gran medida con el Código y los cambios obligatorios, estos cambios subyacentes en el gobierno corporativo no se relacionan con un mejor desempeño. Al parecer, los participantes del mercado no reconocen estos cambios como algo significativo. Atribuimos estos hallazgos en gran parte a la complejidad inherente de la estructura accionaria de las empresas mexicanas y al entorno jurídico que impera en dicho país.

En un esfuerzo por obtener conclusiones más contundentes acerca de por qué los inversionistas no reconocen las mejoras observadas en el gobierno corporativo como algo positivo, realizamos un análisis pormenorizado de la integración del consejo de administración de cada empresa. Dada la alta concentración de la propiedad que ostentan los agentes internos y las familias, es muy probable que los agentes internos puedan seguir ejerciendo un control significativo en los consejos, a pesar del Código y las disposiciones legales que requieren que las empresas aumenten el número de consejeros externos (independientes). Nuestros hallazgos revelan un número significativo de casos de interrelación de puestos de consejeros que constituyen un conflicto de intereses, sobre todo entre los agentes internos y los familiares, lo cual pone en tela de juicio la verdadera naturaleza de la independencia de los consejeros. Dichos arreglos podrán satisfacer los criterios de independencia del Código y las disposiciones legales que le siguieron, pero suscitan obvias inquietudes acerca de la verdadera independencia y la supervisión que llevan a cabo estos consejos. Por consiguiente, dado que los consejos siguen estando dominados por agentes internos, es posible que los inversionistas vean la adhesión al Código y a las disposiciones legales como algo simbólico y no como mejoras “reales” en el gobierno corporativo, y es por ello que no hay una relación con el desempeño ni el valor.

Por tanto, nuestra conclusión es que el predominio de la propiedad de las familias controladoras aunado a las endebletes leyes de protección a los

inversionistas aún son obstáculos al mejoramiento del gobierno corporativo en México. Tal como se aprecia en las observaciones de La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (2000), así como en las de Doidge, Karolyi y Stulz (2007), nuestros resultados sugieren que sin cambios sustanciales en el entorno jurídico, así como reglamentos adicionales para dar cabida a la concentrada estructura accionaria y un compromiso denodado de proteger a los inversionistas minoritarios, es poco probable que los cambios obligatorios o voluntarios en el gobierno corporativo en economías en desarrollo como México tengan un efecto perceptible en el ambiente de inversión de estos países.

Nuestra investigación tiene consecuencias importantes tanto para la investigación académica como para los inversionistas. En primer lugar, este artículo contribuye a la creciente bibliografía que analiza los efectos del gobierno corporativo en los mercados internacionales y emergentes (Dahya, McConnell y Travlos, 2002; Alves y Mendes, 2004; Dahya y McConnell, 2007). En particular, Dahya, McConnell y Travlos y Dahya y McConnell exploran un entorno similar cuando analizan el efecto del Informe Cadbury del Reino Unido mediante el estudio de los cambios en las estructuras de gobierno corporativo. Los autores sugieren que es necesario hacer más investigación en otros países que han adoptado códigos de mejores prácticas similares para evaluar cómo se podrían generalizar sus resultados. Asimismo, la investigación de esta cuestión es particularmente importante dado que muchos países emergentes están instituyendo reformas similares a las de México. Por ejemplo, en los años recientes se ha visto una proliferación de al menos 30 códigos de normas de gobierno corporativo similares en varias economías emergentes (Jacoby 2005, 2006; Black, De Carvalho y Gorga, 2010). Por ende, es importante evaluar la manera en que dichas reformas están funcionando y si han tenido o no un efecto positivo en el mejoramiento del gobierno corporativo y, a su vez, en el ambiente de inversión de estos países, para que los encargados de formular políticas y los reguladores del mercado puedan actuar en consecuencia.

El resto de este artículo está organizado como sigue: la siguiente sección analiza las reformas de gobierno corporativo y el entorno institucional. La sección II contiene una revisión de la bibliografía y presenta nuestras hipótesis. La sección III describe la muestra. La sección IV presenta los resultados. Concluimos con un resumen de nuestros hallazgos de investigación.

## I. LA REFORMA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE MÉXICO Y LOS PORMENORES INSTITUCIONALES

### *1. Promulgación del Código y requisitos de la Ley del Mercado de Valores*

La reforma de gobierno corporativo de México comenzó con la emisión de un código voluntario de prácticas corporativas en septiembre de 1999, que estuvo seguido de la promulgación de dos leyes en 2001 y 2003.<sup>4</sup> La mayor parte de la reforma estaba encaminada a fortalecer los sistemas de gobierno corporativo de las sociedades anónimas bursátiles y, por consiguiente, a mejorar la transparencia corporativa y aumentar la confianza de los inversionistas en las empresas mexicanas. A iniciativa de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y con el apoyo de la Bolsa Mexicana de Valores, juristas expertos y ejecutivos líderes de la industria, se creó primero el Código de Mejores Prácticas Corporativas (al que en lo sucesivo se le denominará el Código). Sus principales objetivos son fortalecer los mecanismos internos de gobierno de las empresas, incluyendo la supervisión del consejo de administración, la transparencia de los informes, etc., como se ilustra en el siguiente comentario:

... Las recomendaciones del código están encaminadas a definir principios que contribuyan a mejorar la supervisión de los consejos de administración y a revelarles información más transparente a los accionistas. Más concretamente, estas recomendaciones buscan: *i*) revelar información pormenorizada respecto a la estructura de la gerencia, del consejo y sus funciones; *ii*) establecer mecanismos que garanticen que la información financiera sea transparente; *iii*) la existencia de procesos que fomenten la participación y comunicación efectivas del consejo de administración, y *iv*) la existencia de procesos que fomenten la adecuada divulgación a los accionistas (informe del Código de Mejores Prácticas Corporativas, 1999, p. 2).

Para lograr estas metas el Código recomienda que las empresas adopten 55 mecanismos de gobierno interno que se consideran fundamentales para el mejoramiento del gobierno corporativo. Por ejemplo, algunas dis-

<sup>4</sup> También cabe destacar que en diciembre de 2005 se promulgó un nuevo decreto que modificó la Ley del Mercado de Valores que en teoría podría afectar el gobierno de las empresas. Excluimos este decreto de nuestro análisis.

*GRÁFICA 1. Cronología de los sucesos más relevantes relacionados con la reforma de gobierno corporativo en México<sup>a</sup>*

<p>Septiembre de 1999</p> <p>En septiembre de 1999 México adopta el Código de Mejores Prácticas Corporativas para las sociedades anónimas bursátiles. El Código comprende 55 disposiciones sobre el gobierno interno tendientes a mejorar la supervisión de los consejos de administración y la elaboración de informes financieros. La adhesión a este código es voluntaria; sin embargo, las empresas están obligadas a informar su grado de adhesión a cada una de sus disposiciones</p>	<p>Junio de 2000</p> <p>Las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores comenzaron a informar a las autoridades reguladoras del mercado y a los inversionistas el cumplimiento de cada una de las disposiciones del Código mediante sus respuestas a un cuestionario estandarizado que se les entrega cada año a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y a la Bolsa Mexicana de Valores</p>	<p>Junio de 2001</p> <p>La Ley del Mercado de Valores de 2001 obligó a las empresas a cumplir con varias disposiciones importantes del Código: i) al menos el 33% de los miembros del consejo de administración deben ser consejeros independientes; ii) se limita el número de consejeros que integran los consejos de las empresas a un mínimo de cinco y un máximo de 15 miembros; iii) se obliga a las empresas a contar con un comité de auditoría, presidido por un consejero independiente (artículo 12, fracción X, Ley del Mercado de Valores, 2001)</p>	<p>Marzo de 2003</p> <p>La Ley del Mercado de Valores de 2003 reconoce oficialmente el Código como parte de las leyes del mercado de valores mexicanas, con lo que se hace obligatorio presentar informes del grado de cumplimiento. Esta ley también establece lineamientos más estrictos para la difusión de información entre los inversionistas; por ejemplo, obliga a las empresas a divulgar acontecimientos relevantes y sustanciales (títulos 4 y 5, Ley del Mercado de Valores, 2003)</p>	<p>Diciembre de 2005</p> <p>La Ley del Mercado de Valores de 2005 impuso lineamientos similares a los de la Ley Sarbanes-Oxley de los Estados Unidos, que estipula que el gerente general y los consejeros son responsables ante la ley por la integridad de la información financiera que se les proporciona a los accionistas. Asimismo, les confiere mayores derechos a los inversionistas minoritarios al permitir que estos nominen al menos 10% de los miembros de los consejos de administración y, entre otras cosas, sustituye la figura del comisario</p>
---	---	---	--	---

<sup>a</sup> Período de análisis de la investigación: 2000-2004 (excluye la reforma de 2005). Nótese que el estudio abarca el periodo de 2000 a 2004 y excluye la Ley del Mercado de Valores de 2005. La línea de tiempo y los lineamientos se construyeron con base en las siguientes fuentes: Código de Mejores Prácticas Corporativas, septiembre de 1999; *Diario Oficial de la Federación*, “Ley de Sociedades de Inversión”, 4 de junio de 2001; *Diario Oficial de la Federación*, “Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores”, 19 de marzo de 2003, pp. 77-185; *Diario Oficial de la Federación*, “Nueva Ley del Mercado de Valores (NLMV)”, diciembre de 2005.

posiciones clave contenidas en el Código requieren cambios significativos en la estructura de los consejos de administración de las empresas, como limitar su tamaño a entre 5 y 20 consejeros, tener al menos 20% de consejeros independientes (externos) y crear comités del consejo para supervisar las funciones de auditoría, finanzas y remuneración a los ejecutivos. Otras disposiciones requieren cambios en los sistemas de control interno de las empresas y de mecanismos para transparentar aún más los informes financieros (es decir, la puntual divulgación de todos los sucesos pertinentes).<sup>5</sup>

La adhesión al Código es voluntaria, de manera similar al Código de Mejores Prácticas que presentó el comité Cadbury en el Reino Unido (véase Dahya, McConnell y Travlos, 2002). Sin embargo, por ley las empresas aún tienen la obligación de rendirles cuentas a los inversionistas y a los reguladores del mercado en cumplimiento a cada una de las disposiciones del Código. Esto se hace a través de un cuestionario estándar que las empresas le entregan una vez al año a la CNBV y que se incluye en sus informes anuales.

Además de la promulgación del Código, hay dos disposiciones legales que son aspectos importantes de la reforma de gobierno corporativo de México. Las enmiendas a la Ley del Mercado de Valores de 2001 y 2003 hicieron obligatorias varias de las recomendaciones del Código, además de que les impusieron normas más rigurosas. Entre sus principales disposiciones se cuentan aquellas que estipulan que los consejos de administración deben estar integrados por al menos 25% de consejeros independientes, que limitan su tamaño a un máximo de 20 puestos y que prescriben el establecimiento de comités de auditoría encabezados por consejeros independientes.

A simple vista y a pesar de los costos de instrumentación que supone, hay quienes ven la reforma como un primer paso importante para poner a punto el gobierno corporativo de las empresas mexicanas; sin embargo, como se ha mencionado en varios artículos publicados en la prensa de negocios, otros la ven con severo escepticismo y consideran que estos cambios

<sup>5</sup> En aras de la parquedad, limitamos nuestro análisis a estas disposiciones de gobierno corporativo clave. Presentamos cada una de las disposiciones del Código en el apéndice. Además, el Código pretende mejorar los derechos de los accionistas mediante varias disposiciones encaminadas a facilitar la recopilación de información pertinente que está sujeta a aprobación por medio del voto de los accionistas. Por ejemplo, recomienda que las empresas les entreguen a los accionistas, al menos 15 días antes de la asamblea anual de accionistas, un informe pormenorizado con explicaciones de todos los asuntos que se someterán al voto de los accionistas para su aprobación (para conocer el Código de Mejores Prácticas Corporativas más detalladamente consulte la página [http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV\\_cmpe](http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_cmpe)).

se quedan cortos en cuanto a la reforma de gobierno corporativo, debido a los graves desafíos que suponen el entorno de inversión, la estructura accionaria y el sistema jurídico que imperan en México.<sup>6</sup> Como se explica de manera pormenorizada líneas abajo, la estructura de la propiedad de las empresas mexicanas está altamente concentrada, sobre todo entre las familias fundadoras de las empresas. De igual manera, los consejos de administración tienden a estar dominados por miembros de las familias controladoras o por agentes internos que ocupan puestos gerenciales. Por último, el sistema jurídico les ofrece escasa protección a los accionistas minoritarios. A todas luces, las características institucionales del entorno de negocios e inversión del país son un impedimento a la eficacia de cualquier reforma de gobierno corporativo. ¿Por qué? Huelga decir que hay beneficios privados que provienen del ejercicio del control corporativo. Los agentes internos y los accionistas mayoritarios pueden abusar de su poder y extraer recursos de las empresas a costa de los accionistas minoritarios, particularmente en un país que tiene un sistema jurídico débil (véanse Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 1999).

## *2. La estructura accionaria y el sistema jurídico*

Como se dijo líneas arriba, en México la estructura accionaria está muy concentrada en las familias fundadoras de las empresas. Según López de Silanes (2002), México ocupa el tercer lugar mundial en cuanto a la concentración de la propiedad en manos de familias, con 63%. Nuestro análisis muestra que 92% de las empresas tienen un accionista que posee más de 10% de la empresa. Además, durante decenios, los consejos de administración de México han estado integrados y controlados muy de cerca mayormente por las familias fundadoras de las empresas. Las familias controladoras también desempeñan un papel importante en la administración de sus propias empresas. La Porta *et al.* (1999) estima que en México 95% de las empresas controladas por familias tienen un familiar comprometido en la administración. Además de permitir que las familias fundadoras controlen y administren sus propias empresas, es práctica común que las familias (en particular las familias emparentadas) formen vínculos estrechos y consejos de ad-

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, “Mexico Bids for New Investors with Financial-Sector Overhaul”, *The Wall Street Journal*, 1 de junio de 2001; “Charges Raise Questions About Mexico’s Adherence to Securities Laws”, *The New York Times*, 27 de enero de 2005, C8.

ministración recíprocamente interrelacionados.<sup>7</sup> Asimismo, como señala Castillo (2002), los consorcios de empresas usualmente están relacionados mediante redes formales (o informales) de familias controladoras.

Asimismo, México ofrece protección limitada a los accionistas minoritarios externos. Los mecanismos externos de gobierno corporativo que podrían ayudar a proteger a los inversionistas contra la expropiación a manos de agentes internos, como las leyes de protección a inversionistas y el sistema jurídico para hacer valer dichas leyes, son gravemente limitados en México (Bhattacharya, Daouk, Jorgenson y Kehr, 2000). Como destacan La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998) México tiene uno de los sistemas jurídicos más débiles en cuanto a la protección de los derechos de los inversionistas y se ubica entre los peores países del mundo en este rubro.<sup>8</sup> Además es común que las empresas mexicanas ofrezcan distintas clases de acciones con derechos de voto limitados (o sin derecho a voto), lo que potencialmente agrava el problema de agencia entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. Por estas razones, en México se percibe históricamente que las sociedades anónimas bursátiles adolecen de escasa rendición de cuentas y transparencia para con los inversionistas externos.

No es ninguna sorpresa que la adopción del Código de Mejores Prácticas Corporativas y los esfuerzos jurídicos por reformar los sistemas de gobierno de las sociedades anónimas bursátiles se enfrenten a la intensa oposición de muchas de las familias controladoras de las sociedades anónimas bursátiles más grandes de México. Los motivos que subyacen en la oposición política a dichos cambios son evidentes. Con base en el marco de agencia de Jensen y Meckling (1976), Shleifer y Vishny (1997) argumentan que la alta concentración de la propiedad en manos de agentes internos (principalmente miembros de las familias fundadoras), aunada a los limitados derechos de protección a los inversionistas, puede crear obvios conflictos de agencia entre los inversionistas mayoritarios y los minoritarios. Por ejemplo, los consejos de administración mexicanos pueden apoderarse de buena parte del control y tener

<sup>7</sup> Tomemos como ejemplo los consejos de administración de los cuatro conglomerados corporativos industriales más grandes de Monterrey: Alfa, Hylsamex, Femsa y Cemex. Sus consejos de administración están controlados por las siguientes familias emparentadas: Garza, Zambrano, Lagüera, Sada y Treviño. Este arreglo permite un estricto control familiar de las empresas y una mayor protección contra el escrutinio de personas ajenas.

