

INSTITUTO TECNOLÓGICO Y DE ESTUDIOS
SUPERIORES DE MONTERREY

CAMPUS CIUDAD DE MÉXICO



LA EFECTIVIDAD DE LOS MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO Y SU
IMPACTO EN EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS EN ECONOMÍAS

EMERGENTES:

EL CASO DE MÉXICO

DOCTORADO EN ADMINISTRACIÓN

TESIS PRESENTADA POR

FERNANDO TAPIA CHICHO

ASESOR

DR. GERARDO SALAZAR VIESCA

SEPTIEMBRE 2006

A Cristina, Mafer y Axel, por ser lo mas importante en
mi vida y el motor de mi existencia.

A mis padres, Carolina y Fernando, por las lecciones
de constancia y dedicación para conseguir las metas

A todos mis profesores, por enseñarme la
trascendencia de esta noble actividad.

RESUMEN

El presente trabajo de Tesis doctoral se refiere básicamente a una revisión de las prácticas de gobierno corporativo en México, iniciando con una revisión desde el punto de vista legal de las principales disposiciones y áreas de oportunidad encontradas en las leyes mexicanas de la materia.

Posteriormente, se hace una revisión de la situación actual de las empresas públicas mexicanas en relación a dos características importantes dentro del gobierno corporativo y el consejo de administración: el tamaño y composición de los consejos de administración, teniendo un especial interés en el efecto de los consejeros independientes sobre el desempeño financiero de las empresas, medido a través de una serie de indicadores financieros como Q Tobin, ROA, ROI, Valor de Mercado, etc.

INDICE

1. Resumen	3
2. Lista de Tablas	6
3. Introducción	7
4. Legislación sobre Gobierno Corporativo en México	11
4.1. Organismos de Gobierno Corporativo en la Legislación Mexicana	12
4.2. Composición del Consejo de Administración y los Accionistas Minoritarios	15
4.3. El Rol de los Accionistas Minoritarios	17
4.4. Requerimientos de Reportes	19
4.5. Disgregación de los Gastos	20
4.6. Relaciones de las empresas con intereses de los consejeros	22
4.7. Recursos legales disponibles para los Accionistas minoritarios	23
4.8. Poder de Veto de las Minorías	23
4.9. Denuncia de Abusos	24
4.10. Salidas de Accionistas minoritarios de la empresa	25
4.11. Tipos de Acciones y Control de la Empresa	28
5. Marco Teórico	33
5.1. Introducción	22
5.2. Características del Consejo de Administración y el Desempeño Financiero de las empresas.....	36
6. Metodología	51
6.1. Definición de Hipótesis	51

6.2. Obtención de Datos	53
6.3. Selección de Variables	53
6.4. Especificación Empírica	58
6.5. Metodología 1	59
6.5.1. Desempeño Financiero y Composición del Consejo de Administración ...	59
6.5.2. Desempeño financiero y Tamaño del Consejo de Administración	64
6.6. Metodología 2	68
6.7. Conclusiones	71
7. Glosario	79
8. Referencias	81

LISTA DE TABLAS

- Concentración de la Propiedad en Empresas que cotizan en la BMV 17
- Número de Consejeros Internos S&P 500 35
- Porcentaje de Consejeros Internos S&P 500 36
- Estadística Descriptiva de las variables 57
- Metodología 1. Prueba de Hipótesis para el desempeño financiero 60
- Resumen de Modelos Aplicando Metodología 1. Desempeño Financiero y
composición del Consejo de Administración 63
- Resumen de Modelos Aplicando Metodología 1. Desempeño Financiero y
Tamaño del Consejo de Administración 64
- Resumen de Modelos aplicando la Metodología 2 69

- INTRODUCCIÓN

La separación entre la propiedad y el control que caracteriza a las empresas públicas crea un problema de agencia que debe ser resuelto, al menos parcialmente, antes de que los inversionistas externos o potenciales estén dispuestos a depositar sus recursos en acciones de alguna empresa. La legislación en los temas de gobierno corporativo trata de resolver este tipo de problema de agencia a través de la definición de reglas claras y el establecimiento de un sistema de impartición de justicia que asegure un grado de protección mínimo para los inversionistas potenciales. En los países donde los mecanismos de gobierno corporativo no son eficientes, siendo la causa de esta ineficiencia una mala legislación (incompleta o inexistente), ineficiencias del sistema judicial o ambas situaciones, el problema del control en la toma de decisiones trata de ser solucionado a través de la concentración de la propiedad: dado que la concentración de la propiedad no implica un papel activo de las reglas claras en el establecimiento de los derechos de los accionistas, ni de la existencia de un sistema judicial eficiente, se convierte en un mecanismo que se alinea o esta en el mismo tenor de maximizar la utilidad de las empresas. Este argumento es ampliamente señalado y ejemplificado por Shleifer and Vishny (1997) y reforzado por la evidencia encontrada a través del estudio de diferentes países elaborado por La Porta, et al (1998), donde analiza las características de los sistemas y

estructuras legales existentes, y su relación con el nivel de concentración de la propiedad en las empresas públicas en los diferentes países.

En todo caso, aún cuando se llega a contar con altos niveles de concentración de capital en una sola entidad, esto sólo aminora los problemas pero no los elimina. Los grandes inversionistas buscan salvaguardar sus propios intereses, los cuales no necesariamente coinciden con los intereses de los otros inversionistas de la firma. En el proceso de ejercer ese poder de mayoría o de grandes inversionistas para maximizar su riqueza, pueden afectar las expectativas de los otros inversionistas, ya sea de manera eficiente o ineficiente. Si este problema de agencia entre los accionistas mayoritarios y el resto de los accionistas no puede ser resuelto a través de un eficiente sistema regulatorio o legislativo, entonces los inversionistas potenciales externos se sentirán intimidados (La Porta et al, 1997) y las inversiones productivas potenciales se perderían.

Debido a la importancia que tienen los inversionistas institucionales para economías de mercados emergentes como el mexicano, es importante señalar las características de la legislación mexicana y las acciones concretas que en los últimos años se han tomado para mejorar las condiciones de los accionistas minoritarios, con la intención de proteger sus intereses y que los costos derivados del proceso de vigilancia no sean tan altos que generen desaliento a las nuevas inversiones.

En las siguientes páginas se revisará el tema de Gobierno Corporativo para el caso de las empresas mexicanas, teniendo especial énfasis en el problema de la correlación existente o no entre las características del Consejo de Administración de empresas mexicanas, puntualizando en el número de consejeros y la proporción de consejeros independientes, y el desempeño financiero de la empresa.

El primer capítulo hace una revisión de la situación legislativa en México respecto al tópico de Gobierno Corporativo. En este capítulo se observarán las deficiencias y peculiaridades de nuestro sistema legal, el cual presenta un gran atraso respecto a lo que se presenta en otras economías emergentes.