<sup>8</sup> Además, Durnev y Kim (2005) hallan que, en lo que se refiere tanto a los derechos de los accionistas como a la aplicación de la ley, México tiene el sistema jurídico más débil dentro de su muestra de 27 países, compuesta principalmente de países con economías emergentes.

incentivos oportunistas para obtener beneficios privados a costa de los accionistas minoritarios.<sup>9</sup> En palabras de La Porta *et al.* (2000), p. 20:

También hay objeciones importantes a la reforma que provienen de las familias que controlan las grandes empresas. Desde el punto de vista de estas familias, una mejora en los derechos de los inversionistas externos es, ante todo, una reducción en el valor del control debido al deterioro de las oportunidades de expropiación.

Por una parte, dado que la mayoría de los cambios propuestos en este Código de Mejores Prácticas Corporativas son voluntarios, es muy probable que los consejos de administración de las empresas opten por rechazar la adopción de las recomendaciones contenidas en el Código. Por consiguiente, todos los esfuerzos por reformar el gobierno corporativo en México pueden haberse quedado cortos. Por otra parte, dado que la reforma incluye varias disposiciones legales para mejorar la independencia de los consejos de administración, además de que las empresas aún están obligadas a informar a los inversionistas y reguladores su grado de adhesión a las recomendaciones del Código, también es factible que estas iniciativas hayan sido eficaces en cuanto a la modificación de las estructuras de gobierno de las empresas. Por ende, nuestra primera pregunta de investigación analiza el grado en que las reformas de gobierno corporativo generan mejoras en los sistemas de gobierno de las empresas.

Asimismo, es posible que los costos del cumplimiento hayan sido superiores a los beneficios esperados. En pocas palabras, para algunas empresas podría resultar demasiado costoso cumplir o alterar su estructura de gobierno. A su vez, estos costos adicionales podrían entorpecer el desempeño operativo a pesar de los demás beneficios potenciales relacionados con el cumplimiento. De igual manera, también es posible que ciertos aspectos de la reforma de gobierno corporativo, como el aumento de la independencia de los consejeros, deriven en un mejor desempeño empresarial. Por tanto, no está claro si las diferencias en el cumplimiento del gobierno corporativo entre las empresas llevaron o no a un mejor desempeño. Nuestra segunda pregunta de investigación analiza esta cuestión.

<sup>9</sup> Esta expropiación puede adoptar formas ilegales, como el robo, así como formas legales, como el saqueo de los activos de la empresa mediante contratos ventajosos con otros negocios familiares. En un mercado racional y eficiente, esta reducción en el valor de la empresa se vería reflejado como una baja en los precios cuando los accionistas minoritarios buscan un precio justo al adquirir acciones.

## II. REVISIÓN DE LA BIBLIOGRAFÍA Y DESARROLLO DE LAS HIPÓTESIS

Implícita en los esfuerzos por reformar el gobierno corporativo se halla la suposición de que al fortalecer la estructura de gobierno interno de la empresa se esperaría una mejora en el valor de una empresa, principalmente por el reconocimiento en el mercado de que el valor de la empresa se distribuiría más equitativamente entre todos los accionistas. Por otra parte, el fortalecimiento de la estructura de gobierno interno podría reducir la extracción de rentas privadas a manos del accionista mayoritario, lo que a su vez podría ayudar a mejorar el desempeño operativo dentro de la empresa. A continuación intentaremos explicar cómo es que estos argumentos encontrados se aplican al caso específico de la estructura de gobierno corporativo de México.

La investigación actual muestra una relación positiva entre el gobierno corporativo sólido y el desempeño empresarial en general. Comenzando con el trabajo fundamental de Gompers, Ishii y Metrick (2003), varios estudios han hallado una relación positiva entre el gobierno corporativo y los rendimientos del mercado de valores, el valor de las empresas y el desempeño operativo (véanse, por ejemplo, Core, Guay y Rusticus, 2006; Klapper y Love, 2004; Doidge, Karolyi y Stulz, 2004; Durnev y Kim, 2005).<sup>10</sup> Sin embargo, esta investigación se ha centrado primordialmente en los países desarrollados con características jurídicas y de la propiedad distintas a las de las economías transicionales que atraviesan por reformas al gobierno corporativo. Según Doidge *et al.* (2004) en los países menos desarrollados, las estructuras de gobierno de las empresas se les imputan a los entornos jurídicos, económicos y financieros del país y no forzosamente a las características de las empresas, por lo que cualquier cambio en la estructura de gobierno de las empresas podría tener efectos distintos en el desempeño en los mercados emergentes.

Asimismo, Klapper y Love (2004) también argumentan que los beneficios potenciales de mejorar el gobierno corporativo son más notorios en las economías emergentes que tienen mercados de capitales menos desarrollados. En contraste con la noción preponderante, hallan pruebas de que las prácticas de buen gobierno son más significativas en países que tienen

<sup>10</sup> Cabe destacar que la mayoría de estos estudios no ofrecen ninguna explicación de causalidad, sino solamente resultados contundentes (generalmente positivos) acerca del gobierno y el desempeño corporativos.

deficiencias en la aplicación de la ley y escasos derechos de protección para los accionistas. Sus hallazgos muestran una correlación más fuerte entre el buen gobierno y un mayor valor de mercado y un mejor desempeño empresarial en países que tienen un sistema jurídico débil. Por tanto, las empresas mexicanas tendrían el potencial de allegarse de beneficios en términos de un mejor desempeño si se apegaran a la mayoría de las recomendaciones del Código.

Vishny (1997) señala además que los buenos sistemas de gobierno corporativo están arraigados como un arreglo adecuado de protección jurídica de los inversionistas y un cierto nivel de propiedad concentrada. Como se dijo líneas arriba, el entorno de negocios de México es fuerte en este último rubro, la propiedad concentrada, pero su sistema jurídico es débil en cuanto a la protección de los inversionistas. Por ende, antes de la promulgación del Código y sus disposiciones legales para mejorar la independencia de los consejos de administración, la estructura de gobierno de las empresas mexicanas pudo haber estado en condiciones de equilibrio. Por tanto, cualquier perturbación en su estructura de gobierno podría haber generado beneficios (o costos) netos inesperados en el margen o, por lo contrario, las empresas también podrían haber acumulado cuantiosas ganancias.

No obstante, la adhesión al Código no es “parloteo”. Para algunas empresas, los costos incurridos en el cambio de sus estructuras de gobierno podrían simplemente no compensar los beneficios potenciales de llevar a cabo dichos cambios. En pocas palabras, los costos asociados con la adhesión al Código podrían fácilmente sobrepasar cualesquiera beneficios esperados de las mejoras en el gobierno corporativo. Por consiguiente, este proceso endógeno de alterar sus sistemas internos de gobierno supone una conmutación de costo-beneficio para las empresas. Con base en este argumento, las empresas mexicanas podrían ya haber fijado su estructura de gobierno en un equilibrio de mercado dado entre los accionistas mayoritarios y minoritarios y cualquier perturbación externa (es decir, la reforma de gobierno) podría obstaculizar su desempeño en consecuencia. En pocas palabras, antes de la reforma, las empresas podrían haber logrado una condición de equilibrio óptimo en su estructura de gobierno basada en su estructura accionaria en ese momento. Sin embargo, también es posible que una mayor adhesión al Código y a las disposiciones legales puedan llevar a un mejor desempeño. Por ejemplo, La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (2000) destacan que las empresas que hacen mejoras a su gobierno

pueden tener una asignación más eficiente de los recursos de capital, lo cual podría generar un mejor desempeño empresarial.

### 1. *Hipótesis*

Nuestra primera hipótesis se relaciona con nuestra primera pregunta de investigación, que trata acerca de si alguna de las mejoras potenciales en los sistemas de gobierno puede atribuirse a la reforma. Destacamos el hecho de que México ha invertido recursos y esfuerzos considerables en el mejoramiento del gobierno corporativo y la transparencia de las empresas mexicanas. En este sentido, ha demostrado estar claramente dedicado a la consecución de este objetivo al requerir que las empresas les rindan informes a los inversionistas externos y los reguladores del mercado acerca del grado de adhesión al Código. Además, aunque con ciertas limitaciones, el país también ha mejorado los derechos de los accionistas minoritarios consagrados en las ediciones 2001 y 2003 de la Ley del Mercado de Valores. Dado nuestro análisis anterior acerca de la relación costo-beneficio de transformar la estructura de gobierno de las empresas, postulamos que las empresas mexicanas consideran que hacer mejoras al gobierno corporativo rinde beneficios que superan los costos potenciales del cumplimiento. Dados estos cambios, esperamos que la divulgación obligatoria de la adhesión al Código, junto con los cambios obligatorios derivados de la Ley del Mercado de Valores, hayan llevado a una mayor adhesión a los requerimientos del Código durante nuestro periodo de muestra, lo cual produciría cambios positivos en la estructura de gobierno de las empresas. Por consiguiente, presentamos nuestra primera hipótesis como sigue:

*Hipótesis 1.* El grado de adhesión a los lineamientos del Código y las disposiciones legales en cuanto a la integración de los consejos de administración aumenta durante el periodo de muestra (2000-2004).

En relación con lo anterior, esperamos que las empresas vean los cambios al gobierno corporativo como algo benéfico en varios sentidos. Por ejemplo, al mostrarles a los inversionistas un verdadero compromiso con la adhesión a las recomendaciones del Código y a sobrepasar las disposiciones legales, las empresas son capaces de atraer más capitales. Asimismo, es posible que si las mejoras en el gobierno corporativo se materializan, esto pueda

llevar a una asignación más eficiente de los recursos de capital dentro de la empresa, lo cual a su vez podría mejorar el desempeño de la empresa, según señalan La Porta *et al.* (2000, 2002). Además, estudios anteriores han hallado que ciertos aspectos del gobierno corporativo, como son una mayor proporción de consejeros independientes (externos) (Weisbach, 1988; Byrd y Hyckman, 1992; Brickley *et al.*, 1994), la imposición de un límite al tamaño de los consejos de administración (Boone *et al.*, 2007) y una mayor independencia de los comités de los consejos corporativos, como los comités de auditoría (Klein 1998, 2002), derivan en un mejor desempeño empresarial. Como recordará el lector, el Código y las disposiciones legales cambiaron la estructura de los consejos de administración al aumentar la proporción de consejeros independientes, imponer límites a su tamaño y crear comités de auditoría que debían ser presididos por consejeros independientes. En consecuencia, todos estos cambios positivos en el gobierno corporativo podrían haber generado mejoras en el desempeño empresarial tal como se documentó en los estudios antes mencionados. Ahora presentamos nuestra segunda hipótesis:

*Hipótesis 2.* Una mayor adhesión a los lineamientos del Código y a las disposiciones legales genera mejoras en el desempeño operativo (mayor RSA).

De igual manera, otros estudios han documentado que las empresas que muestran tener un gobierno corporativo sólido son más valiosas y tienden a ser recompensadas con un mayor valor de sus acciones (Gompers *et al.*, 2003; Cremers y Near, 2005; Brown y Caylor, 2006; Core, Guay y Rusticus, 2006; La Porta *et al.*, 2002). Con base en esta investigación, postulamos que antes de la reforma, las empresas mexicanas no tenían incentivos para mejorar sus sistemas de gobierno corporativo, por lo que los inversionistas tenían información demasiado limitada para poder identificar a las empresas que tenían un gobierno fuerte y las que tenían un gobierno débil. La adopción del Código de Mejores Prácticas Corporativas y las reformas que le siguieron, tendientes a transparentar los consejos de administración, podrían darles a los inversionistas mecanismos que anteriormente no se les habían revelado, que les permiten evaluar la calidad y la solidez del gobierno de las empresas. Más aún, en relación con nuestra segunda hipótesis y la tercera que se presenta líneas abajo, destacamos el reciente trabajo de Chong y La Porta (2007), que analiza los efectos de los cambios en las prácticas de

gobierno corporativo en México. Estos autores muestran que contar con mejores prácticas de gobierno corporativo en la empresa se relaciona con mayores evaluaciones corporativas y un mejor desempeño operativo de las empresas en general (es decir, mayor RSA).<sup>11</sup>

Por ende, en vista del análisis anterior, esperamos que los inversionistas recompensen a las empresas que tienen un gobierno más sólido al darles evaluaciones mayores con base en el grado de adhesión al Código y a los cambios obligatorios. Formulamos nuestra tercera y última hipótesis como sigue:

*Hipótesis 3.* Una mayor adhesión a los lineamientos del Código y a las disposiciones legales deriva en mayores evaluaciones de las empresas (mayor Q de Tobin).

Por último, consideramos que es importante sopesar si nuestras predicciones varían con base en ciertas características de las empresas. Por tanto, pusimos a prueba las predicciones anteriores tanto para la muestra completa de empresas como para tres submuestras basadas en los siguientes criterios: el grado de concentración de la propiedad entre las empresas, la magnitud de los cambios en el grado de adhesión al Código (cumplimiento alto o bajo) y el tamaño de las empresas. Si bien no ofrecemos una hipótesis formal, presentamos las siguientes expectativas acerca de las tres submuestras. *i)* Las empresas que tienen una alta concentración de la propiedad podrían beneficiarse de un cambio en su estructura de gobierno corporativo debido a un indicio potencial de que los accionistas minoritarios gozarían de un mayor grado de protección contra una posible expropiación a manos del accionista mayoritario y quizás presenten un mejor desempeño.<sup>12</sup> Por otra parte, las empresas que tienen baja concentración podrían presentar características distintas; por ejemplo, un bajo grado de problemas de agencia, si no es que ninguno, entre accionistas mayoritarios y minoritarios o asincronías en los intereses de la gerencia. *ii)* Las empresas que demuestran un mayor grado de adhesión al Código pueden haber reducido en gran medida los problemas de agencia potenciales y, por consiguiente, podrían aumentar

<sup>11</sup> Le agradecemos al dictaminador por habernos informado de la existencia de este artículo y de otros trabajos importantes que analizan los efectos de las prácticas de gobierno corporativo en México en el comportamiento y el valor de las empresas.

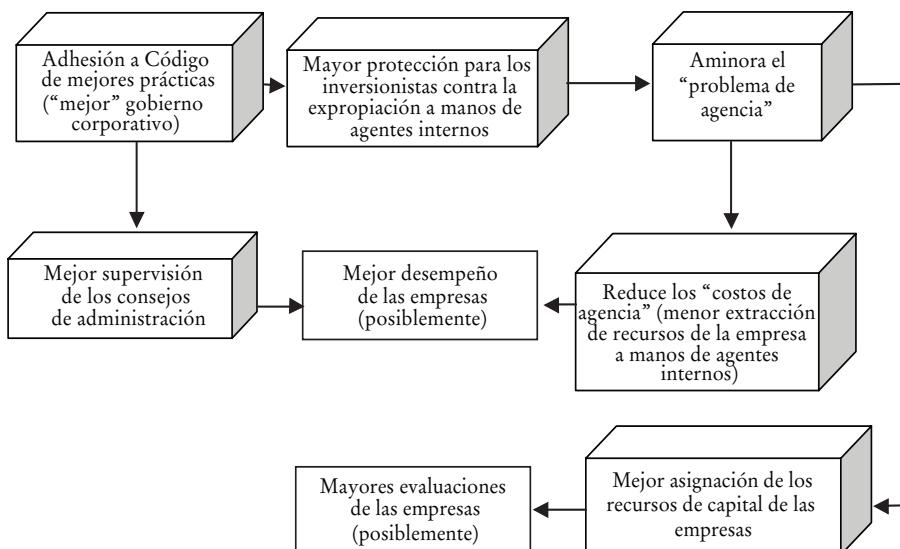
<sup>12</sup> Nótese que esta expropiación potencial ya debería haberse descontado en un mercado eficiente.

ya sea su valor de mercado o su desempeño operativo. *iii)* Las pequeñas empresas podrían enfrentarse a cuantiosos costos de cumplimiento que rebasarían los beneficios potenciales de cualquier cambio en su estructura de gobierno. De tal manera, las pequeñas empresas podrían no experimentar mejoras en su desempeño o presentar mejoras en el desempeño menores (si acaso) a las de las empresas más grandes.

Es importante destacar el hecho de que si bien nuestras tres hipótesis principales predicen una relación positiva entre el gobierno corporativo y el desempeño empresarial y una mayor evaluación de las empresas, no podemos descartar la presencia de una causalidad inversa ni de endogeneidad. Para ser más precisos, es probable que un mejor desempeño empresarial (y mayores evaluaciones de las empresas) pueda(n) llevar a un gobierno corporativo y una transparencia más sólidos. Esto puede ser particularmente cierto cuando una empresa presenta una concentración menor de participación mayoritaria (es decir, grandes accionistas) y la empresa tiene necesidad de atraer capitales externos.

La gráfica 2 resume la relación hipotética entre las mejoras en el gobierno corporativo, el desempeño y el valor de las empresas descritas previamente en las hipótesis uno a la tres.

*GRÁFICA 2. Relación hipotética entre los cambios en la estructura de gobierno corporativo, el desempeño y el valor de las empresas*



CUADRO 1. *Construcción de la muestra*

	<i>Número de empresas</i>		
A. <i>Selección de la muestra</i>			
Número total de empresas activas y no numeradas que cotizan en la bolsa mexicana con datos financieros y de precios tomados de la base de datos de Económática	166		
Menos: bancos, instituciones financieras y empresas enumerados	16		
Menos: empresas con datos incompletos sobre las variables de precios y estados financieros	43		
Número total de empresas	107		
Número total de observaciones de empresas por año 2000-2004	595		
	<i>Industria</i>	<i>Número de empresas</i>	<i>Porcentaje del total</i>
B. <i>Distribución de las empresas de la muestra por industria</i>			
Agricultura	4	4	
Manufactura básica y metalurgia	8	7	
Cemento y vidrio	8	7	
Química	5	5	
Construcción	7	7	
Electricidad	1	1	
Alimentos y bebidas	17	16	
Hospitalidad y entretenimiento	3	3	
Maquinaria industrial	2	2	
Medios de comunicación	4	4	
Minería	2	2	
Otros	3	3	
Editorial	1	1	
Pulpa y papel	3	3	
Telecomunicaciones	7	7	
Textiles	5	5	
Comercio	23	21	
Servicios de transporte	3	3	
Autopartes	1	1	
Total	107	100	

### III. MUESTRA Y DATOS

#### 1. *Muestra*

El cuadro 1 describe nuestro proceso de selección de la muestra. La muestra está conformada de empresas no financieras que cotizaron activamente en la Bolsa Mexicana de Valores durante el periodo 2000-2004. Cabe destacar que la Bolsa Mexicana de Valores es más bien pequeña en relación con mer-

cados desarrollados. Por ejemplo, durante nuestro periodo de estudio, había 151 empresas cotizadas en la Bolsa.<sup>13</sup> Por tanto, con el fin de asegurar un número razonable de observaciones de empresas en cada año en la muestra, incluimos tanto a las empresas activas como a las no registradas siempre y cuando cumplieran con nuestro criterio de tener la información completa acerca del gobierno corporativo, la propiedad y las variables financieras.

Como se ilustra en la parte A del cuadro 1, después de eliminar las empresas que no cumplen con nuestro criterio, nuestra muestra definitiva consta de 107 empresas y 595 observaciones de empresas por año. La muestra representa el 79% de las empresas no financieras que actualmente cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Como se observa en la parte B, esto abarca un amplio rango de grupos industriales (19 industrias). La mayor concentración de empresas está en el sector comercial (23 empresas), y alimentos y bebidas (17 empresas), mientras que el resto de las empresas se distribuyen entre 17 industrias diversas. En nuestro análisis utilizamos las observaciones disponibles, lo que significa que el tamaño de la muestra puede variar a lo largo del análisis, sobre todo entre las tres submuestras de empresas.

## 2. Datos

Todos los estados financieros y la información de precios provienen de Economática, un proveedor de bases de datos de información financiera de empresas de América Latina. Todas las variables se presentan en pesos mexicanos.

a) *Datos de la propiedad y los consejos de administración.* Cabe destacar que antes de esta reforma la disponibilidad de información pública acerca de la estructura accionaria detallada de las empresas mexicanas era escasa, salvo por el hecho de que estaban controladas por grupos familiares.<sup>14</sup> Sin

<sup>13</sup> Hasta abril de 2012 el número de empresas que cotizan en la Bolsa ha disminuido respecto al que se presenta en nuestro periodo de muestra. Actualmente hay 133 empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Hay quienes atribuyen esta disminución precisamente a la laxitud del gobierno corporativo.

<sup>14</sup> En virtud de la ley mercantil de México (la Ley de Sociedades Mercantiles), las sociedades anónimas que se constituyen por suscripción pública no tienen ninguna obligación de publicar información de las personas que tienen participación en ellas ni información de su participación en sí. Por ende, históricamente el conocimiento público acerca de la estructura accionaria de las empresas mexicanas que se constituyen por suscripción pública ha sido limitado. Sin embargo, este tema ha cambiado debido a una disposición especial al amparo del artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores de 2001 que obliga a las empresas a proporcionar información pormenorizada de la propiedad en sus informes anuales. Un gran número de empresas divulgán ahora los nombres de sus accionistas mayoritarios y el porcentaje de acciones que poseen, así como el grado de propiedad que tienen las distintas clases de accionistas, in-

embargo, la Ley del Mercado de Valores de 2001 obligó a las empresas a proporcionar en sus informes anuales información pormenorizada acerca de la propiedad. De este modo, nuestra primera fuente de información acerca de la propiedad proviene de los informes anuales de las empresas. Cuando las empresas tienen varias clases de acciones que varían en cuanto al derecho a voto o la ausencia de este (o derechos limitados), nuestros análisis se basan en las acciones con derecho a voto. En los casos en que la información acerca de la propiedad no se declaró en los informes anuales de las empresas, o bien fue limitada, nos remitimos a las actas de la Asamblea Ordinaria Anual de Accionistas de cada una de las empresas. Por último, nuestra última fuente de información acerca de la propiedad proviene de los formularios 20-F presentados ante la Comisión de Valores de los Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés) por las empresas que negociaban certificados de depósito estadounidenses (ADR, por sus siglas en inglés) en las bolsas de valores de los Estados Unidos. En los casos en los que no fue posible rastrear la estructura accionaria, las empresas se excluyeron de la muestra. Utilizando la información de la propiedad proveniente de estas fuentes, calculamos el porcentaje de propiedad controlada por los agentes internos (es decir, la gerencia), los grupos familiares, las instituciones y el público en general.

También recopilamos manualmente datos acerca de la integración del consejo de administración de cada empresa a partir de sus informes anuales para evaluar el grado de cumplimiento respecto al tamaño y la independencia de los consejos de que se trate, incluyendo los nombres de los consejeros, el tipo de consejero (patrimonial, independiente), además de que investigamos cualquier afiliación potencial que pudieran tener éstos con la gerencia o la familia controladora. Esta información se utiliza para investigar el grado de independencia del consejo y de interconexión de las relaciones.

b) *Datos acerca del gobierno corporativo.* Nuestros datos del gobierno corporativo provienen de dos fuentes. Por medio de la Bolsa Mexicana de Valores obtuvimos el cuestionario anual que las empresas les envían a los reguladores, que muestra el grado de adhesión a las disposiciones del Código. Los datos que se obtuvieron son de 2001 a 2005. Las empresas normalmente presentan esta información seis meses después del último día del año calendario. Por consiguiente, esta información abarca el periodo 2000-

cluyendo el público, las familias fundadoras, la gerencia y los consejeros de la empresa, los inversionistas institucionales y los fideicomisos privados.

CUADRO 2. *Estadísticas descriptivas de una selección de variables de interés<sup>a</sup>*

Variable	Media	D.E.	T1	Mediana	T
<b>A. Variables financieras y de desempeño</b>					
Capitalización bursátil	14.3	37.3	0.4	2.3	9.7
Activos totales	21.3	39.7	1.8	7.1	20.9
Valor en libros del capital social	7.6	12.9	0.8	2.8	8.6
Ingresos	15.1	25.4	1.1	4.7	17.8
Ingresos netos	0.95	3.1	0	0.14	0.8
Rendimiento sobre activos (RSA)	2.1	12.4	0.2	3.0	6.9
Rendimiento sobre el capital (RF)	2.2	54.4	-0.3	7.4	14
Q de Tobin	1.3	0.9	0.8	1.1	1.4
Proporción valor en libros/valor de mercado	1.7	2.1	0.6	1.2	2.1
Calificación de gobierno corporativo (porcentaje)	0.76	0.14	0.67	0.78	0.87
Cambio en la calificación de gobierno corporativo 2000-2004	0.30	0.26	0.09	0.24	0.41
<b>B. Integración de los consejos de administración de las empresas mexicanas</b>					
Tamaño del consejo de administración (número de consejeros)	11	3.6	8	11	13
Número de consejeros independientes	4.8	2.8	3	4	6
Porcentaje de consejeros independientes	0.44	0.19	0.33	0.44	0.58
Porcentaje de puestos ocupados por familias controladoras	0.31	0.21	0.16	0.29	0.44
Porcentaje de puestos ocupados por agentes internos	0.53	0.28	0.32	0.56	0.78
<b>C. Estructura accionaria de las empresas mexicanas</b>					
Porcentaje de participación de familias fundadoras	0.51	0.30	0.25	0.56	0.78
Porcentaje de participación de gerentes/ consejeros	0.54	0.28	0.33	0.57	0.78
Porcentaje de participación de accionistas mayoritarios	0.60	0.21	0.50	0.61	0.78

<sup>a</sup> Este cuadro presenta las estadísticas descriptivas de una muestra de empresas para el periodo 2000-2004. Todas las variables financieras se expresan en millones de pesos. Activos totales equivale a los activos totales al cierre del ejercicio registrados en millones de pesos. Valor en libros del capital social es la diferencia entre los activos totales y los pasivos totales al final del ejercicio. Ingresos son las ventas totales expresadas en millones de pesos al final del ejercicio. Ingresos netos son los ingresos antes de partidas extraordinarias al cierre del ejercicio. RSA se calcula como (ingresos netos antes de partidas extraordinarias y especiales + gasto por intereses) dividido entre los activos totales iniciales. Rendimiento sobre el capital calculado como (ingresos netos antes de partidas extraordinarias y especiales + gasto por intereses) dividido entre el valor en libros total del capital social. Q de Tobin calculada como (activos totales + capitalización bursátil + impuestos diferidos - valor en libros del capital social) dividido entre los activos totales al cierre del ejercicio. Proporción valor en libros/valor de mercado calculado como el valor de mercado total del capital social entre su valor en libros. Calificación de gobierno corporativo es el número de recomendaciones del Código que se habían cumplido al cierre del ejercicio, dividido entre un total de 55 recomendaciones del Código de mejores prácticas corporativas. Cambio en la calificación de gobierno corporativo representa el cambio porcentual en el grado de adhesión a las recomendaciones del Código entre 2000 y 2004.

2004 y es nuestra principal fuente para evaluar el progreso de la reforma de gobierno interno. Asimismo, utilizamos la información contenida en estos informes para elaborar un índice compuesto con el fin de medir la solidez del gobierno de las empresas. En nuestro análisis empírico nos referimos a esta variable como la “calificación de gobierno corporativo”. Concretamente, agregamos un valor de 1 por cada una de las 55 recomendaciones del Código a las que la empresa se adhiere y luego dividimos la suma entre 55, que es el número total de disposiciones contenidas en el Código. En pocas palabras, la calificación de gobierno corporativo representa el grado de adhesión al Código en general expresado en términos porcentuales. Cuanto mayor sea la calificación de gobierno corporativo, mayor será la tasa de cumplimiento de una empresa determinada.

#### IV. ANÁLISIS EMPÍRICO Y RESULTADOS

El cuadro 2 presenta las estadísticas descriptivas de las variables de interés. Como se observa en la parte A, el rango de valores de la mayoría de las variables es grande, incluyendo las de nuestras medidas de desempeño, RSA y la Q de Tobin. Nuestra principal variable para medir la solidez del gobierno de las empresas, la calificación de gobierno corporativo, presenta una media (mediana) de 0.76 (0.78), lo que sugiere que las empresas cumplieron, en promedio, con 76% de las recomendaciones del Código durante el periodo de la muestra. Asimismo, el cambio promedio en la calificación de gobierno corporativo de 2000 a 2004 es de alrededor de 30 por ciento.

La parte B presenta las estadísticas de la integración de los consejos de administración. En promedio, los consejos están conformados por 11 consejeros. De estos, el 44% se consideran consejeros independientes (o externos). Este resultado es un tanto cuanto revelador ya que muestra que la mayoría de las empresas cumplieron e incluso sobrepasaron el requisito de contar con 25% de consejeros independientes impuesto por el Código y las disposiciones legales. Asimismo, el porcentaje de puestos en los consejos ocupados por familias y agentes internos es de 31 y 53, respectivamente.

La parte C del cuadro 2 presenta nuestros hallazgos respecto a la estructura accionaria general de las empresas mexicanas. Los resultados revelan que, en promedio, la concentración de la propiedad en manos de familias es de 51%, mientras que en el caso de los agentes internos (miembros de la gerencia y el consejo) es de 54%. En resultados no presentados, hallamos

que más de 90% de las empresas de la muestra presentan grandes bloques de concentración de la propiedad. Además, resalta el hecho de que en muchos casos, los miembros de las familias controladoras administran las empresas que están bajo su control. Asimismo, a comparación de la estructura accionaria en otras economías emergentes, como las de los países de Asia Oriental (Claessens, Djankov, Lang, 2000), observamos muy poca presencia de estructuras piramidales o participaciones societarias cruzadas. Por lo contrario, las familias ejercen el control ya sea por medio de la propiedad directa o mediante fideicomisos privados.<sup>15</sup>

### *1. Análisis de la adhesión al Código y a las disposiciones legales (hipótesis 1)*

Al abordar nuestras preguntas de investigación seguimos un enfoque similar al de estudios anteriores acerca del gobierno corporativo (véase Gompers *et al.*, 2003; Bebchuk y Cohen, 2004; Cremers y Nair, 2005) y elaboramos un índice para medir la solidez del gobierno corporativo empleando la información proporcionada en el informe enviado a los reguladores en el que se describe el grado de adhesión al Código.<sup>16</sup> En nuestro análisis nos referimos a esta variable como la “calificación de gobierno corporativo”. Nuestra calificación de gobierno corporativo va del 0 al 1. Los valores mayores (menores) implican un mejor (peor) gobierno corporativo. También elaboramos calificaciones parciales con base en nuestras cuatro categorías generales de

<sup>15</sup> Entre las únicas empresas de la muestra que están controladas por un esquema de propiedad piramidal se cuenta Teléfonos de México, en la que Carlos Slim y su familia son propietarios mayoritarios y poseen el 70.6% del total de las acciones con derecho a voto. El control se ejerce de la siguiente manera (el porcentaje de acciones con derecho a voto que posee la familia Slim se indica entre paréntesis): América Telecom (81) es la sociedad controladora de América Móvil (69.34); América Móvil es la sociedad controladora de Carso Global Telecom (81); Carso Global Telecom es la sociedad controladora de Telmex (70.6). También hallamos que algunas empresas controladas por las familias ejercen control de empresas más pequeñas mediante un arreglo de propiedad accionaria cruzada. Por ejemplo, Alfa posee el 51% de Hylsamex y el 49% de Alfa es propiedad de la familia Garza; por lo tanto, la familia Garza controla el 25% de Hylsamex por medio de Alfa.