Posteriormente, en el segundo capítulo, se revisarán los estudios realizados a lo largo del mundo, en economías desarrolladas y emergentes, donde se analizan los diferentes niveles de correlación entre las características del Consejo de Administración y el desempeño financiero de la empresa. En estos estudios encontraremos que no siempre la sabiduría popular que nos remite a una correlación positiva entre las buenas prácticas de gobierno corporativo respecto a las características del Consejo de Administración y el desempeño financiero de las empresas es cierta.

En el tercer capítulo, se realiza el desarrollo metodológico seleccionado para el grupo de empresas mexicanas y se determina en nivel de correlación entre las características del Consejo de Administración y el desempeño financiero de las empresas.

Finalmente, se presentan las conclusiones obtenidas para este grupo de empresas mexicanas analizadas y se realizan recomendaciones para continuar con la investigación.

LEGISLACION SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO EN MEXICO

La legislación sobre gobierno corporativo trata de resolver el problema de agencia que surge cuando el control y la propiedad en una empresa no necesariamente coinciden. Con la intención de lograrlo, las leyes deben asegurar un grado mínimo de protección de los intereses de los potenciales inversionistas externos o de los accionistas minoritarios. En el caso de México, la ley que engloba la mayoría de los asuntos de gobierno corporativo es la Ley de Sociedades Mercantiles, emitida en 1934. Esta ley, es una Ley Complementaria del Código de Comercio, regula los tópicos relacionados a la emisión de acciones, los derechos de los propietarios de las acciones, las reglas para los Consejos de Administración y auditores, así como los procedimientos específicos para fusiones y liquidaciones de las empresas.

Adicionalmente a estas reglas generales sobre gobierno corporativo que aplican a todas las empresas de responsabilidad limitada, existen adicionalmente sólo unas cuantas situaciones especiales que aplican para las empresas que tienen acciones que se comercializan públicamente en la Bolsa Mexicana de Valores. Estas situaciones especiales se encuentran especificadas en la Ley del Mercado de Valores, emitida en 1975, y algunas otras situaciones previstas en las circulares emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Algunas otras reglas importantes en relación a los temas de gobierno corporativo que se aplican

para las empresas públicas se encuentran en el Reglamento de la Ley para Promover y Regular la Inversión Extranjera (1989).

En esta primera sección se hará un recuento de la forma en cómo se han abordado los tópicos de gobierno corporativo en las leyes y reglamentos antes descritos, así como señalar sus fortalezas y debilidades. Este análisis estará enfocado, en una primera instancia, a los mecanismos de regulación para determinar la estructura de los Consejos de Administración y los mecanismos existentes para llevar a cabo juntas de accionistas. En segundo lugar, se revisarán los puntos más relevantes en relación a los requerimientos que deben de cumplir los reportes de las empresas públicas. En tercer lugar, se señalarán los recursos legales con los que cuentan los accionistas minoritarios para defenderse de los abusos.

Organismos de Gobierno Corporativo en la Legislación Mexicana

Existen tres principales organismos existentes en las empresas mexicanas que son utilizados por los accionistas para vigilar el desempeño de los administradores: Asamblea de Accionistas, Consejo de Administración y el Comisario. Durante las juntas ordinarias de los accionistas, que debe presentarse al menos una vez al año, se toman los acuerdos necesarios para la conformación del Consejo de Administración y sus salarios y compensaciones, y los accionistas

pueden instruir al Consejo de Administración sobre métricas específicas para evaluar el desempeño administrativo de la empresa. Otros acuerdos importantes que se pueden dar en estas reuniones son en relación a las políticas de pagos de dividendos, recompra de acciones y reinversión de las utilidades. Todos estos temas son discutidos en las Juntas Ordinarias de los Accionistas y necesitan contar con una mayoría absoluta de los votos de los presentes para contar con la aprobación y puesta en práctica.

Existen otro tipo de decisiones que pueden ser sólo tomadas en las Sesiones Extraordinarias de Accionistas. Para que este tipo de reuniones sean válidas se requiere que al menos el 75 de los votos estén representados, y todas las decisiones deberán ser aprobadas por la menos el 50 por ciento de los votos de los accionistas¹. El tipo de decisiones que pueden ser tomadas sólo en las Sesiones Extraordinarias de Accionistas son, por ejemplo, aquellas relacionadas a fusiones, adquisiciones y escisiones.

El Consejo de Administración es el responsable de llevar a la práctica los acuerdos tomados por los accionistas en las juntas ordinarias y extraordinarias, así como los encargados de nombrar a los administradores que serán los responsables de la operación diaria de la empresa. Las resoluciones adoptadas

¹ Notar que estas reglas implican que para algunas decisiones se requiere mayoría absoluta, no solo mayoría relativa de los votos presentes en las Juntas

por el Consejo son válidas sólo cuando más de la mitad de los miembros estén presentes en la reunión y el acuerdo se logre por mayoría simple.

La función del Comisario es garantizar que los principios contables utilizados en la empresa para la elaboración del Balance General, Estado de Resultados y demás estados contables reflejen de manera fidedigna la situación financiera y las utilidades de la empresa. El Comisario debe revisar o inspeccionar estos informes financieros al menos una vez al mes. El Comisionario será elegido en la Sesión Ordinaria de Accionistas y no podrá ser un empleado de la empresa. Su principal responsabilidad es emitir un reporte informando a los accionistas sobre la veracidad de los reportes financieros que el Consejo de Administración presente a los accionistas. Es facultad del Comisario convocar a una Sesión Extraordinaria cuando considere que es importante informar a los accionistas sobre algún evento importante.

Los reglamentos desarrollados para estos tres organismos fueron creados con la finalidad de contar con un sistema eficiente de gobierno corporativo, pero en la práctica han fallado, generando un ambiente que no ha podido garantizar que los intereses de los inversionistas minoritarios sean respetados. Este problema parece tener su origen principalmente en la falta de existencia de reglas claras que puedan colocar restricciones o limitaciones en la forma en cómo se conforma el Consejo de Administración y en los mecanismos existentes para que los

inversionistas minoritarios puedan expresar sus puntos de vista de forma significativa y que sean considerados al momento de tomar decisiones que afectan el desempeño de las empresas. La situación actual de la legislación mexicana permite que el control de las decisiones recaiga sólo en un accionista principal, o en otros casos en una coalición de accionistas que sólo buscan mantener su posición e intereses.

Composición del Consejo de Administración y los Accionistas Minoritarios

La más importante omisión, en relación a la composición del Consejo de Administración en las empresas mexicanas, es la falta de claridad en relación a la composición del Consejo de Administración, es la falta de una proporción mínima establecida de miembros que sean externos (outsiders). Es muy común que la mayoría de los miembros del Consejo de Administración en las empresas mexicanas sean ejecutivos de la misma empresa, quienes fueron contratados por el Consejo de Administración, o personas que guardan algún tipo de relación con el Presidente del Consejo de Administración y en algunos casos, aunque no son empleados directos de la empresa en cuestión, son ejecutivos de empresas asociadas o subsidiarias. Esta situación se agrava en el caso de las empresas que sólo cotizan en México, ya que la mayoría son empresas familiares, las cuales, a pesar de que son empresas públicas, tienen una alta concentración de las acciones en miembros de la familia que dio origen a la empresa.

Las típicas decisiones en las cuales se presentan los conflictos de interés es al momento de designar los candidatos para integrar el Consejo de Administración, la determinación de los salarios y esquemas de compensación o bonos para los miembros del Consejo, decisiones respecto a las políticas de dividendos: cuándo pagarlos o si se reinvierten las utilidades, autorización de inversiones para expandir el negocio, ya sea mediante nuevas inversiones o incluso la adquisición de nuevos préstamos. Aunque algunas de estas decisiones deben ser aprobadas en la junta de accionista, primero deben ser definidas y perfiladas por el Consejo de Administración, el cual influye de una manera notable en la decisión final. Por todo lo anterior, es más relevante la existencia de un equilibrio en la composición del Consejo de Administración al incluir consejeros externos.

Esta característica de la composición de los Consejos de Administración de empresas mexicanas se hace patente y como lo demuestra Babatz (1999), en una muestra de 25 empresas mexicanas que reportaron información relacionada al Consejo de Administración en el reporte 20F entregado a la Security Exchange Commission en 1996, es muy claro que el Presidente del Consejo de Administración, que en la mayoría de los casos es el accionista mayoritario y que además se desempeña como el CEO de la empresa, no tiene oposición alguna al momento de la toma de decisiones. En la siguiente tabla se muestra que sólo el 20% de estas firmas mexicanas que cotizan en el NYSE tienen mayoría de

consejeros externos e independientes. En promedio, aproximadamente 57% de los consejeros son familiares del Presidente del Consejo o empleados de la firma.

Concentración de la Propiedad en Empresas que cotizan en la BMV

Porcentaje

La muestra consiste en empresas que durante 1996 cotizaron en la BMV y NYSE, con información tomada del reporte 20F entregado a la SEC. Los consejeros externos son aquellos que no están relacionados con el Presidente del consejo ni tampoco son empleados de la empresa. Consejeros Ejecutivos son aquellos empleados de la empresa.

	Media	Mediana	Mín	Máx	Obs.
Proporción Consejeros Externos	42.8	39.1	7.7	83.3	25
Proporción de Consejeros relacionados al Presidente del Consejo	35.2	37.5	0.0	70.0	25
Proporción de Consejeros Ejecutivos	38.7	37.5	10.0	70.6	25
Proporción de firmas con mayoría de Consejeros Externos	20.0				25
Proporción de firmas con Presidente del Consejo que actúa como Consejero General	85.7				25

El Rol de los Accionistas Minoritarios.

El único requerimiento legal al momento de conformar el Consejo de Administración es que las minorías que representan 10% o más de los votos

pueden proponer al menos uno de los miembros del Consejo. El problema radica en que la ley no indica el número máximo de Consejeros, ni tampoco ninguna decisión requiere que se tome por unanimidad y, más aún, ningún consejero tiene poder de veto sobre las decisiones tomadas por mayoría, entonces la existencia de un consejero que represente los derechos de la minoría no tiene impacto en la toma de decisiones del Consejo, especialmente si el resto de los Consejeros se consideran como internos (insiders).

De manera semejante, la influencia de las minorías dentro de las juntas de accionistas está limitada por la legislación mexicana. No existen procedimientos formales que permitan a las minorías proponer algún tema a discusión en las juntas. La única forma de tener cierta influencia es cuando se logra conjuntar un 33 % de los votos y en ese caso se puede solicitar que el Consejo de Administración o el Comisario convoquen a una junta de accionistas para discutir el tema de interés. Este porcentaje requerido es el más alto a nivel mundial (La Porta et al, 1998).

Otro obstáculo para ejercitar el poder de los accionistas minoritarios radica en la no existencia de poder votar por correo, como sucede en otros países. Los accionistas sólo pueden votar a través de alguien que se presente con una autorización por escrito en la junta de accionistas. Aún cuando se pudiera permitir el voto por correo, la inexistencia de una agenda clara que permita conocer los

temas a discutir en la junta de accionistas y que además se de a conocer con anticipación, dificulta que los accionistas puedan preparar su posición, así como que los consejeros externos e independientes tomen decisiones informadas haciendo indispensable su presencia en las juntas de accionistas².

Las condiciones observadas y descritas hasta el momento amplían la visión y el entendimiento de porqué es fácil que los derechos de los accionistas minoritarios no sean respetados y, por el contrario, la alta concentración en manos de un solo inversionista, y que en ocasiones, por la misma característica de empresa familiar, sean las decisiones tomadas pensando en favorecer sólo a un sector de los accionistas. En estos casos, como sucede en la mayoría de las empresas mexicanas, el accionista mayoritario o la coalición de accionistas que tienen la mayoría absoluta determinan las agendas corporativas: designación de miembros del Consejo, políticas de dividendos, salarios de los miembros del consejo, y otras tantas decisiones que son tomadas sin siquiera consultar o tener oposición alguna de parte del resto de los accionistas.

Requerimientos de Reportes

Las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores están obligadas a presentar una serie de reportes de acuerdo a la legislación que marca la Comisión

² Usualmente en las convocatorias a las juntas de accionistas no se dan detalles de los temas a tratar, tampoco se especifican los miembros del Consejo que estarán presentes.

Nacional Bancaria y de Valores³, pero la falta de transparencia y lo laxo de estos estándares es otra fuente de abuso hacia los accionistas minoritarios.

Existen dos aspectos principales en los cuales esa falta de requisitos claros y estrictos, coloca en desventaja a los accionistas minoritarios: el nivel de detalle en el cual se deben desgargar los gastos y la falta de requisitos mínimos para restringir inversiones en empresas o adquisiciones de empresas en las cuales alguno de los miembros del Consejo de Administración tiene intereses creados.

Esta falta de transparencia y la poca calidad de los reportes que las empresas mexicanas generan, abre las puertas a un sistema ineficiente que sólo beneficia a algunos de los accionistas, acentuando los problemas de agencia. Casos como asignar altos salarios y mecanismos de compensación (bonos de desempeño) a miembros del Consejo, favorecer a empresas que pertenecen a algún miembro del Consejo, autorización de altos gastos en investigación y desarrollo para no pagar dividendos, aprobar reinversión de utilidades en proyectos ineficientes, etc.