<sup>16</sup> Utilizamos las 55 respuestas proporcionadas por las empresas para elaborar una medida compuesta de la solidez del gobierno corporativo. Le asignamos un valor de 1 a cada factor cuando una empresa cumple con los criterios que se consideran como buen gobierno, y un valor de 0 si no cumple con dichos criterios. Posteriormente, sumamos el número total de respuestas afirmativas y lo dividimos entre 55, que es el número total de preguntas del cuestionario, lo que nos da la calificación de gobierno corporativo. Cabe destacar que, en contraste con el índice G desarrollado por Gompers, Ishii y Metrick (2003), nuestra calificación de gobierno corporativo le asigna el valor más alto a la mejor estructura de gobierno corporativo.

gobierno corporativo: estructura del consejo de administración, auditoría externa, informes financieros y derechos de los accionistas. Las calificaciones individuales también van del 0 a 1. Utilizamos las calificaciones totales e individuales para evaluar el grado de cumplimiento en nuestro análisis descriptivo y en las principales regresiones.

De conformidad con nuestra primera hipótesis, analizamos la tasa de cumplimiento de las empresas desde 2000 hasta 2004. La parte A del cuadro 3 registra las medias y las desviaciones estándar de la calificación de gobierno corporativo en general y de las cuatro categorías. Resulta interesante observar que la calificación de gobierno corporativo promedio general aumenta para cada uno de los cinco años del periodo de la muestra. En 2000 las empresas se adhirieron, en promedio, a 36 disposiciones del Código, un grado de cumplimiento de 66%. En contraste, en 2004 las empresas se adhirieron a 45 de las 55 disposiciones, lo que representa una tasa de cumplimiento de 82%. La calificación de gobierno corporativo aumentó 24% durante ese periodo. La diferencia de medias de 0.16 de la calificación de gobierno corporativo entre 2000 y 2004 es estadísticamente significativa al nivel de 1%. También se observa una pauta similar de cambios positivos en cada una de las cuatro categorías de gobierno corporativo. Las calificaciones de estructura del consejo de administración, transparencia de la auditoría, divulgación financiera y derechos de los accionistas aumentaron 19, 31, 23 y 39%, respectivamente, entre 2000-2004. En todos los casos, la diferencia de medias en cada calificación respectiva entre el primer y el último año del periodo de la muestra también es estadísticamente significativa.

La parte B del cuadro 3, presentamos una distribución del porcentaje de empresas que se adhirieron al Código según distintos grados de cumplimiento. Por ejemplo, en 2000, únicamente 28% de las empresas de la muestra cumplieron con 75% (o más) del total de gobierno corporativo. Para 2004, el número de empresas que cumplían con el 75% (o más) de las recomendaciones aumenta a 79%. De la misma manera, la diferencia en la tasa de cumplimiento entre 2000 y 2004 en los distintos niveles es estadísticamente significativa al nivel de 1 por ciento.

Para ilustrar el grado de cumplimiento al paso del tiempo, graficamos el porcentaje de empresas que cada año se adhirieron a más de 50, 65, 75 y 85% del total de las recomendaciones del Código. Como se muestra en la gráfica 3, con el tiempo las empresas han aumentado significativamente su grado de cumplimiento. Por ejemplo, en 2000 sólo el 12% de las empresas

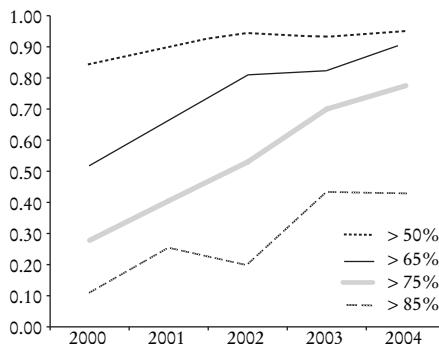
**CUADRO 3. Evolución de la adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas<sup>a</sup>**

65-75	25	28	30	15	16	-9*
75-85	16	17	35	28	35	19***
85-100	12	25	20	45	44	32***
<i>Variable</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>Diferencia 2004-2000</i>

C. *Evolución de la integración de los consejos de administración de conformidad con las disposiciones legales de la Ley del Mercado de Valores*

Tamaño promedio de los consejos de administración	11	11	12	12	13	2**
Porcentaje de puestos ocupados por consejeros independientes	31	41	43	43	45	14%***
Porcentaje de puestos ocupados por personas afiliadas (consejeros patrimoniales y relacionados)	69	59	57	57	55	-14%***

a Valores promedio del periodo 2000–2004 (desviaciones estándar entre paréntesis). La parte A presenta el grado de adhesión en términos porcentuales de la totalidad de las disposiciones del Código, así como de las distintas categorías de gobierno corporativo que se definen en el Código con base en una calificación compuesta de gobierno corporativo, desde el primer año en que se promulgó el Código en adelante. La calificación de gobierno corporativo representa la suma del número de disposiciones del Código con los que cumple la empresa, dividido entre 55, el número total de disposiciones contenidas en el Código. Cuanto mayor sea el porcentaje de cumplimiento y/o la calificación de gobierno corporativo, mayor será la tasa de cumplimiento de una empresa determinada. El Código de mejores prácticas corporativas se divide en cuatro categorías y presentamos cada calificación de acuerdo con éstas: estructura del consejo de administración (29 reactivos), auditoría externa (4 reactivos), informes financieros y transparencia (14 reactivos) y derechos de los accionistas (8 reactivos). La parte B presenta el porcentaje de empresas de la muestra que se adhirieron a las disposiciones del Código por medio de los distintos rangos de cumplimiento global en cada año del periodo de la muestra. Por ejemplo, en 2000, el 16% de las empresas cumplían con al menos 50% de las disposiciones del Código y el 12% de las empresas cumplían con 85% o más. La parte C presenta el grado de adhesión en términos porcentuales de la totalidad de las disposiciones del Código con base en el grado de concentración de la propiedad. Las diferencias de medias entre 2000 y 2004 se calcularon mediante la prueba paramétrica t. \*, \*\* y \*\*\* denotan significancia a los niveles del 10, 5 y 1%, respectivamente.

GRÁFICA 3. *Adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas 2000-2004<sup>a</sup>*

<sup>a</sup> En esta gráfica, para cada año del periodo de la muestra (2000-2004) se presenta el porcentaje de empresas cuyo grado de adhesión al Código es igual o mayor a los porcentajes que se indican en la leyenda. Por ejemplo, en 2000 (2004) el 12% (44%) de las empresas cumplieron con el 85% o más de los criterios del Código.

se adhirieron a 85% (o más) de las disposiciones del Código, mientras que en 2004, el 45% de las empresas cumplieron con el 85% de las recomendaciones. Las mejoras subyacentes en la calificación de gobierno corporativo sugieren que las empresas mexicanas consideran que hay beneficios provenientes de su adhesión al Código (o costos por no adherirse). Asimismo, las mejoras observadas son graduales y es importante destacar que no todas las empresas se adhieren completamente a todos los criterios del Código. Existe una variación transversal en la tasa de adopción entre las empresas a lo largo del periodo de la muestra. Esto sugiere que para algunas empresas hay costos adicionales asociados con el cumplimiento, de lo contrario, se esperaría que las empresas adoptaran todos los aspectos del Código.

Ahora hablaremos de la manera en la que el Código de Mejores Prácticas Corporativas y las disposiciones legales han afectado el gobierno corporativo, que fue uno de los principales objetivos de esta reforma. Estos resultados se presentan en la parte C del cuadro 3. Nuestros hallazgos indican que las empresas mexicanas hicieron cambios visibles en cuanto a la integración de sus consejos de administración. Como se muestra, podemos observar que las empresas expandieron el tamaño de sus consejos de administración de un promedio de 11 puestos durante el primer año de la reforma a 13 puestos en el quinto año. Otro cambio importante respecto a la integración del consejo se dio en el número de puestos de consejeros independientes. El porcentaje de puestos independientes en los consejos aumentó de 31% al inicio de la reforma a 45% en el último año del que se tiene información disponible, lo

cual representa un cambio incremental de alrededor de 14%. En contraste, también observamos que la proporción de puestos del consejo afiliados —es decir, aquellos puestos del consejo ocupados por miembros de las familias controladoras, gerentes y personas con vínculos cercanos a la empresa— disminuyó de 69 a 55% en 2000 y 2004, respectivamente. Nuestro análisis también indica que el porcentaje de puestos del consejo ocupados por gerentes con vínculos cercanos a las familias controladoras disminuyó de 13 a 9 durante el periodo de análisis, lo cual representa una disminución de 31% (no tabulados). Una observación importante es que en muchos casos estos cambios se realizaron antes de que se impusieran las disposiciones legales de la Ley del Mercado de Valores de 2001, la cual, como recordará el lector, hizo que varias de las recomendaciones acerca de la integración de los consejos de administración ya no fueran voluntarias, sino obligatorias.<sup>17</sup>

Analicemos ahora si el control ejercido por la familia y los agentes internos reprime los esfuerzos por cumplir con la reforma de gobierno corporativo. Consideraremos que es importante investigar este asunto dados los problemas de agencia relacionados con la propiedad concentrada. Como se comentó líneas arriba, son obvios los problemas de agencia con la alta concentración de accionistas internos (es decir, consejos de administración controlados por familias), lo cual puede disuadir cualquier esfuerzo por mejorar el gobierno corporativo.<sup>18</sup> En un esfuerzo por determinar si la estructura preponderante de alta concentración de la propiedad en manos de familias y agentes internos influye en las decisiones para adherirse a las recomendaciones del Código, dividimos las empresas en cuatro grupos con base en la concentración de la propiedad que mantienen los accionistas mayoritarios en cada empresa. Concretamente, formamos niveles con base en los siguientes criterios: concentración de la propiedad nula, baja, media o alta si los accionistas mayoritarios tienen 0, menos de 25, entre 25 y 50% y 50% o más del total de las acciones con derecho a voto.<sup>19</sup>

<sup>17</sup> El Código recomendó limitar el tamaño de los consejos de administración a entre 5 y 20 consejeros, y tener al menos 20% de consejeros independientes (externos). Las disposiciones legales establecieron un tope al número de puestos en el consejo de un máximo de 20 consejeros y aumentó la proporción de consejeros independientes a 25 por ciento.

<sup>18</sup> Como destacan Jensen y Meckling (1976), existen beneficios privados derivados del ejercicio del control corporativo. En este caso, los accionistas mayoritarios tienen un interés particular en oponerse a la adhesión al Código como una manera de continuar la expropiación de los recursos corporativos a expensas de los accionistas minoritarios.

<sup>19</sup> También corrimos nuestro análisis con un umbral de entre 0 y 10% de concentración de la propiedad “baja” y nuestros resultados son cualitativamente similares a los que se registran en el cuadro 4.

Estos resultados se presentan en el cuadro 4. Como se observa, independientemente de la concentración de la propiedad en manos de los accionistas mayoritarios, los cambios hechos por el gobierno corporativo son robustos. Las cuatro carteras de empresas muestran una pauta similar de mayor adhesión a las disposiciones del Código. A pesar de que los cuatro grupos de propiedad difieren en cuanto al grado de cumplimiento durante el primer año de adhesión, los cuatro grupos muestran un grado similar de cumplimiento hacia los últimos años del periodo de la muestra. La diferencia entre los niveles 0 y alto de concentración de la propiedad no es estadísticamente significativa para ninguno de los cinco años (2000–2004). Esto apoya aún más la conclusión de que la adhesión al Código mejoró drásticamente con el tiempo, independientemente de la concentración de la propiedad. Tomados en conjunto, estos hallazgos ofrecen apoyo empírico a la hipótesis 1. Las empresas mexicanas muestran cambios positivos en el gobierno corporativo y de manera voluntaria se adhirieron a la mayoría de las recomendaciones del Código y las disposiciones legales, independientemente de su concentración de la propiedad.

## *2. Análisis del desempeño y la evaluación de las empresas (hipótesis 2 y 3)*

Predecimos que el desempeño y las evaluaciones de las empresas habrán de mejorar a medida que haya una mayor adhesión al Código y a las disposiciones legales que le sigan. Para poner esto a prueba, hacemos una regresión del rendimientos sobre activos (RSA), nuestro sustituto para el desempeño empresarial, y de la Q de Tobin, nuestro sustituto para el valor de la empresa, como una función de la calificación de gobierno corporativo, el tamaño del consejo de administración y el porcentaje de consejeros independientes, más los controles. Estimamos nuestras regresiones principalmente mediante el uso de cambios en las variables, pero también presentamos los resultados empleando variables del nivel.<sup>20</sup> Calculamos el cambio para cada variable.<sup>21</sup>

<sup>20</sup> Estudios relacionados indican que la prueba causal ideal para analizar el vínculo entre el gobierno corporativo y el desempeño debería incorporar cambios en la métrica de desempeño subyacente con regresiones de los cambios en la métrica de gobierno corporativo (véase Core, Guay y Rusticus 2006). Según los pasos de este estudio, estimamos nuestras regresiones principales utilizando primordialmente los cambios tanto en las variables dependientes como en las independientes.

<sup>21</sup> Restringimos nuestra muestra a las empresas de las que tenemos información completa para este periodo, lo que en algunos casos ocasiona que nuestras regresiones reduzcan la muestra de referencia de 107 empresas. Si se introdujera algún sesgo potencial, se trataría de un sesgo de supervivencia, lo cual podría predisponer los hallazgos de relaciones más sólidas entre un cambio en el RSA y un cambio en la calificación.

**CUADRO 4. Evolución de la adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas por medio de los distintos grados de concentración de la propiedad<sup>a</sup>**

Grado de concentración de la propiedad	Número de empresas	2000	2001	2002	2003	2004	Diferencia 2004-2000
Concentración nula	2	0.65	0.71	0.77	0.88	0.89	0.24***
Concentración baja	16	0.70	0.68	0.67	0.79	0.82	0.11*
Concentración mediana	13	0.61	0.72	0.77	0.83	0.83	0.23***
Concentración alta	74	0.67	0.73	0.76	0.82	0.82	0.15***
Promedio global		0.66	0.72	0.76	0.82	0.82	0.16***
Diferencia entre concentración nula y concentración alta		0.01	0.02	-0.01	-0.06	-0.07	
Estadístico <i>t</i>		(0.44)	(0.31)	(-0.16)	(-0.94)	(-0.99)	

<sup>a</sup> Este cuadro registra la evolución de la adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas con base en distintos grados de concentración de la propiedad accionaria. Los valores por los años representan la calificación de gobierno corporativo, o el grado de adhesión en términos porcentuales a la totalidad de las disposiciones del Código. Las diferencias de medias en la calificación de gobierno corporativo entre 2000 y 2004 se calculan mediante la prueba paramétrica *t*. Respecto a la calificación de gobierno corporativo, \*, \*\* y \*\*\*, denotan significancia a los niveles del 10, 5 y 1%, respectivamente. La clasificación de los niveles de propiedad se basa en los siguientes criterios: concentración nula, baja, mediana y alta si los accionistas mayoritarios (familias, agentes internos) poseen 0%, menos de 25%, entre 25 y 50% y más de 50% de todas las acciones con derecho a voto de cada empresa de la muestra, respectivamente.

El siguiente modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) con ajuste para la autocorrelación se emplea para analizar la relación entre los cambios en el gobierno corporativo y el desempeño empresarial:

$$\begin{aligned} \Delta RSA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta CALIFICACIÓN\_GOB_{it} + \\ & + \beta_2 \Delta TAMAÑO\_CONSEJO_{it} + \beta_3 \Delta CONSEJEROS\_IND_{it} + \\ & + \beta_4 \Delta LOG\_ACTIVOS_{it} + \beta_5 \Delta APALANCAMIENTO_{it} + \\ & + \Delta Q\_TOBIN_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

Para investigar la relación que existe con el valor de la empresa se emplea un modelo similar:

$$\begin{aligned} \Delta Q\_TOBIN_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta CALIFICACIÓN\_GOB_{it} + \\ & + \beta_2 \Delta TAMAÑO\_CONSEJO_{it} + \beta_3 \Delta CONSEJEROS\_IND_{it} + \\ & + \beta_4 \Delta LOG\_ACTIVOS_{it} + \beta_5 \Delta APALANCAMIENTO_{it} + \\ & + \beta_6 \Delta RSA_{it} + u_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

en que, para la empresa muestra *i*,

$\Delta RSA$  = cambio en el RSA de 2000 a 2004; RSA calculado como el ingreso neto antes de partidas extraordinarias y especiales, más gastos de intereses, dividido entre los activos totales que se tenían al inicio del ejercicio;

$\Delta Q\_TOBIN$  = cambio en la Q de Tobin de 2000 a 2004; calculado como la suma de los activos totales, la capitalización bursátil total y los impuestos diferidos, menos el valor en libros de las acciones, dividido entre los activos totales que se tenían al inicio del ejercicio;

$\Delta CALIFICACIÓN\_GOB$  = cambio en la calificación de gobierno corporativo del año 2000 al 2004; calculado como el número total de criterios cumplidos según el Código al cierre del ejercicio fiscal dividido entre 55 (se agrega un valor de 1 a la calificación por adherirse a las disposiciones del Código);

$\Delta TAMAÑO\_CONSEJO$  = cambio en el número total de puestos en el consejo de administración de 2000 a 2004;

$\Delta CONSEJEROS\_IND$  = cambio en el porcentaje de consejeros independientes de 2000 a 2004; calculado como el número de consejeros independientes dividido entre el número total de consejeros miembros del consejo de administración;

$\Delta LOG\_ACTIVOS$  = cambio en los activos totales de 2000 a 2004; calculado como el logaritmo natural de los activos totales en pesos, y

$\Delta APALANCAMIENTO$  = cambio en el apalancamiento de 2000 a 2004; calculado como la deuda total dividida entre los activos totales.

También volvimos a estimar los modelos anteriores usando cada una de las tres submuestras de empresas y con base en las tres características descritas línea arriba: concentración de la propiedad, cambio relativo en la estructura de gobierno de las empresas y tamaño de las empresas. Nuestra conjetura es que si las características específicas tanto del mercado mexicano como del país (por ejemplo, el entorno de propiedad concentrada,

la falta de protección a los inversionistas, el sistema jurídico endeble y la aplicación laxa de las leyes de valores) desempeñan un papel más significativo que las características de las empresas, entonces esperaríamos encontrar una relación entre el gobierno corporativo y el desempeño para cierto tipo de empresas. En particular, predecimos que la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño será más fuerte para las empresas que tienen una baja concentración de la propiedad, aquellas que llevaron a cabo cambios considerables en su estructura de gobierno y las empresas más pequeñas.

### *3. Resultados de la regresión de los efectos del gobierno corporativo en el desempeño empresarial (RSA)*

La parte A del cuadro 5 presenta los resultados de la regresión del RSA para la muestra completa y tres submuestras. Como se observa, el coeficiente de los cambios en la calificación de gobierno corporativo ( $\Delta\text{CALIFICACIÓN\_GOB} = -0.25$ , estadístico  $t = -0.09$ ) no es significativamente distinto de 0, lo que sugiere que incluso para las empresas que tuvieron variaciones significativas en el cumplimiento al paso del tiempo, no hay una relación significativa entre los cambios en el gobierno corporativo con el RSA para la muestra completa. De la misma manera, los coeficientes para los cambios en el tamaño del consejo ( $\Delta\text{TAMAÑO\_CONSEJO} = 0.10$ , estadístico  $t = 0.67$ ) y los cambios en el porcentaje de consejeros independientes ( $\Delta\text{CONSEJEROS\_IND} = -1.09$ , estadístico  $t = -0.36$ ) tampoco son significativos. Al parecer los cambios en el RSA son impulsados principalmente por el apalancamiento ( $\Delta\text{APALANCAMIENTO} = -12.51$ , estadístico  $t = -3.32$ ). En la parte B se observan resultados similares para las regresiones de niveles. Ninguno de los coeficientes anteriores es diferente de 0 para la muestra completa. Estos hallazgos sugieren que los cambios positivos observados en el cumplimiento del gobierno corporativo y los cambios obligatorios en la integración del consejo no se traducen en mejoras en el desempeño.<sup>22</sup>

En un esfuerzo por determinar si la falta de relación entre el desempeño y las mejoras en el gobierno corporativo podría variar a lo largo de ciertas características de las empresas, volvimos a estimar nuestra regresión

<sup>22</sup> Una preocupación válida es la presencia de multicolinearidad en los regresores, particularmente en este caso en el que la variable dependiente RSA es también una variable de predicción del modelo de la Q de Tobin, y viceversa, en el otro modelo.

**CUADRO 5. Regresiones de MCO del rendimiento de activos de la adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas y a las disposiciones acerca de los consejos de administración<sup>a</sup>**

Variable independiente ( $\Delta$ )	Total de la muestra	Grado de concentración de la propiedad		Calificación de cumplimiento de gobierno corporativo		Tamaño de la empresa (activos)	
		Baja	Alta	Baja	Alta	Pequeña	Grande
<b>A. Regresiones sobre los cambios en el rendimiento de activos (diferencia en el RSA entre 2004 y 2000)</b>							
INTERSECCIÓN	0.44 (0.42)	-0.31 (-0.28)	0.18 (0.15)	(0.24) 0.87	(0.61) (-0.56)	-1.46 (-0.61)	2.23 (1.28)
$\Delta$ CALIFICACIÓN_GOB	-0.25 (-0.09)	7.47* (1.57)	(0.30) 0.07	(0.17) (0.10)	(0.21) (0.53)	0.45 (1.45)	-0.15 (-0.82)
$\Delta$ TAMAÑO_CONSEJO	0.10 (0.67)	-0.24 (-0.85)	(0.38) -27.3	(0.53) -1.47	(0.42) -2.13	1.45 (2.34)	-0.19 (-0.30)
$\Delta\%$ CONSEJEROS_IND	-1.09 (-0.36)	-27.3 (-1.31)	(-0.45) 1.55	(-0.06) 1.32	(0.35) 1.29	-4.82 (-1.10)	-2.19 (-0.69)
$\Delta$ LOG_ACTIVOS	1.29 (0.79)	(0.79)	(0.79)	(0.69) 0.66	2.95 (0.66)	0.03 (0.01)	0.63 (0.24)
$\Delta$ APALANCAMIENTO	-12.51*** (-3.32)	-12.08** (-2.47)	-13.31*** (-3.31)	-11.27*** (-3.04)	-25.7** (-1.62)	-15.1** (-1.71)	-12.9* (-3.70)
$\Delta$ Q de Tobin	0.46* (1.40)	10.79* (1.61)	0.40 (1.23)	0.40 (1.25)	5.01 (1.12)	1.72 (0.32)	0.40 (0.99)
$R^2$ ajustado	0.13	0.12	0.13	0.12	0.29	0.19	0.20
Número de observaciones	107	18	79	48	35	44	43
<b>B Regresiones de niveles sobre el nivel de rendimiento económico<sup>b</sup></b>							
Variable independiente		Baja	Media	Alta	Baja	Media	Alta
INTERSECCIÓN	-9.65 (-0.43)	104.1 (4.54)	-1.66 (-0.10)	18.2 (0.52)	41.2 (0.89)	-20.5 (-0.57)	-45.6 (-1.06)
CALIFICACIÓN_GOB	-0.87 (-0.33)	12.8* (1.84)	15.6** (2.49)	3.25 (1.08)	-15.6 (-0.95)	-8.79** (-2.2)	7.59** (1.98)
TAMAÑO_CONSEJO	-0.07 (-0.17)	0.42 (1.59)	-2.05 (-0.93)	0.04 (0.09)	0.22 (0.33)	-0.10 (-0.23)	0.05 (0.07)
%DIRECTORES_IND	4.06 (0.52)	3.69 (0.43)	-5.79 (-0.14)	7.0 (0.85)	3.65 (0.54)	-2.12 (-0.25)	13.7 (0.79)

<i>LOG_ACTIVOS</i>	1.42	-5.07***	4.31	-0.74	-1.54	2.74	3.14	-0.56	7.30	-0.50
(0.98)	(-3.15)	(0.46)	(-0.33)	(-0.55)	(1.22)	(1.1)	(-0.14)	(0.97)	(-0.19)	
<i>APALANCIAMIENTO</i>	-20.7***	-29.6***	-37.7***	-14.8***	-10.9	-26.1***	-33.7***	-17.5***	-16.9***	-20.8***
(-5.95)	(-3.74)	(-2.68)	(-3.85)	(-1.17)	(-5.1)	(-5.92)	(-3.33)	(-3.61)	(-4.40)	
<i>LOG_Q_TOBIN</i>	2.06*	13.3***	-1.17	2.42*	2.71	2.64	-0.14	1.65	7.01***	9.56***
(1.81)	(5.79)	(-0.15)	(1.87)	(0.93)	1.59	(-0.05)	(0.95)	(3.37)	(4.49)	
R <sup>2</sup> Ajustado	0.14	0.81	0.50	0.10	0.18	0.18	0.31	0.17	0.24	0.39
Número de observaciones	595	50	75	405	85	250	160	280	195	145

a Todas las regresiones emplean el modelo de dos efectos aleatorios para controlar por la heteroscedasticidad y la correlación en serie. Las regresiones de MCO de los cambios en el rendimiento de activos (RSA) con los cambios la adhesión al Código de mejores prácticas corporativas y a las disposiciones legales en cuanto a la integración de los consejos de administración para la muestra completa y para las submuestras con base en la concentración de la propiedad, el grado de adhesión al Código (cambio porcentual en la calificación de gobierno corporativo) y el tamaño de la empresa. Todos los cambios se calculan como la diferencia en la variable respectiva entre 2004 y 2000. *ACTUALIZACIÓN\_GOB* representa el cambio en la calificación de gobierno corporativo, calculado como la suma del número de disposiciones del Código con las que cumple una empresa, dividido entre 55. *ATAMAÑO\_CONSEJO* es el cambio en el número de consejeros.  $\Delta\%CONSEJEROS_IND$  representa el cambio porcentual en el número de consejeros independientes que hay en el consejo de administración. *LOG\_ACTIVOS* es el logaritmo natural de los activos totales. *ΔAPALANCAMIENTO* se calcula como la suma de la deuda a corto plazo y la deuda a largo plazo, dividida entre los activos totales al cierre del ejercicio. Q de Tobin = (activos totales + capitalización bursátil + impuestos diferidos - valor en libros del capital social), dividido entre los activos totales al cierre del ejercicio. La clasificación del grado de concentración de la propiedad es la siguiente: baja si el porcentaje total de acciones con derecho a voto que poseen las familias o los agentes internos es  $\leq 25\%$ ; alta si es  $> 25\%$ . La clasificación de cumplimiento del gobierno corporativo, calculada como el cambio en la calificación de gobierno corporativo entre 2000 y 2004, es la siguiente: bajo cumplimiento si el cambio en la calificación de gobierno corporativo es  $\leq 0.4\%$  (percentil 75), alto si el cumplimiento es  $> 0.4\%$ . La clasificación del tamaño de la empresa es la siguiente: pequeña si los activos totales son de  $< 8.9$  millones de pesos (valor de la media en el año 2004), o grande si los activos totales son de  $\geq 8.9$  millones de pesos. Los estadísticos *t*, estimados con errores estándar heteroskedásticos, se presentan entre paréntesis. Los valores que aparecen en cursivas son significativos al nivel de 10% o mayor. \*\* y \*\*\* denotan significancia a los niveles del 10, 5 y 1%, respectivamente.

b Todas las regresiones emplean el modelo de dos efectos aleatorios para controlar por la heteroscedasticidad y la correlación en serie. Regresiones de MCO del nivel de los rendimientos de activos (RSA) con el Código de gobierno corporativo y las disposiciones legales acerca de la integración de los consejos de administración para el total de la muestra y las submuestras de empresas para el periodo 2000-2004. Dado que el tamaño de la muestra aumenta considerablemente a partir del modelo de regresión anterior que emplea los cambios en las variables, esto nos permite ampliar el rango en cada submuestra y, por ende, incluir una categoría mediana para los criterios de la submuestra. Consultese la definición de las variables en la nota a. La clasificación del grado de concentración de la propiedad es la siguiente: baja si el porcentaje total de acciones con derecho a voto que poseen las familias o los agentes internos es  $0 < 25\%$ , mediana si es  $25\% \leq 50\%$ , alta si es  $> 50\%$ . La clasificación de la calificación de cumplimiento del gobierno corporativo, calculada como el cambio en la calificación de gobierno corporativo entre 2000 y 2004 es la siguiente: cumplimiento bajo si el cambio en la calificación de gobierno corporativo es  $0 \leq 30\%$ , mediano si es  $30 \leq 50\%$ , cumplimiento alto si  $> 50\%$ . La clasificación del tamaño de la empresa es la siguiente: pequeña si los activos totales son de  $< 7$  millones de pesos, mediana si son de  $7 < 21$  millones de pesos (percentil 75), grande si los activos totales son de  $> 20$  millones de pesos. Los estadísticos *t*, estimados con errores estándar heteroskedásticos se presentan entre paréntesis. Los valores que aparecen en cursivas son significativos al nivel de 10 por ciento o más. \*, \*\* y \*\*\* denotan significancia a los niveles del 10, 5 y 1%, respectivamente.

de los tres criterios descritos líneas arriba.<sup>23</sup> Los resultados de estas regresiones también se presentan en el cuadro 5 junto con los resultados de la muestra completa. Como se muestra en la parte A del cuadro 5, las empresas que tienen un nivel difuso de concentración de la propiedad presentan una relación positiva entre los cambios en la calificación de gobierno corporativo y el RSA para ambas regresiones. Aunque es marginal y quizás insignificante económicamente hablando, el coeficiente del cambio en la calificación de gobierno corporativo es positivo y estadísticamente significativo ( $\Delta\text{CALIFICACIÓN\_GOB} = 7.47$ , estadístico  $t = 1.57$ ) con cambios en el RSA así como en el nivel RSA ( $\text{CALIFICACIÓN\_GOB} = 12.8$ , estadístico  $t = 1.84$ ). El coeficiente para  $\Delta\text{CALIFICACIÓN\_GOB}$  también es significativamente positivo para las empresas que presentan una concentración baja de la propiedad con nivel RSA. De este modo, es posible que en el caso de las empresas que presentan una concentración de la propiedad baja, las mejoras en el gobierno corporativo hayan reducido los costos de agencia; como resultado, están mejor gobernadas y sujetas a una menor extracción de beneficios privados de los agentes internos, lo que da como resultado un RSA mayor. De otra manera, este resultado también podría significar que los beneficios relacionados con la mejora del desempeño operativo exceden los costos en la comutación cuando las empresas de baja concentración mejoran sus estructuras internas de gobierno corporativo, o en ausencia del control de un gerente-propietario (es decir, accionistas internos), la solidez del gobierno corporativo genera resultados significativos en el desempeño, ya que es posible que los costos del cumplimiento sean menores que aquellos de adoptar medidas más costosas para reducir los costos de agencia.