Disgregación de los Gastos

Como se mencionó anteriormente, este es uno de los casos en los cuales la falta de requisitos claros provoca que los accionistas minoritarios se encuentren en desventaja, al no existir reglas claras para explicitar los gastos, especialmente los

³ La Circular 11-11 de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores establece los requerimientos mínimos para los reportes e información que deben presentar las empresas públicas.

operativos. Las empresas no tienen que reportar la cantidad de dinero gastado en salarios y bonos de los administradores, los miembros del Consejo, así como gastos corporativos. La única exigencia es el reportar el costo de ventas y el total de los gastos de operación.

Aunque el rol del Comisario tiene como uno de sus objetivos el crear un ambiente de mayor transparencia, en la realidad no sucede así. En primer lugar, el comisario no puede considerarse como una entidad independiente a la administración de la empresa, ya que normalmente son los mismos consejeros internos quienes proponen a los candidatos para ocupar esta posición, creándose un vínculo o relación directa. En segundo lugar, aunque la responsabilidad del Comisionario es verificar que “la información presentada por la administración refleje de manera veraz y suficiente la situación financiera y los resultados de la empresa”, solo aquellos accionistas que cuentan con un mínimo del 33% de las acciones con derecho a voto pueden denunciar al Comisario por negligencia u omisión⁴. Estas reglas generan en el Comisario incentivos que permiten que las faltas menores no sean reportada, evitando generar conflictos con el Consejo de Administración, dominado por Consejeros internos.

⁴ En único caso en el que un accionista con menos del 33% de las acciones con derecho a voto pueden acusar formalmente al comisario es en el caso de un fraude

Relaciones de las empresas con intereses de los consejeros

Las empresas no tienen ninguna restricción para establecer relaciones comerciales con empresas que están ligadas o relacionada a algunos de los miembros del consejo, ni tampoco hay algunas reglas que permitan establecer controles para que la empresa pueda adquirir parte o control total de una empresa que pertenece a alguno de los miembros del Consejo. En otras palabras, esta falta de transparencia implica que se puedan establecer relaciones de cliente – proveedor entre la empresa y una empresa propiedad de algún consejero, con lo cual se puede dar una relación perversa al existir condiciones favorables, ya sea por precio, formas de pago, etc. Aún cuando en el mercado existan otras empresas que podrían ser más competitivas. En el caso de México es muy claro en casos como los presentados en Elektra, donde el Presidente del consejo, Ricardo Salinas Pliego ha influido, como presidente del Consejo de Administración, para que se apoye a Unefon, empresa donde el propio Ricardo Salinas es el accionista mayoritario, pero que no forma parte del Grupo Elektra.

Estos ejemplos muestran que la los accionistas minoritarios son realmente vulnerables a los abusos, no sólo por la falta de mecanismos para que sus comentarios y observaciones sean escuchados en el Consejo de Administración; es necesario adicionar que los reportes e información financiera que se presenta

acusa en muchos casos una falta de transparencia, generada por la propia legislación.

Recursos legales disponibles para los Accionistas minoritarios

Aún en los casos donde las minorías tienen conocimiento de la forma en cómo se están lesionando sus intereses en la toma de decisiones, en el caso de México la legislación no provee recursos legales suficientes para tomar acciones y lograr revertir las decisiones o al menos tener compensaciones. Existen al menos tres áreas donde se pone de manifiesto esta falta de apoyo: primero, el poder de veto o para retrasar la aplicación de una decisión tomada por el Consejo en las juntas de accionistas; segundo, la posibilidad de que los accionistas amenacen con tomar acciones legales para defender su posición; y tercero, la incapacidad de que las minorías puedan liquidar su posición en la empresa cuando perciben un cambio fundamental en la empresa.

Poder de Veto de las Minorías

Las únicas situaciones en las cuales la legislación permite a los accionistas minoritarios la posibilidad de veto o demora a las decisiones tomadas en las juntas de accionistas es cuando el accionista cuenta con al menos el 33% de las acciones con derecho a veto. Primero, pueden demorar por tres días la votación

de una decisión en la cual consideren que no cuentan con la suficiente información para decidir. Segundo, pueden solicitar a un juez que invalide la decisión tomada si esta viola alguna ley o los estatutos mismos de la empresa. El hecho de que las minorías de que no cuenten con al menos el 33% de las acciones con derecho a voto no puedan retrasar la votación en una decisión en la cual no están suficiente informados o no poder tener acceso a una acción legal que la revierta las coloca en una situación de total desventaja. Su posición es especialmente vulnerable, dada la ineficiencia de los mecanismos para convocar a las juntas de accionistas.

Denuncia de Abusos

La posibilidad de las minorías para utilizar las posibles demandas legales como recurso y ejercer presión para defender su posición es limitada.

Existen dos formas de acción legal a seguir: por la vía civil o por la vía penal. En el caso de la vía penal, las denuncias pueden ser establecidas por cualquiera de los accionistas en el caso de que se demuestre un fraude. En este caso, las sanciones incluyen desde multas económicas hasta sentencias por 12 años de cárcel. En caso contrario, las demandas civiles en contra de la forma cómo está siendo administrada la empresa sólo puede ser interpuesta por un grupo de accionistas que cuentan con al menos el 33% de las acciones con derecho a voto.

En caso de que la demanda sea declarada como válida, los accionistas serán compensados por las pérdidas derivadas de los malos actos de administración denunciados. En ningún caso, las sanciones a la administración de la empresa implican penalidades diferentes a las económicas.

Es importante hacer notar que, nuevamente, aquellos accionistas que no logren juntar al menos el 33% de las acciones con derecho a voto no tienen posibilidad alguna de exigir que sus intereses sean respetados, aún por la vía legal. Esto implica que los administradores podrán realizar toda una serie de acciones que lesionen estos intereses, sin llegar a cometer un fraude, caso único en el cual un accionista puede denunciar de manera penal.

Es importante señalar, como aspecto adicional, que además de esta legislación que no busca proteger los derechos de las minorías, el sistema judicial mexicano no es de los más transparentes y cuenta con malas evaluaciones, de acuerdo a las calificaciones otorgadas por los índices de riesgo país⁵.

Salidas de Accionistas minoritarios de la empresa

Una de las posibilidades de los accionistas minoritarios ante toda esta serie de abusos, potenciales y reales, podría ser la salida de la empresa, al considerar que

⁵ La Porta et al (1998). La agencia Business International Corporation genera un índice para evaluar la eficiencia e integridad del medio ambiente legal y su efecto en los negocios, especialmente hacia las firmas extranjeras.

sus derechos e intereses no son respetados, pero este procedimiento no es tan sencillo.

La minorías tienen el derecho de salir de la empresa solicitando la recompra de sus acciones, sólo cuando en la junta de accionistas presentan alguna objeción en relación al cambio de la naturaleza o cambio de la nacionalidad de la compañía. Debido a la falta de caminos legales o judiciales existentes para hacer valer sus derechos, otras razones por las cuales los accionistas minoritarios podrían solicitar que les sean recompradas sus acciones podrían ser: fusiones y adquisiciones, disposiciones de los activos, políticas en el pago de utilidades, políticas de reinversión, etc.

Uno de los casos más comunes donde se llegan a presentar abusos de parte de los accionistas mayoritarios es en las decisiones relacionadas al pago de dividendos. Debido a la imposibilidad de las minorías para forzar que los administradores y el Consejo de Administración, dominado por los insiders, realicen el pago de dividendos. Existen casos recientes donde se demuestra que, a pesar de existir políticas claras respecto a este tópico, las empresas no las siguen. Cuando Cementos Mexicanos, CEMEX, realizó su primera emisión de ADR´s, anunció que los ingresos derivados de esta acción serían para liquidar deuda existente para fortalecer su Balance y con esto mejorar los resultados en el corto plazo. En la realidad "CEMEX sorprendió al mercado accionario cuando

utilizó el dinero... para comprar una empresa española”⁶. Después de esta adquisición, la razón deuda – acción se incrementó a niveles superiores previos a la emisión de los ADR´s, empeorando los resultados de corto plazo.

Otro caso de cambio en las políticas de pago de dividendos, sin considerar la posición de los accionistas minoritarios, es el de Grupo México. En el caso de la empresa minera, Grupo México, la minoría afectada no fue un grupo de accionistas independientes, si no por el contrario, se trató de una empresa minera extranjera, ASARCO, la cual poseía el 24% de las acciones, pero sin derecho a voto. Grupo México había prometido a ASARCO una política de pago de dividendos en la cual se reflejarían las utilidades de su inversión, dado que ASARCO no podía consolidar los resultados de Grupo México.⁷ Después de siete años, en los cuales Grupo México, se dedicó a reinvertir toda la utilidad obtenida y no realizar el pago de dividendos esperados por ASARCO, la empresa extranjera tomó la decisión de vender su participación accionaria, pero con un descuento del 25% sobre el precio del mercado para las acciones con derecho a voto.

En conclusión, bajo las actuales reglas en México, los accionistas minoritarios no tienen garantizado ningún derecho ante las posiciones adoptadas por el resto de los accionistas. La falta de accesos a recursos judiciales que desafíen las

⁶ Reid (1997)

⁷ La consolidación a través del método de acciones no era conveniente debido a que el tipo de acciones que ASARCO poseía no estaban activas en el mercado, además de que el precio no reflejaría las mejoras en los resultados de Grupo México.

decisiones de los administradores, un sistema judicial ineficiente son obstáculos adicionales. Algunos de estos abusos podrían reducirse si se lograra que las minoría tuvieran algunos recursos o derechos especiales para nivelar su desventaja de poder ante el resto de los accionistas.

Tipos de Acciones y Control de la empresa

Un aspecto adicional a considerar son las clases de acciones existentes en las empresas mexicanas, su impacto en el control de las empresas y causa de abusos sobre accionistas minoritarios.

Hasta 1989 las empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores utilizaban dos tipos de acciones para discriminar a los accionistas extranjeros y no perder el control de la empresa. La Ley de Inversiones Extranjeras de 1973, clasificaba a las empresas listadas en la BMV en tres categorías: (a) Empresas en sectores estratégicos, en las que no podían invertir extranjeros (radio y televisión, carreteras, transporte aéreo y marítimo, bancos, etc.); (b) empresas en las que los extranjeros podían poseer menos del 49% de acciones (algunas actividades mineras 39%, petroquímica secundaria 40%, autopartes 40%); y (c) el resto de empresas en las que los extranjeros podrían poseer hasta el 49% de las acciones. Para salvar esta situación, las empresas crearon una estructura de acciones, para poder allegarse de recursos, pero sin comprometer el control de la empresa, ni

contradecir la legislación. Esto generó un esquema de doble tipo de acciones: las acciones tipo "A" que fueron destinadas sólo para personas y empresas mexicanas y las acciones tipo "B" que podían ser compradas por cualquier inversionista, sin importar la nacionalidad. Aunque prácticamente todas las empresas contaban con estos dos tipos de acciones, no existía la posibilidad de contar con una estructura de una acción – un voto hasta antes de 1989. Las acciones tipo "B" tienen los mismos derechos de voto que las acciones tipo "A". De hecho, existieron algunos casos en los cuales empresas eran controladas por inversionistas extranjeros aún sin contar con el 50% de las acciones de las compañías⁸.

En 1989, el gobierno reconoció la necesidad de hacer cambios en la reglamentación sobre inversiones extranjeras, con la intención de atraer más capitales. Aunque la Ley de Inversiones Extranjeras no fue modificada hasta 1993, los esfuerzos para atraer capitales extranjeros se intensificaron desde noviembre 1989 mediante mecanismos "neutrales" de inversión. Estos mecanismos implicaban que los extranjeros podrían invertir en empresas mexicanas a través de la compra de Certificados de Participación Ordinaria (CPO's), los cuales otorgaban a los inversionistas todos los derechos financieros de las acciones, pero sin contar con derecho a voto. Este tipo de participación no se consideraba como parte de la cuota límite marcada por la legislación. El

⁸ Antes de 1989 la mayoría de estas empresas fueron adquiridas por inversionistas mexicanos o dejaron de ser empresas públicas

mecanismo creado empezó a generar una desviación de la estructura de una acción – un voto que existía hasta el momento⁹.

Adicionalmente a los CPO´s, se crearon un par de mecanismos para contar con mayor inversión extranjera. Estos mecanismos son los American Depository Receipts (ADR´s) y los Fondos Neutrales, quienes tienen restricciones similares respecto a los derechos de voto. Estos mecanismos, CPO´s, ADR´s Fondos Neutrales, les permitieron a las empresas poder conseguir recursos frescos, diluyendo la concentración de la propiedad, pero sin perder o diluir el poder de voto.

Esto generó que el principio de una acción – un voto se fuera relajando en las empresas listadas en la BMV y se acentuó este proceso cuando en 1990 se permitió la emisión de acciones sin derecho a voto o con restricciones sobre estos derechos¹⁰. La cantidad de acciones que se les permitió a las empresas emitir con estas características, adicionales a los ADR´s y mecanismos neutrales de inversión, se limitó al 25% del total de las acciones de la firma. Esto implicó que las empresas que cotizaran en Estados Unidos pudieran desvirtuar el principio de una acción – un voto debido a la emisión de estas acciones y por la emisión de ADR´s.