Los coeficientes de las submuestras restantes no presentan ninguna dife-

<sup>23</sup> Dividimos la muestra entre concentración familiar baja y alta y utilizamos un umbral de 25% (o mayor) del total de las acciones con derecho a voto para clasificar la concentración de los accionistas mayoritarios como alta. Asimismo, dividimos la muestra en relación con la magnitud de los cambios en la calificación de gobierno corporativo con base en el grado de cumplimiento entre 2000 y 2004. Si la calificación de gobierno corporativo cambió en más de 40% (el tercer cuartil de nuestra muestra) durante ese periodo, entonces las empresas se clasificaron como de cumplimiento alto, por lo que en consecuencia denotaron tener un gobierno más sólido (cumplimiento alto). Las empresas que están por debajo de este umbral se clasificaron como de gobierno débil (cumplimiento bajo). Nuestro tercer y último enfoque divide la muestra con base en el tamaño de las empresas, utilizando la mediana de los activos totales en 2004 (8.9 millones de pesos) como el umbral de división. Asimismo, dividimos la muestra con base en la mediana del cambio porcentual en la calificación de gobierno corporativo. Las empresas que se encuentran por encima (por debajo) de la mediana de las calificaciones de gobierno corporativo se clasifican como de mejor (peor) gobierno. Además, corrimos análisis de sensibilidad con distintos rangos de los activos totales. Nuestros resultados fueron cualitativamente iguales a los que se presentan en el cuadro 5.

rencia estadística entre las empresas que tienen un grado de cumplimiento bajo y las que tienen un grado de cumplimiento alto, ni tampoco entre las empresas grandes y pequeñas con cambios en el RSA. En suma, salvo por nuestros hallazgos relacionados con las empresas con baja concentración de la propiedad, ya sea con alto grado de adhesión al Código o las disposiciones legales en torno al consejo, no hay relación con el RSA para la muestra de empresas en general. Tomados en conjunto, estos resultados no apoyan la hipótesis dos más que parcialmente.

#### *4. Resultados de los efectos del gobierno corporativo en la evaluación de las empresas (Q de Tobin)*

El cuadro 6 presenta resultados para las regresiones de la Q de Tobin empleando cambios en la Q de Tobin (parte A) y el logaritmo de la Q de Tobin (parte B). Estos resultados coinciden con nuestros hallazgos anteriores derivados de las regresiones del RSA. Las estimaciones del coeficiente para las tres variables de interés: los cambios en la calificación de gobierno corporativo ( $\Delta$ CALIFICACIÓN\_GOB), la proporción de consejeros independientes ( $\Delta$ CONSEJEROS\_IND) y el tamaño del consejo de administración ( $\Delta$ TAMAÑO\_CONSEJO), son todas estadísticamente insignificantes en cuanto a los cambios o al nivel de la Q de Tobin para la muestra completa. Una vez más, no documentamos ninguna relación entre la adhesión al Código ni tampoco los cambios obligatorios en los consejos corporativos y el valor de la empresa para la muestra en general. Sin embargo, nuestros resultados de las regresiones efectuadas en las tres submuestras revelan información interesante. Tal como en el caso del RSA, hallamos una relación positiva entre cambios mayores en el cumplimiento del gobierno corporativo ( $\Delta$ CALIFICACIÓN\_GOB) y el valor de la empresa para las empresas que presentan una baja concentración de la propiedad en manos de agentes internos y/o familiares en la regresión con cambios en la Q de Tobin. También se observan resultados similares para los coeficientes estimados en el tamaño del consejo ( $\Delta$ TAMAÑO\_CONSEJO) y para la proporción de consejeros independientes ( $\Delta$ CONSEJEROS\_IND). Las tres estimaciones del coeficiente son positivas y significativas al 5% o mayor, lo que sugiere que las empresas que tienen una concentración baja de propiedad de agentes internos presentan evaluaciones más altas. Quizá los participantes del mercado reconocen los cambios observados en el gobierno corporativo como

**CUADRO 6. Regresiones de MCO de la Q de Tobin sobre la adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas y a las disposiciones acerca de los consejos de administración<sup>a</sup>**

Variable independiente ( $\Delta$ )	Total de la muestra	Grado de concentración de la propiedad		Calificación de cumplimiento de gobierno corporativo		Tamaño de la empresa (activos)	
		Baja	Alta	Baja	Alta	Pequeña	Grande
<b>A. Regresiones de los cambios en la Q de Tobin (diferencia en la Q de Tobin entre 2000 y 2004)</b>							
INTERSECCION	-0.25 (-1.02)	-0.11 (-1.41)	-0.34 (-1.19)	-0.17 (-0.64)	-0.47 (-1.22)	0.17* (1.98)	0.44 (1.11)
CALIFICACIÓN_GOB	0.65 (1.03)	0.35** (2.25)	0.69 (1.03)	0.40 (0.41)	0.47 (0.98)	-0.28 (-1.72)	0.88 (1.21)
ATAMAÑO_CONSEJO	0.02 (0.48)	0.02** (2.21)	0.03 (0.44)	0.16 (0.31)	-0.04 (-1.04)	-0.01 (-0.29)	0.06 (0.89)
%CONSEJEROS_IND	-0.86 (-0.79)	2.84** (9.74)	-1.12 (-0.94)	-0.84 (-0.75)	0.19 (0.48)	0.31 (1.35)	-2.34 (-1.21)
LOG_ACTIVOS	-1.86 (-1.87)	-0.4 (-0.19)	-1.88** (-1.86)	-2.10* (-1.86)	-0.48** (-2.95)	0.21* (1.84)	-3.09** (-2.43)
APALANCAMIENTO	1.75 (1.48)	1.88** (2.70)	1.44 (1.16)	2.21 (1.59)	-0.13 (-0.11)	0.07 (0.25)	1.99 (1.03)
RSAA	0.03* (1.64)	0.03* (1.64)	0.03 (1.34)	0.04 (1.33)	0.02 (1.01)	0.00 (0.31)	0.05 (1.16)
R <sup>2</sup> ajustado	0.35	0.51	0.36	0.37	0.65	0.16	0.54
Número de observaciones	95	18	79	48	35	44	43
<b>B. Regresiones de niveles sobre log(Q de Tobin)<sup>b</sup></b>							
INTERSECCION	-2.14* (-1.84)	-6.59** (-5.54)	-6.15** (-2.2)	-2.8** (-1.93)	-1.06 (-0.45)	7.65** (3.76)	-2.51* (-1.09)
CALIFICACIÓN_GOB	-0.15 (-0.93)	0.10 (0.24)	-0.22* (-1.86)	-0.17 (-1.34)	-1.46* (-1.79)	0.03 (0.18)	-0.13 (-1.05)
ATAMAÑO_CONSEJO	0.00 (0.11)	0.00 (-0.03)	0.06 (1.56)	0.01 (0.54)	0.06 (1.56)	-0.01 (-0.16)	0.01 (0.26)
%CONSEJEROS_IND	0.15 (0.47)	-0.64 (-1.36)	-0.56 (-0.71)	0.22 (0.75)	0.40 (1.20)	1.41** (2.03)	0.39 (0.75)
Variable independiente		Baja	Media	Alta	Baja	Media	Alta

<i>LOG_ACTIVOS</i>	0.20***	0.40***	0.25	0.14	0.06	-0.47***	0.14	0.51***	-0.55	0.17
(2.69)	(5.68)	(1.49)	(1.52)	(0.39)	(-3.74)	(1.6)	(3.32)	(-1.39)	(1.49)	
<i>APALANCIAMIENTO</i>	0.08	0.53	0.14	0.33**	-0.40	0.31	0.06	0.24	0.49*	0.30
(0.38)	(1.00)	(0.53)	(2.02)	(-0.83)	(1.28)	(0.29)	(1.09)	(1.92)	(1.44)	
<i>RSA</i>	0.01*	0.04***	0.01	0.01**	0.01	0.01*	0.02	0.01**	0.02**	
(1.84)	(5.78)	(-0.12)	(2.05)	(0.93)	(1.76)	(0.19)	(0.93)	(2.11)	(4.69)	
<i>R<sup>2</sup> ajustado</i>	0.04	0.83	.35	.06	0.46	0.19	0.07	0.20	0.08	0.26
Número de observaciones	595	50	75	405	85	250	160	280	195	145

a Todas las regresiones emplean el modelo de dos efectos aleatorios para controlar por la heteroscedasticidad y la correlación en serie. Regresiones de MCO de los cambios en los rendimientos de activos (RSA) con los cambios en el cumplimiento del Código de Gobierno Corporativo y de las disposiciones legales acerca de la integración de los consejos de administración para la muestra completa y para las submuestras con base en la concentración de la propiedad, el grado de cumplimiento del Código (cambio porcentual en la calificación de gobierno corporativo) y el tamaño de la empresa. Todos los cambios se calculan como la diferencia en la variable respectiva entre 2004 y 2000. La Q de Tobin se calculó como activos totales + capitalización bursátil + impuestos diferidos – valor en libros del capital social, dividida entre los activos totales al cierre del ejercicio. *ACALIFICACION\_GOB* representa el cambio en la calificación de gobierno corporativo, calculado como la suma del número de disposiciones del Código con las que cumple una empresa, dividido entre 55. *ATAMAÑO\_CONSEJO* es el cambio en el número de consejeros. *%DIRECTORES\_IND* denota el cambio porcentual en el número de consejeros independientes en el consejo de administración. *ALOG\_ACTIVOS* es el logaritmo natural de los activos totales. *APALANCIAMIENTO* se calcula como la suma de la deuda a corto plazo y de largo plazo, dividida entre los activos totales al cierre del ejercicio. La clasificación del grado de concentración de la propiedad es la siguiente: baja si el porcentaje total de acciones con derecho a voto que poseen las familias o los agentes internos es  $\leq 25$ ; alta si es  $> 25$ . La clasificación de la calificación de cumplimiento del gobierno corporativo, calculada como el cambio en la calificación de gobierno corporativo entre 2000 y 2004 es la siguiente: cumplimiento bajo si el cambio en la calificación de gobierno corporativo es  $\leq 40\%$  (percentil 75), cumplimiento alto si  $> 40\%$ . La clasificación del tamaño de la empresa es la siguiente: pequeña si los activos totales son de  $< 8.9$  millones de pesos (mediana en el año 2004), o grande si los activos totales son de  $\geq 8.9$  millones de pesos. Los estadísticos *t*, estimados con errores estándar heteroskedásticos, se presentan entre paréntesis. Los valores que aparecen en cursivas son significativos al nivel de 10% o mayor.

\* , \*\* y \*\*\* denotan significancia a los niveles del 10, 5 y 1 por ciento, respectivamente.  
b Todas las regresiones emplean el modelo de dos efectos aleatorios para controlar por la heteroscedasticidad y la correlación en serie. Regresiones de MCO del rendimiento de activos (RSA) con el Código de Mejores Prácticas Corporativas y las disposiciones legales acerca de la integración de los consejos de administración para el total de la muestra y las submuestras de empresas para el período 2000-2004. Dado que el tamaño de la muestra aumenta considerablemente desde el modelo de regresión anterior que emplea los cambios en las variables, esto nos permite ampliar el rango en cada submuestra y, por ende, incluir una categoría mediana para los criterios de la submuestra. Consulte la definición de las variables en la nota a. La clasificación del grado de concentración de la propiedad es la siguiente: baja si el porcentaje total de acciones con derecho a voto que poseen las familias o los agentes internos es  $0 < 25$ , mediana si es  $25 \leq 50$ , alta si es  $> 50\%$ . La clasificación de la calificación de cumplimiento del gobierno corporativo, calculada como el cambio en la calificación de gobierno corporativo entre 2000 y 2004 es la siguiente: cumplimiento bajo si el cambio en la calificación de gobierno corporativo es  $0 \leq 30\%$ , mediano  $30 \leq 50\%$ , cumplimiento alto si  $> 50\%$ . La clasificación del tamaño de la empresa es la siguiente: pequeña si los activos totales son de  $< 7$  millones de pesos, mediana si son de  $7$  millones de pesos  $< 2$  millones de pesos (percentil 75), grande si los activos totales son de  $> 50$  millones de pesos. Los estadísticos *t*, estimados con errores estándar heteroskedásticos, se presentan entre paréntesis. Los valores que aparecen en cursivas son significativos al nivel de 10 por ciento o más. \* , \*\* y \*\*\* denotan significancia a los niveles del 10, 5 y 1%, respectivamente

CUADRO 7. Análisis de sensibilidad<sup>a</sup>

Variable	Cambio en el RSA	Nivel de RSA
A. Regresiones de los cambios en el RE y nivel de RE (excluyendo la Q de Tobin como variable de predicción en el modelo de regresión)		
INTERSECCIÓN	-40.5*** (-3.06)	16.3 (0.46)
ΔCALIFICACIÓN_GOB	-7.48 (-1.05)	-2.2 (-0.86)
ΔTAMAÑO_CONSEJO	-0.44 (-1.33)	0.73* (1.70)
Δ%CONSEJEROS_IND	6.35 (1.18)	-0.65 (-0.08)
ΔLOG_ACTIVOS	2.62*** (3.01)	0.88 (0.44)
ΔAPALANCAMIENTO	-2.23** (-2.06)	-7.2* (-1.7)
R <sup>2</sup> ajustado	0.08	0.12
Número de observaciones	95	595
	Cambio en la Q de Tobin	Nivel de la Q de Tobin
B. Regresiones de los cambios en la Q de Tobin y Log(Q de Tobin) (excluye el RSA como variable de predicción en el modelo de regresión)		
INTERSECCIÓN	2.16 (1.44)	-0.91 (-0.36)
ΔCALIFICACIÓN_GOB	0.20 (0.40)	0.21 (1.18)
ΔTAMAÑO_CONSEJO	-0.05 (-1.18)	0.04 (0.23)
Δ%CONSEJEROS_IND	-0.98 (-1.21)	0.00 (0.27)
ΔLOG_ACTIVOS	(0.06) (0.50)	0.19 (1.4)
ΔAPALANCAMIENTO	-0.82* (-1.85)	0.30 (1.17)
R <sup>2</sup> ajustado	0.04	.07
Número de observaciones	95	595

<sup>a</sup> Regresiones del RSA y de la Q de Tobin de la calificación de gobierno corporativo y las disposiciones legales acerca de los consejos de administración (excluye el RSA y la Q de Tobin como variables de predicción). Este cuadro presenta las regresiones de MCO entre el rendimiento operativo de las empresas (medido según el cambio en el rendimiento de activos, RSA) y el valor de las empresas (medido por la Q de Tobin) con los cambios en el grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas y las disposiciones legales acerca de la integración de los consejos de administración. La parte A presenta los resultados de las regresiones con cambios en las variables dependientes e independientes y excluye el RSA y la Q de Tobin como variables de predicción. La parte B presenta las regresiones de niveles. Las regresiones se estiman para el total de la muestra de empresas. Los errores estándar Newey-West se muestran entre paréntesis. Todos los cambios se calculan como la diferencia en la variable respectiva entre 2000 y 2004. ΔCALIFICACIÓN\_GOB representa el cambio en la calificación de gobierno corporativo, calculado como la suma del número de disposiciones del Código con las que cumple una empresa, dividido entre 55. ΔTAMAÑO\_CONSEJO es el cambio en el número de consejeros del consejo de administración. Δ%CONSEJEROS\_IND denota el cambio porcentual en el número de consejeros independientes en el consejo de administración. ΔLOG\_ACTIVOS es el logaritmo natural de los activos totales. ΔAPALANCAMIENTO se calcula como la suma de la deuda de corto plazo y la de largo plazo, dividida entre los activos totales al cierre del ejercicio. \*, \*\* y \*\*\* denotan significancia a los niveles del 10, 5 y 1%, respectivamente.

algo positivo en el caso de empresas con baja propiedad controladora por los motivos mencionados líneas arriba. También hallamos que el coeficiente de  $\Delta$ CALIFICACIÓN\_GOB es negativo y significativo para la submuestra de empresas pequeñas. Es posible que en el caso de las empresas pequeñas, los costos de cumplimiento y de transformar la estructura de gobierno de la empresa excedan los beneficios relacionados con tener un mejor gobierno y/o un mayor cumplimiento. Más concretamente, las empresas pequeñas podrían enfrentarse a costos fijos más altos en sus esfuerzos por adherirse al Código.<sup>24</sup>

En resumen, los resultados generales nos llevan a la conclusión de que los participantes del mercado no reconocen los cambios observados como algo positivo. Posiblemente los inversionistas se rehúsan a considerar la simple adopción presentada de los distintos mecanismos internos de gobierno corporativo como una manera eficaz de mitigar algunos de los problemas de agencia que existen entre la alta concentración de propiedad familiar y los accionistas minoritarios, incluso al tener consejos más fuertes. En consecuencia, los inversionistas no parecen recompensar a las empresas que tienen calificaciones de gobierno corporativo más altas con evaluaciones más altas, a excepción de aquellas empresas que muestran grados más bajos de propiedad concentrada.