⁹ Aunque existían restricciones legales para emitir acciones sin derecho a voto, ni en 1989 con la incorporación de estos mecanismos neutrales o posteriormente, se ha derogado esta restricción legal, con lo cual está presente una violación a la ley.

¹⁰ WALMART DE MEXICO (CIFRA en su momento) fue la primera en emitir este tipo de acciones en octubre de 1990.

Debido a la creación de estos mecanismos de inversión y a la autorización de los mismos de parte del gobierno, las empresas encontraron nuevas formas de contar con capital, pero sin perder el control. El caso de Televisa requiere especial atención, debido a que sentó las bases para estos nuevos mecanismos.

En diciembre de 1993, en medio de un proceso de reestructuración de su composición accionaria, Televisa creó un mecanismo para relajar más el principio de una acción – un voto. En ese momento, Televisa ya contaba con el 25% máximo permitido por la legislación para acciones sin derecho a voto y creó las Unidades Vinculadas, acciones que consistían en un “paquete” que constaba de un par de acciones con derecho a voto y una acción sin derecho a voto. Con este tipo de acciones era necesario comprar el 15% de la propiedad para tener derecho al 10% de los votos y, por consecuencia, poder tener acceso a las decisiones de administración. Desde entonces, muchas empresas siguieron el ejemplo de Televisa emitiendo unidades vinculadas¹¹.

En diciembre de 1993, la Ley de Inversiones Extranjeras se modificó para permitir que existiera una total libertad para contar con acciones con derecho a voto en propiedad de inversionistas extranjeros.¹² Pero a pesar de estas modificaciones, la existencia de mecanismos que desvirtuaron el principio de una acción – un voto fomentó la concentración del poder de voto en un grupo de accionistas.

¹¹ La popularidad de este mecanismo obligó a la CNBV a emitir una circular para forzar a las empresas a comercializar acciones con derecho a voto por al menos 50% del total de las acciones

¹² Sólo se mantuvieron las restricciones en el sector financiero y telecomunicaciones

La existencia de una estructura de diferentes tipos de acciones incentiva la posibilidad de que se presenten abusos hacia inversionistas minoritarios que no poseen acciones con derecho a voto para externar sus puntos de vista.

Hasta este momento, he tratado de dar un panorama de lo más relevante en términos del entorno legal existente en México para tratar de entender los principales problemas a los cuales debe enfrentarse un inversionista, ya sea nacional o extranjero para hacer valer sus derechos y el impacto que este entorno tiene en la minimización de los problemas de agencia y, en general, en los tópicos de gobierno corporativo.

En los siguientes capítulos se abordará la importancia y el impacto de las características del Consejo de Administración de las empresas mexicanas: composición, número de consejeros, entre otras cualidades, y su correlación con el desempeño financiero.

MARCO TEÓRICO

Introducción

En los últimos años, los inversionistas, especialmente los institucionales, así como los organismos internacionales, Fondo Monetario Internacional, OCDE, Banco Mundial, han estado levantando la voz para impulsar reformas en los mecanismos de gobierno corporativo que existen en las economías emergentes.

Estas peticiones e inquietudes se vieron impulsadas y puestas de manifiesto a partir de la crisis de países asiáticos de los años 1997 y 1998, la cual puso de manifiesto las pobres prácticas de gobierno corporativo en esos países (Johnson, Boone, Breach y Friedman, 2000). Algunos inversionistas institucionales han externado su interés en las economías emergentes y le han dado un peso muy importante a la calidad de las acciones que en el área gobierno corporativo se han implementado a nivel legislación en los países, así como las acciones particulares de las empresas. Existen buenas razones para pensar que la efectividad de las medidas tomadas en el gobierno corporativo de las empresas puede ser un diferencial en el atractivo de las economías emergentes. La mayoría de los inversionistas están ciertos de que las empresas de estos países son de formación familiar, con muy poco interés en mejorar los derechos legales de los accionistas y que además requieren mejorar de manera sustancial el nivel de

transparencia en la toma de decisiones y el manejo de la contabilidad.¹³ Las características mencionadas son asociadas de manera directa a un pobre mecanismo de gobierno corporativo.

En los últimos años, estas inquietudes no sólo han sido de interés para las economías emergentes, en desarrollo o en transición. En el caso de Estados Unidos, en los últimos treinta años las características de los Consejos de Administración en las empresas han tenido un cambio gradual pero dramático. En los años sesentas, los Consejos de Administración tenían una marcada mayoría de consejeros internos. Actualmente, se nota una marcada mayoría de consejeros externos, especialmente independientes y sólo uno o dos consejeros internos. Este patrón refleja la creencia popular de que una de las principales actividades del Consejo de Administración es la vigilancia del desempeño de los administradores y, al parecer, sólo los consejeros externos e independientes pueden realizar este trabajo de una manera adecuada. Por ejemplo, la guía desarrollada y adoptada por el Consejo de Inversionistas Institucionales (Council of Institutional Investors) indica que al menos dos terceras partes de los consejeros de una empresa deben ser independientes; otro ejemplo es la guía adoptada por el Sistema de Retiro para empleados Públicos de California (California Public Employees Retirement System, CalPERS) donde se indica que los Consejos de Administración deben tener una “mayoría sustancial” de

¹³ Una encuesta realizada a inversionistas en mercados emergentes por la empresa McKinsey llego a estas conclusiones. Los resultados fueron discutidos por Coombes y Watson, 2001.

consejeros independientes¹⁴. Esta sabiduría esta siendo exportada hacia el resto de las economías. Aunque esta sabiduría y las recomendaciones no siempre han sido efectivas y existen casos puntuales que la refutan: Enron, empresa que contaba con once consejeros independientes en su Consejo de Administración de catorce miembros, es sólo uno de los ejemplos más recientes donde el contar con una mayoría de consejeros externos no garantiza un buen desempeño.

Una gran cantidad de empresas tienen una notable mayoría de consejeros independientes, con sólo uno o dos consejeros internos. Por ejemplo, en una encuesta aplicada en 1997 a 484 empresas del S&P 500, se encontró que más de la mitad (56%) tienen uno o dos consejeros internos¹⁵; sólo nueve empresas (2%) tienen una mayoría de consejeros internos y la media de las empresas indica que más del 80% de los consejeros son externos.

Numero de Consejeros Internos S&P500¹⁶

Número de Consejeros Internos	Numero (porcentaje) de empresas
1	111 (23%)
2	159 (33%)
3	113 (23%)
4	58 (12%)
5	25 (5%)
6 o más	18 (4%)

¹⁴ CalPERS, Corporate Governance Core Principles and Guidelines (1998)

¹⁵ Se definió como consejero Interno como aquella persona que trabaja actualmente dentro de la empresa

¹⁶ Spencer Stuart, 1997 Board Index: Board Trends and Practices at S&P500 Corporations. Los totales pueden no sumar 100% debido a redondeo.