Para garantizar que nuestros dos modelos de regresión principales están especificados adecuadamente, volvimos a estimar nuestras principales regresiones excluyendo el RSA como una variable de predicción de la Q de Tobin, y de la misma manera, también se excluyó la Q de Tobin como una variable de predicción en las regresiones del RSA.<sup>25</sup> Estimamos estas regresiones para la muestra completa, así como para las tres submuestras con base en la concentración de la propiedad, el cumplimiento con la calificación de gobierno corporativo y el tamaño de la empresa. Estos resultados se presentan en el cuadro 7. Para facilitar la exposición, estos resultados se registran únicamente para la muestra completa. Como se observa, estos resultados son cualitativamente similares a los que se presentan en los cuadros

<sup>24</sup> Este hallazgo puede coincidir con el punto de vista de los profesionales, por ejemplo, Griefeld, el director general de Nasdaq, mencionó que “La carga del cumplimiento con la Sarbanes-Oxley (Ley SOX) es onerosa, el costo es significativo, y recae de manera desproporcionada en las empresas más pequeñas” (véase, *Wall Street Journal*, 3 de marzo de 2006). De la misma manera, para las empresas pequeñas el costo del cumplimiento con las disposiciones de gobierno corporativo puede ser mayor que los beneficios subyacentes.

<sup>25</sup> Agradecemos al dictaminador por hacernos ver esto.

5 y 6 para la muestra completa. También obtienen resultados similares (no tabulados) para cada submuestra.

### *5. Pruebas de robustez*

Llevamos a cabo pruebas adicionales para validar la robustez de los resultados de nuestras regresiones. Primero volvimos a estimar nuestras regresiones principales utilizando efectos aleatorios y un modelo de efectos fijos (año fijo y efectos de la empresa fijos). Nuestros resultados no tabulados básicamente permanecen sin cambios. Asimismo, volvimos a estimar nuestras regresiones utilizando otras especificaciones para ambas variables dependientes. Primero corrímos las mismas regresiones que se corrieron para el ROA con base en el ingreso neto, ahora utilizando el RSA con base en el EBITD (definido como las utilidades antes de intereses, impuestos y depreciaciones), lo cual excluye las devengaciones contables tales como la depreciación y el pago de intereses. En aras de la brevedad, no presentamos los resultados detallados, pero encontramos los mismos resultados cualitativos.<sup>26</sup> Asimismo, como otro sustituto del desempeño empresarial, utilizamos la rentabilidad financiera en la misma regresión y no encontramos ninguna relación con los cambios en la calificación de gobierno corporativo, el tamaño de la empresa ni los consejeros independientes. Por último, examinamos si el mercado recompensa los cambios subyacentes en el gobierno al sustituir la Q de Tobin con los rendimientos anuales ajustados al mercado y no encontramos ninguna relación con la calificación de gobierno corporativo o los cambios del consejo, lo que sugiere que los inversionistas no reconocen los cambios en el gobierno subyacentes como algo positivo para el valor de la empresa.

### *6. Análisis de la independencia de los consejeros y la interrelación de los consejos*

Ahora pasaremos a nuestra tercera y última pregunta de investigación relacionada con la independencia de los consejeros y la interrelación de los consejos de administración de las empresas. En un esfuerzo por analizar el

<sup>26</sup> La bibliografía contable ha analizado la relación entre la administración de las utilidades y los problemas de agencia potenciales en las empresas. Los hallazgos generales parecen implicar que el ingreso neto podría ser una medida distorsionada del desempeño operativo de la empresa. Por tanto, utilizamos el EBITD como un sustituto del ingreso operativo en la medida del RSA.

motivo por el cual los cambios observados en el gobierno corporativo no se traducen en un mejor desempeño y también por qué los inversionistas no reconocen la adhesión al Código de gobierno corporativo y los cambios obligatorios en la integración del consejo como algo positivo, llevamos a cabo un análisis pormenorizado de la integración de los consejos corporativos. Si bien las disposiciones respecto al gobierno corporativo en el código son generalizadas, nos enfocamos específicamente en el consejo de administración, dada la naturaleza inherente del control de los agentes internos y la familia en los consejos de administración mexicanos. Debido a que la intención de la reforma era darles una mayor transparencia e independencia a los consejos, nos enfocamos en evaluar la independencia entre los consejos corporativos y también en detectar si las empresas continúan practicando la interrelación de los consejos de administración.

Resaltamos que antes de estas reformas, una práctica común observada entre las empresas, en particular entre aquellas que están bajo el control de familias, era invitar a miembros de las familias controladoras a ocupar un puesto en los consejos de las otras. Si bien no esperamos que esta práctica desaparezca por completo, dados los cambios en la integración de los consejos —de hecho la práctica de la interrelación de los consejos se observa con frecuencia en mercados financieros desarrollados incluso en los Estados Unidos—, nuestro objetivo es evaluar si las incidencias observadas de interrelación comprometieron la independencia de los consejos de administración. De manera más específica, es posible que un consejero de una empresa que, digamos, es miembro de la familia controladora, sea invitado a fungir como consejero independiente en otra empresa que esté controlada por otra familia o de una familia emparentada y viceversa. En otras palabras, es posible que las empresas puedan estar cumpliendo con los requisitos legales de la independencia de los consejeros por medio de consejeros interrelacionados.

Para investigar esta posibilidad, recopilamos manualmente cinco años de datos del consejo de administración de cada empresa, incluyendo el nombre del consejero, el tipo de consejero (es decir, patrimonial, relacionado con el patrimonio, o independiente), su relación con la empresa y las familias controladoras, o algún accionista mayoritario, su papel dentro de la empresa (es decir, director general, gerente) y la participación accionaria (si la hubiera) que posee dentro de la empresa en la que prestan el servicio. Nuestra última muestra consta de 1 159 consejeros y 4 515 puestos únicos en el consejo por año durante el periodo 2000-2004.

**CUADRO 8. Análisis de la integración de los consejos de administración y la interrelación<sup>a</sup>**

	Promedio 2000-2004	2000	2001	2002	2003	2004
<b>A. Tipos de integración de consejeros</b>						
Puestos en el consejo de administración ocupados por consejeros independientes (porcentaje de puestos en el consejo de administración)	388 (43)	246 (41)	390 (41)	434 (43)	423 (43)	447 (45)
Puestos del consejo ocupados por personas afiliadas (consejeros patrimoniales y relacionados) (porcentaje de puestos en el consejo de administración)	515 (57)	349 (59)	558 (59)	575 (57)	556 (57)	538 (55)
Consejeros con puestos directivos relacionados con la familia controladora (porcentaje de puestos en el consejo de administración)	85 (9)	77 (13)	80 (8)	93 (9)	88 (9)	86 (9)
	<i>Empresas</i>	<i>Consejeros</i>	<i>Puestos únicos</i>			
<b>B. Casos de interrelaciones en los consejeros de administración</b>						
Muestra completa	107		1 159		1 498	
<i>Ejemplos de interrelación:</i>						
Independiente	53		105		425	
Potencialmente conflictivas	32		70		200	
Conflictivas	46		83		211	
Total de casos de interconexión					836	
Número de empresas en las que un mismo consejero ocupa un puesto en los consejos de administración de ambas		Independiente	Puestos en el consejo de administración ocupados por personas afiliadas (patrimoniales o relacionados con consejeros patrimoniales)			
		Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia	Porcentaje	
<b>C. Tipos de integración de consejeros</b>						
> 7	1	0.19		3	0.57	
6	2	0.38		0	0.0	
5	6	1.15		0	0.0	
4	3	0.57		4	0.65	
3	13	2.49		4	0.65	
2	37	7.09		31	5.02	

<sup>a</sup> Este cuadro presenta las estadísticas descriptivas de la integración de los consejos corporativos durante el periodo 2000-2004. La muestra base consta de 107 empresas no financieras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. La muestra para cada año incluye un número menor de empresas que el de la muestra base debido a las restricciones que impusimos, mismas que requieren que haya información completa de la integración del consejo de administración de la empresa en cualquier año dado de la muestra. Las empresas con datos faltantes se excluyeron de la muestra. La parte A presenta estadísticas sobre el número y los tipos de consejeros que tiene cada empresa de la muestra, incluyendo el número de consejeros independientes y consejeros afiliados. La parte B muestra la frecuencia con la que se dan interrelaciones entre los consejos de administración, así como los distintos tipos de interrelaciones. La interrelación independiente ocurre cuando un consejero que ocupa un lugar en dos consejos de administración se clasifica como consejero independiente en ambos casos. La interconexión potencialmente conflictiva ocurre cuando hay dos consejeros afiliados en al menos un consejo de administración. La interrelaciones conflictiva ocurre cuando uno de los dos es consejero independiente en el primer consejo de administración y consejero afiliado en el otro, mientras que el otro es consejero afiliado en el primer consejo de administración y consejero independiente en el segundo.

Antes de comentar nuestros hallazgos, es importante aclarar cuáles son los tres tipos de consejeros que se desempeñan en las empresas mexicanas, de manera que el lector pueda comprender nuestro análisis. Los consejeros patrimoniales son los consejeros externos a la empresa; sin embargo, estos no pueden clasificarse como totalmente independientes, ya que podrían estar afiliados de alguna manera a la empresa o a los accionistas mayoritarios. Los consejeros relacionados con el patrimonio son aquellos que tienen una afiliación directa con la empresa ya sea por negocios, relaciones personales o simplemente por consanguinidad con los accionistas mayoritarios. Estos incluyen los agentes internos corporativos (gerentes) y miembros de las familias controladoras. Por último, los consejeros independientes son personas externas que no tienen ninguna afiliación con la empresa aparte de su deber de consejero, ni con ningún accionista mayoritario de la empresa. Con base en estas descripciones, podemos restringir aún más estas clasificaciones en dos grupos: consejeros independientes y consejeros afiliados (patrimoniales y relacionados con el patrimonio).

Ahora hablaremos de nuestros resultados acerca de la interrelación de los consejos. Estos resultados se presentan en el cuadro 8. A pesar de las “posibles” transformaciones indicadas líneas arriba respecto a la presencia de más independencia de los consejeros, nuestro análisis revela un panorama diferente. En primer lugar, indicamos que aún observamos un grado significativo de interrelación de los consejeros en el periodo que concierne a la reforma. Como se observa en la parte B, el número de incidencias de interrelación no duplicadas entre todas las clases de consejeros durante el periodo de cinco años en torno de la reforma es de 836 casos. Para poner esta cifra en perspectiva, esto representa 55.8% del número total (1498) de los puestos únicos (no repetidos) en los consejos incluidos en la muestra.

No obstante, lo que es más importante es que también documentamos un alto grado de interrelación entre los consejeros independientes. Estos son consejeros que fungen como consejeros independientes en los mismos consejos. Encontramos por lo menos 53 empresas y 425 incidencias únicas de este tipo de interrelación durante los cinco años de datos. Aunque podría argumentarse que este tipo de interrelación no forzosamente compromete la independencia, opinamos lo contrario. ¿Por qué? Es posible que algunos de estos consejeros independientes pueden estar sirviendo en el mismo grupo de empresas controladas por la misma familia. Por tanto, estos consejeros puedan clasificarse como consejeros independientes de empresas

filiales.<sup>27</sup> De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores (2001), los consejeros independientes no deberían estar afiliados a accionistas controladores de manera personal, por consanguinidad ni por sus empleados principales. Esta situación obviamente compromete la independencia de los consejeros.

Otra práctica común que observamos y que compromete la independencia de los consejeros es cuando la misma persona funge como consejero independiente en varias empresas de manera simultánea. Aunque la Ley del Mercado de Valores de 2001 no lo prohíbe, sentimos que el fungir como consejero independiente en varias empresas de manera simultánea compromete la independencia. Como se dijo líneas arriba, podría darse el caso de que la misma persona pudiera fungir como un consejero independiente de empresas filiales controladas por la misma familia o de familias emparentadas. Con el fin de investigar este tema más a fondo, analizamos al detalle todos los casos de consejeros independientes que se desempeñan en varias empresas. Estos hallazgos se presentan en la parte C del cuadro 8. Como se observa, existen varios casos en los que la misma persona funge como consejero independiente varias veces en distintas empresas, y van desde un caso en el que el mismo consejero funge como consejero independiente en siete empresas distintas hasta 31 casos distintos en los que el mismo consejero sirve en dos empresas al mismo tiempo.<sup>28</sup> La calidad de consejero independiente podría verse comprometida si varios de los nombramientos del consejo son un reflejo de las relaciones cercanas que existen entre el consejero y los propietarios mayoritarios de la empresa.

## CONCLUSIONES

Analizamos la eficacia de los cambios voluntarios y obligatorios en el gobierno corporativo de las empresas mexicanas, mismos que formaron parte de un conjunto integral de reformas tendientes a mejorar el gobierno corporativo de las sociedades anónimas bursátiles. Se dio inicio a estas reformas con

<sup>27</sup> Como ejemplo, señalamos un caso específico que comprenden varias empresas que están controladas por Carlos Slim (el hombre más rico de México y del mundo) y su familia. El señor Slim y su familia controlan, entre otras, las siguientes sociedades anónimas bursátiles: Teléfonos de México (Telmex), América Telecom, América Móvil, IEM, CARSO, Global Telecom, y US Commercial. El señor Slim encontró una manera muy astuta de que sus empresas cumplieran con los requisitos legales de independencia de los consejeros al nombrar a las mismas personas (por lo menos tres) para fungir como consejeros independientes en varias de sus empresas.

<sup>28</sup> En el caso particular del consejero que ocupa siete puestos de consejero independiente, destaca el hecho de que esta misma persona también funge como consejero afiliado en tres empresas más, lo que, de manera sorprendente, suma diez puestos como consejero.

la promulgación de un Código de Mejores Prácticas Corporativas en 2000 y, posteriormente, de disposiciones legales mediante la Ley del Mercado de Valores, que requería la instrumentación de cambios fundamentales en la estructura de los consejos de administración de las sociedades. En primer lugar, analizamos el grado de adhesión tanto al Código de Mejores Prácticas Corporativas como a las disposiciones legales. En segundo lugar, investigamos si existe una relación entre los efectos de los cambios en el gobierno corporativo (el grado de adhesión) y el desempeño y valor de las empresas.