Porcentaje de consejeros Internos S&P500

Porcentaje de Consejeros Internos	Numero (porcentaje) de empresas
0 – 10	74 (15%)
11 – 20	182 (38%)
21 – 30	124 (26%)
31 – 40	71 (15%)
41 – 50	24 (5%)
51 – 60	4 (1%)
Más 61	5 (1%)

Características del Consejo de Administración y el Desempeño Financiero de las empresas

Existen pocos estudios realizados por investigadores fuera de países como Estados Unidos, Europa o Japón en el tema de gobierno corporativo. Los investigadores han estudiado las implicaciones de una alta concentración de poder en unos cuantos accionistas, situación común en las empresas mexicanas. La Porta, López de Silanes y Shleifer (1999) condujeron un estudio en 27 países y concluyeron que “el principal problema de agencia en las empresas alrededor del mundo es la expropiación de los derechos de los accionistas minoritarios de parte de los accionistas controladores”. Claessenes, Djankov, Fan y Lang (1999) identificaron la estructura de propiedad de varias firmas en nueve países de Asia del este y concluyeron que el principal problema de agencia es, nuevamente, la expropiación de los derechos de accionistas minoritarios. Lins (2003) realizó un

estudio en el que relaciona la estructura de propiedad y el valor de la firma en una muestra obtenida de 22 economías emergentes.

En el caso de India, por ejemplo, a partir de un estudio de Chhibber y Majumdar (1999) se determinó la forma en cómo las características de la estructura de propiedad de la empresa afecta su rentabilidad.

A partir de esta información resulta importante estudiar los efectos que tienen las características de composición del Consejo de Administración: número de consejeros, porcentaje de consejeros independientes y de internos, etc. en relación al desempeño de la empresa, mediante diferentes medidas económicas y financieras.

Los estudios que se han realizado tratando de analizar los efectos y relación existente entre la composición de Consejo de Administración y tareas específicas como el reemplazo del CEO, proveer planes de retiro extremadamente generosos a ejecutivos, adquisición de empresas, etc. El segundo enfoque examina directamente la relación entre la composición del Consejo de Administración y el desempeño de la empresa.

Este segundo enfoque permite analizar el desempeño de una empresa, pero involucra datos difíciles de rastrear. El desempeño de la empresa debe ser

monitoreado por largos periodos de tiempo, lo cual implica que se puedan mezclar efectos externos a la razón de estudio.

Investigaciones previas no soportan una clara correlación entre la independencia del Consejo de Administración y el desempeño de la empresa. Por ejemplo, en un estudio elaborado por Vance (1964) se reportó una correlación positiva entre la proporción del número de consejeros internos y algunas medidas de desempeño. Posteriormente se han llevado a cabo diferentes estudios por parte de Baysinger y Butler (1985), Hermalin y Weisbach (1991) y MacAvoy et al (1983), pero en todos ellos no se han reportado correlaciones significativas entre la composición del Consejo de Administración y medidas de desempeño. Un estudio reciente elaborado por Ferris y coautores (2002) en donde se consideró una muestra mucho mayor señala una correlación no significativa entre la proporción de consejeros externos en las empresas durante 1995 y la razón de valor de mercado – valor en libros en 1997.

Pero también existen algunos estudios que, por el contrario, presentan resultados que apoyan la “sabiduría convencional” de que un Consejo de Administración compuesto en su mayoría o dominado por consejeros externos tiene influencia en el desempeño de la empresa. Baysinger y Butler (1985) realizaron un estudio en el cual reportan que la proporción de consejeros independientes en 1970 estaba correlacionada con el resultado del retorno del precio de las acciones obtenido en

1980. El punto a señalar en este estudio es que el periodo de 10 años es demasiado largo para determinar que el efecto de la composición del Consejo de Administración es relevante para el resultado obtenido.

Estudios en Australia (Lawrence y Stapledon, 1999) Singapur (Mak y Li, 2001) y el Reino Unido (Faccio y Ameziane, 1998) también demuestran una correlación entre la composición del Consejo de Administración y el desempeño de la empresa. Estudios adicionales que reportan conclusiones que relacionan la conformación y características del Consejo de Administración con medidas de desempeño de las empresas han sido desarrollados por Weisbach (1988), donde se encontró que la remoción del CEO debido a un pobre desempeño de la empresa es más probable que ocurra cuando el Consejo de Administración tiene mayoría de consejeros externos. Byrd y Hickman (1992) encontraron en su estudio que los retornos anormales son significativamente mayores en firmas con Consejos de Administración dominados por externos.

Dentro de las características del Consejo de Administración, no sólo es relevante mencionar la composición del mismo como factor que puede estar correlacionado con el desempeño de la empresa. También es importante el número de integrantes del Consejo de Administración. El tamaño del Consejo de Administración también puede influir en la efectividad de las acciones y decisiones tomadas para mejorar el accionar de la empresa. Por un lado, inicialmente, el

contar con un grupo numeroso de consejeros puede proporcionar un mayor monitoreo de las acciones y decisiones de los administradores, pero al mismo tiempo se puede convertir en un obstáculo al entorpecer y hacer más lenta la toma de decisiones. Estas conclusiones son presentadas en estudios desarrollados por Lipton y Lorsch (1992), Jensen (1993) y Yermack (1996). Estos dos efectos se combinan en una relación no lineal entre el tamaño del Consejo de Administración y el desempeño de la empresa.

Un estudio conducido por Álvarez, Ansón y Méndez (1998) con datos de empresas del mercado de España, indica que la presencia de consejeros externos e independientes, tienen una influencia positiva en las habilidades del Consejo de Administración para evaluar el desempeño de los administradores, ya que al existir una mayoría de consejeros internos, ejecutivos de la empresa se encuentran en la disposición de evitar la implementación de medidas hacia los administradores y recibir posteriormente represalias.

Dentro de este mismo estudio se concluye que sí existe una relación no lineal entre el tamaño del Consejo de Administración y el desempeño de la empresa: inicialmente, al incrementar el tamaño del Consejo de Administración, se incrementa la efectividad del mismo, pero después de cierto punto, el seguir incrementando el tamaño del Consejo de Administración lo vuelve ineficiente.

Otros estudios ofrecen casos de empresas que cuentan con un alto porcentaje de consejeros independientes tienen un desempeño deficiente. Yermack (1996) reporta una correlación negativa significativa entre la proporción de consejeros independientes y el desempeño de la empresa, medido a través de la Q de Tobin, pero esta correlación no es significativa para algunas otras medidas de desempeño: ventas / activos, ingresos de operación / activos, ingresos de operación / ventas. Agrawal y Knoeber (1996) reportan una correlación negativa entre la proporción de consejeros externos y la Q de Tobin. Por su parte, Klein (1998) reporta correlación negativa significativa entre la medición del cambio del precio de la acción en el mercado de las empresas y la proporción de consejeros independientes, pero los resultados no son significantes al comparar con otras medidas de desempeño como retorno sobre los activos. Fosberg (1989) reporta que Consejos de Administración con mayoría de consejeros externos tienen una significativamente baja proporción de ventas / activos, y esta conclusión se repite con otras medidas de desempeño.