Nuestros resultados indican que el grado de adhesión al Código mejoró marcadamente con el tiempo. En general, la mayoría de las empresas cumplen con la mayoría de las recomendaciones del Código. También se observó cambios significativos en la integración de los consejos de administración de las empresas, principalmente un aumento en el porcentaje de consejeros independientes. Estos resultados hacen patente el claro compromiso de las empresas mexicanas por mejorar el gobierno corporativo. Sin embargo, nuestros análisis también indican que estos cambios positivos en el gobierno corporativo no se relacionan con un mejoramiento en el desempeño de las empresas. Ni el desempeño operativo (RSA) ni las evaluaciones bursátiles (Q de Tobin) se relacionan con una mejora en el gobierno corporativo. Este conjunto de resultados parece sugerir que los inversionistas no perciben estos cambios como algo importante. Una posible explicación de nuestros resultados es que quizás esto se deba al entorno jurídico y la estructura accionaria que prevalecen en México. Por ejemplo, la mayoría de las empresas son propiedad de familias e incluso después de estas reformas, los consejos corporativos aún están dominados por familias, lo que pone en entredicho la existencia de una verdadera independencia y su responsabilidad ante los inversionistas externos. Asimismo, consideramos que la falta de protección que existe para los inversionistas minoritarios contra el fraude empresarial y el uso ilícito de información privilegiada en las operaciones bursátiles, así como la laxitud en la aplicación de las leyes también constituyen impedimentos a los esfuerzos por reformar el gobierno corporativo.

En vista de lo anterior, opinamos que es poco probable que el conflicto de agencia que existe entre los agentes internos y externos aminore por el simple hecho de que las empresas se adhieran al Código, por varias razones. En primer lugar, reiterando nuestra afirmación anterior, a pesar de que las empresas cumplen con la mayoría de las recomendaciones del Código y de las disposiciones legales, es posible que el cumplimiento real no coincida

con el estricto cumplimiento teórico. Por ejemplo, es posible cumplir con el requisito de que los consejos de administración cuenten con al menos 25% de consejeros externos, pero la tendencia a la sobreposición que se presenta en muchos de los consejos de administración mexicanos, en los que las familias fundadoras dominantes se invitan mutuamente a ser miembros de sus consejos, nulifica la intención del Código, como se documenta en nuestro análisis de la interrelación de los consejos de administración.

En conclusión, consideramos que si no hay un compromiso fehaciente con la instrumentación de cambios sustanciales en el entorno jurídico o cambios radicales en la estructura accionaria de las empresas mexicanas, es poco probable que se den mejoras perceptibles en el gobierno corporativo y el ambiente de inversión en México. Como prueba de nuestra hipótesis, en los años recientes el número de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores ha ido en continuo descenso. Desde que llevamos a cabo el estudio y hasta el año 2012, el número de sociedades anónimas bursátiles disminuyó casi 10%. La prensa atribuye este hecho en gran medida a la laxitud que priva en el gobierno corporativo (Harrup, 2008).

#### APÉNDICE

##### *Cuestionario del Código de Mejores Prácticas Corporativas mexicano*

	Sí	No
I. <i>Reactivos relacionados con la integración del consejo de administración de la empresa</i>		
1. ¿El consejo de administración está integrado por un número no menor a cinco y no mayor a 15 consejeros?		
2. ¿El consejo de administración está integrado por consejeros patrimoniales (es decir, no incluye ningún consejero independiente)?		
3. Si un consejero suplente va a suplir a un consejero titular, ¿se sabe con anticipación a cuál de los consejeros titulares va a suplir?		
4. Si se tiene que suplir a un consejero titular, ¿este recomienda de antemano a la persona que habrá de ser su suplente de entre los consejeros suplementos?		
5. ¿Los consejeros independientes y los consejeros que controlan una participación mayoritaria en la empresa conforman al menos el 40% del consejo de administración?		
6. ¿Los consejeros independientes representan cuando menos el 20% de los puestos del consejo de administración?		
7. En el informe anual, ¿se especifica cuáles consejeros son independientes y cuáles de patrimoniales?		
8. ¿El informe anual incluye información de la categoría a la que pertenecen los consejeros patrimoniales?		

---

Sí No

9. ¿En el informe anual del consejo de administración se indican las responsabilidades y funciones de cada consejero?
10. ¿Todos los consejeros en su conjunto realizan las funciones de compensación, auditoría y finanzas?
11. Si la empresa cuenta con distintos comités para las funciones de compensación, auditoría y finanzas, ¿éstos están integrados únicamente por consejeros propietarios?
12. Si la empresa cuenta con alguno de los comités antes mencionados, ¿éstos se componen de tres consejeros como mínimo y siete como máximo?
13. ¿Los comités que se encargan de las funciones de compensación, auditoría y finanzas incluyen a al menos un consejero independiente?
14. ¿El comité de auditoría está presidido por un consejero independiente?
- II. *Reactivos relacionados con la operación del consejo de administración*
15. ¿El consejo de administración se reúne al menos cuatro veces al año?
16. ¿Al menos una de las reuniones del consejo de administración durante el año está dedicada a la definición de la estrategia de mediano y largo plazos de la empresa?
17. ¿Se puede convocar a una sesión extraordinaria del consejo con la aprobación de al menos el 25% de los consejeros?
18. ¿Los consejeros tienen acceso a toda la información relevante con al menos cinco días hábiles de anticipación a cada reunión del consejo de administración?
19. ¿Existen mecanismos adecuados para permitir que los consejeros puedan evaluar las cuestiones relevantes para la empresa antes de las reuniones del consejo de administración, aun cuando no reciban la información necesaria con al menos cinco días hábiles de anticipación?
20. Cuando los consejeros son nombrados por primera vez, ¿se les proporciona capacitación de orientación para ponerlos al tanto de los asuntos de la empresa?
- III. *Reactivos relacionados con las funciones del consejo de administración*
21. ¿Los consejeros le informan al presidente del consejo o al secretario en funciones de cualquier posible conflicto de interés que implique que deban abstenerse de votar?
22. ¿Los consejeros utilizan los activos y recursos de la empresa únicamente para la realización de actividades relacionadas con las funciones del consejo de administración?
23. ¿La empresa tiene establecidas políticas claras que definan cuándo y cómo los consejeros pueden utilizar los activos de la empresa para asuntos personales?
24. ¿Los consejeros asisten cuando menos al 70% de las sesiones del consejo a las que son convocados por el comité?
25. ¿Los consejeros mantienen la absoluta confidencialidad de todos los puntos relevantes que se deliberan en las sesiones del consejo de administración?
26. ¿Los consejeros en funciones (titulares) mantienen informados a sus posibles suplentes acerca de los asuntos relevantes tratados en las sesiones del consejo de administración?
-

	<i>Sí</i>	<i>No</i>
27. ¿El consejo de administración recibe el apoyo total de la empresa y de los directivos de la misma en la forma de opiniones, recomendaciones y asesoría puntualizadas acerca del desempeño de la empresa, con el objetivo de que las decisiones que se adopten se encuentren debidamente sustentadas?		
<b>IV. Reactivos relacionados con la compensación y la evaluación de los puestos directivos</b>		
28. ¿El comité de compensación se asegura de que las condiciones de contratación de los directivos y de que la compensación que reciben estos se apeguen a los lineamientos y procedimientos aprobados por el consejo de administración?		
29. ¿La estructura y las políticas utilizadas para calcular la compensación de los puestos directivos de alto nivel se dan a conocer públicamente?		
<b>V. Reactivos relacionados con el comité de auditoría</b>		
30. ¿Los honorarios del auditor externo encargado de la auditoría de los estados financieros de la empresa representan un porcentaje igual o menor al 20 de los ingresos totales del despacho encargado?		
31. ¿Se cambia al auditor que dictamina los estados financieros al menos cada seis años?		
32. ¿La persona que firma el dictamen de la auditoría es distinta a aquella que actúa como comisario?		
33. ¿El informe anual incluye información detallada sobre el perfil profesional de la persona que funge como comisario?		
34. ¿La empresa cuenta con un departamento que se encargue de realizar auditorías internas?		
35. ¿El comité de auditoría somete las políticas en materia de prácticas contables a la aprobación del consejo (por ejemplo, recomendaciones sobre cambios en el método de contabilidad)?		
36. ¿El comité de auditoría se asegura de que los estados financieros mensuales y trimestrales se elaboren de acuerdo con las mismas políticas, criterios y prácticas con los que se elaboran los estados financieros anuales que se preparan al cierre del ejercicio?		
<b>VI. Reactivos relacionados con el comité de auditoría</b>		
37. ¿La empresa cuenta con un sistema de control interno?		
38. ¿Los lineamientos generales del sistema de control interno se someten a la aprobación del consejo?		
39. ¿El comité de auditoría evalúa periódicamente y emite una opinión acerca de todos los lineamientos de control interno?		
40. ¿Los auditores externos también analizan los mecanismos de control interno de la empresa y emiten una opinión y un informe puntualizado?		
41. ¿El comité de auditoría verifica que los controles existentes aborden adecuadamente todas las disposiciones aplicables y le informa al respecto periódicamente al consejo?		

	Sí	No
42. ¿Se realiza una revisión cuando menos una vez al año para asegurarse de que la empresa esté cumpliendo con todas las disposiciones legales aplicables?		
43. ¿Se informa periódicamente al consejo de administración acerca de los temas jurídicos relevantes?		
VII. <i>Reactivos relacionados con las finanzas y la planeación</i>		
44. ¿El comité de auditoría analiza la posición financiera y emite una evaluación de las principales inversiones, así como de las transacciones financieras más importantes de la empresa?		
45. ¿El comité de auditoría analiza periódicamente la posición financiera de la empresa y evalúa su posición actual de acuerdo con lo estipulado en el plan estratégico?		
46. ¿El comité de auditoría apoya al consejo en la vigilancia de la congruencia de las políticas de inversión y de financiación con la visión estratégica de la empresa?		
47. ¿El comité de auditoría apoya al consejo de administración en la revisión de las proyecciones financieras de la empresa para asegurarse de su congruencia con el plan estratégico de la empresa?		
VIII. <i>Reactivos relacionados con los derechos de los accionistas</i>		
48. ¿En la asamblea anual se evitó la agrupación de varios asuntos importantes en un solo punto del orden del día (que luego se sometió a la aprobación de los accionistas)?		
49. Durante la asamblea general, ¿se evitó someter a voto el rubro referente a “asuntos varios”?		
50. ¿Toda la información sobre cada uno de los puntos por deliberar durante la asamblea general se pone a disposición de los accionistas con al menos 15 días de anticipación?		
51. ¿Se les proporciona a los accionistas información pormenorizada de todos los puntos que se someten a voto durante la asamblea de accionistas?		
52. ¿Dentro del paquete informativo que se entrega a los accionistas se incluye información pormenorizada de la estructura del consejo de administración, incluyendo información acerca del perfil profesional de los candidatos a consejero?		
53. ¿El consejo de administración les informa a los accionistas por escrito de todos los aspectos relevantes de cada comité, incluyendo los nombres de sus integrantes?		
54. ¿Los informes de cada uno de los comités independientes están a disposición de los accionistas?		
55. ¿La empresa cuenta con políticas y mecanismos para mantener cauces de comunicación con los inversionistas e inversionistas potenciales y difunde públicamente información de todos los asuntos relevantes de la empresa?		

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alves, C., y V. Mendes (2004), "Corporate Governance Policy and Company Performance: The Portuguese Case", *Corporate Governance*, 12, pp. 290-301.
- Bebchuk, L., y A. Cohen (2005), "The Costs of Entrenched Boards", *Journal of Financial Economics*, 78, pp. 409-433.
- Black, B., A. G. de Carvalho y E. Gorga (2010), "Corporate Governance in Brazil", *Emerging Markets Review*, 11, pp. 21-38.
- Boone, A. L., L. Casares Field, J. M. Karpoff y C. Raheja (2007), "The Determinants of Corporate Boardsize and Composition: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 85, pp. 66-101.
- Brickley, J. A., J. L. Coles y R. L. Terry (1994), "Outside Directors and the Adoption of Poison Pills", *Journal of Financial Economics*, 35, pp. 371-390.
- Brown, L. D., y M. Caylor (2008), "Corporate Governance and Firm Operating Performance", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, pp. 129-144.
- Business Week* (1999), "A Lesson in Transparency for Mexico", 27 de enero.
- Byrd, J. W., y K. A. Hickman (1992), "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 195-222.
- Chavarín Rodríguez, R. (2011), "Los grupos económicos en México a partir de una tipología de arquitectura y gobierno corporativos", *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, vol LXXVIII (1), núm. 309, pp. 193-234.
- Chong, A., J. Guillén y F. López de Silanes (2009), "Corporate Governance Reform and Firm Value in Mexico: An Empirical Assessment", *Journal of Economic Policy Reform*, 12, pp. 163-188.
- Chong, A., y F. López de Silanes (2007), "Investor Protection and Corporate Governance: Firm Level Evidence Across Latin America", Artículo de trabajo, Banco Interamericano de Desarrollo, Oficina Nacional de Investigación Económica.
- Claessens, S., S. Djankov y H.P. Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81-112.
- Core, J. E., W. R. Guay y T. O. Rusticus (2006), "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations", *Journal of Finance*, 61, pp. 655-687.
- Cremers, M., y V. Nair (2005), "Governance Mechanisms and Equity Prices", *Journal of Finance*, 60, pp. 2859-2894.
- Dahya, J., O. Dimitrov y J. McConnell (2008), "Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics*, 87, pp. 1, 73-100.
- Dahya, J., J. McConnell y N. G. Travlos (2002), "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover", *Journal of Finance*, 57, pp. 461-483.
- Dahya, J., y J. McConnell (2007), "Board Composition, Corporate Performance, and

- the Cadbury Committee Recommendations”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, pp. 535-564.
- Diario Oficial de la Federación* (2001), “Ley de Sociedades de Inversión”, 4 de junio.
- \_\_\_\_\_, “Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores”, 19 de marzo, pp. 77-185.
- Dodge, C., A. Karolyi y R. Stulz (2007), “Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance?”, *Journal of Financial Economics*, 86, pp. 1-39.
- Durnev, A., y H. Kim (2005), “To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation”, *Journal of Finance*, 60, pp. 1461-1493.
- Familiar Calderón, J. (2003), “Gobierno corporativo en México: Evolución, avances y retos”, Artículo de Trabajo, Banco Interamericano de Desarrollo, Oficina Nacional de Investigación Económica.
- Gompers, P., J. Ishii y A. Metrick (2003), “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 116, pp. 229-259.
- Jensen, M. C., y W. H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, páginas 305-360.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach y E. Friedman (2000) “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 141-186.
- Klapper, L., e I. Love (2004), “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, *Journal of Corporate Finance*, 10, pp. 703-728.
- Klein, A. (1998), “Firm Performance and Board Committee Structure”, *Journal of Law and Economics*, 41, pp. 275-303.
- \_\_\_\_\_, (2002), “Economic Determinants of Audit Committee Independence”, *The Accounting Review*, 77, pp. 435-452.
- La Porta, R., F. López de Silanes y A. Shleifer (1999), “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*, 54, pp. 471-517.
- \_\_\_\_\_, y R. W. Vishny (2000), “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 1113-1155.
- \_\_\_\_\_, (2002), “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, 57, pp. 1147-1170.
- López de Silanes, F. (2002), “Mexico’s Investors’ Protection and Nafta”, Artículo de Trabajo, Universidad de Harvard.
- The New York Times* (2005), “Charges Raise Questions About Mexico’s Adherence to Securities Laws”, 27 de enero, C8.
- Shleifer, A., y R. W. Vishny (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- The Wall Street Journal* (2001), “Mexico Bids for New Investors with Financial-Sector Overhaul”, 1 de junio.
- \_\_\_\_\_, (2005) “Mexico’s TV Azteca is Hit with SEC Fraud Suit”, 5 de enero.

- The Wall Street Journal* (2005), “A Mexican Tycoon Fights Reform of Securities Law”, 30 de septiembre, A11.
- \_\_\_\_ (2005), “The Global Agenda: Where Investors Go, Demands for Better Governance Follow”, M. Jacoby, 17 de octubre, R7.
- \_\_\_\_ (2006), “It’s Time To Pull Up Our SOX”, 6 de marzo, A14.
- \_\_\_\_ (2008), “International Finance: Mexican Market Has Tried but Still Lags”, A. Harrup, 12 de septiembre, C2.
- Weisbach, M. (1988), “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460.