Hasta este momento se ha hecho referencia a una serie de estudios que mencionan la correlación, significativa o no, respecto a las características del Consejo de Administración y el desempeño de la empresa, pero no se ha mencionado nada sobre la relación causal entre estos dos tópicos. ¿Es esta relación de un sentido o bidireccional? La composición del Consejo de Administración puede afectar el desempeño de la empresa, pero el desempeño de

la empresa también puede ser causante de que el Consejo de Administración sufra modificaciones en sus características. Investigadores previos han encontrado evidencia limitada de una relación endógena entre el desempeño de la empresa y la composición del Consejo de Administración, en la cual el desempeño afecta la composición del Consejo de Administración.

Hermalin y Weisbach (1988) y Weisbach (1988), utilizando el mismo panel de datos (datos de 1972 a 1983), reportan que la proporción de consejeros independientes en las empresas grandes se incrementa cuando el desempeño de la organización no es el deseado. Esta conclusión es estadísticamente significativa, pero en número es pequeña. Las empresas que se encuentran en el decil inferior del desempeño para un año en específico (siendo el desempeño medido en el cambio de los ingresos o cambios en el precio de la acción) aumentan la proporción de consejeros independientes en menos del 1% para el año siguiente, comparativamente con otras empresas. Weisbach concluye de esta evidencia que “dado que los cambios en el Consejo de Administración como consecuencia de un pobre desempeño son relativamente pequeños, y que la composición del Consejo de Administración cambia de manera muy lenta con el paso del tiempo, no se puede considerar que la endogeneidad en la composición del Consejo de Administración sea un problema”¹⁷.

¹⁷ Michael S Weisbach. Outside Directors and CEO turnover. (1988)

En contraste con el estudio de Hermalin y Weisbach, Klein (1998) no encuentra evidencia que el desempeño afecte la composición del Consejo de Administración. Con base en este estudio, las empresas que en 1991 se encontraron en el 20% inferior respecto al desempeño, medido en el precio de las acciones, no incrementaron el número de consejeros externos en 1992 o 1993 de una manera diferente a los cambios que se presentaron en empresas que se encontraban en el 20% superior del desempeño. Por su parte, Denis y Sarin (1999) reportan que las empresas que incrementaron substancialmente el número de consejeros externos obtuvieron un desempeño por debajo de la media en los precios de las acciones. Otra conclusión que obtienen es que las empresas, a pesar de que incrementan o disminuyen la proporción de consejeros externos, tienen a regresar a la media con el paso del tiempo en relación al número de consejeros externos.

Siguiendo la línea que afirma que la relación existente entre la independencia del Consejo de Administración y el desempeño de la empresa no es tal, encontramos el estudio desarrollado por Bhagat y Black (2002) en el cual a partir de una muestra de las 934 empresas más grandes en Estados Unidos, en un horizonte de observación entre 1988 y 1991 se determinó el nivel de correlación existente entre el grado de independencia del Consejo de Administración, medido por la fracción de consejeros independientes, con diferentes medidas de desempeño de largo plazo, reportan que existe evidencia de que las empresas con baja

rentabilidad y pobre desempeño incrementan la independencia de sus Consejos de Administración, pero no existe evidencia que esta estrategia funcione. Empresas con Consejos de Administración más independientes no tienen un mejor desempeño que el resto de las empresas.

Como se ha podido observar, no existe una relación clara y contundente entre la composición del Consejo de Administración y un desempeño aceptable de las empresas, lo cual nos lleva a cuestionar la sabiduría convencional y propagada por organismos internacionales e inversionistas institucionales. Es importante señalar que la información que se tiene hasta el momento esta enfocada a empresas que tienen sus actividades en economías desarrolladas pero, ¿es acaso el mismo comportamiento en el resto de las economías?

Uno de los estudios que trata de abordar los problemas de gobierno corporativo en las economías emergentes es el desarrollado por Gibson (2003). Este estudio se concentra específicamente en tratar de estimar la efectividad del gobiernos corporativo a través de la relación entre los cambios en el Consejero General, CEO, y el desempeño de las empresas. El estudio es conducido con información recopilada de 1200 empresas en ocho diferentes países: Brasil, Chile, India, Corea del Sur, Malasia, México, Taiwán y Tailandia. Gibson reporta un par de conclusiones relevantes: los CEO´s de empresas en economías emergentes son más propensos a perder su trabajo cuando el desempeño de la empresa es

pobre, lo cual sugiere que los mecanismos de gobierno corporativo no son ineficientes en los mercados emergentes. La segunda conclusión es que para las empresas que tienen una alta concentración de acciones en manos de inversionistas locales, no existe una liga entre el cambio de CEO's y el desempeño de la empresa. Para esta muestra de empresas, los mecanismos de gobierno corporativo parecen ser ineficientes.

Como se mencionó en párrafos anteriores, el estudio de las relaciones existentes entre el Consejo de Administración, y sus características, y las acciones propias de gobierno corporativo se puede enfocar desde dos puntos de vista: el relacionado a actividades específicas como cambio del CEO, gastos en investigación y desarrollo, fraudes e información equivocada, etc. El otro enfoque es la relación con el desempeño de la empresa, medido a través de indicadores financieros.

Una forma de estudiar este segundo tipo de relaciones es analizar las reacciones del precio de las acciones ante los anuncios de cambios en la composición del Consejo de Administración. Rosenstein y Wyatt (1990) encontraron que los precios de las acciones tienen un incremento de 0.2%, en promedio, cuando las empresas anuncian la incorporación de un consejero externo. Este incremento es estadísticamente significativo, pero económicamente pequeño, y podría estar reflejando algunos efectos de signaling, más que una relación entre la

composición de Consejo de Administración y el desempeño de la empresa. Por ejemplo, el incorporar un consejero externo puede estar relacionado con la intención de resolver un problema específico de la empresa, más que la influencia del Consejo de Administración sobre acciones que repercutan en el desempeño.

En un estudio posterior, Rosenstein y Wyatt (1997), reportaron que los precios de las acciones no se incrementan ni disminuyen, en promedio, cuando se adiciona un consejero externo a los Consejos de Administración de las empresas. Reportan evidencia no robusta de que los precios de las acciones tienen una baja cuando se agrega un consejero externo y los consejeros internos existentes poseen menos del 5% de las acciones en un Consejo de Administración con más del 60% de consejeros externos. Por otro lado, reportan evidencia más robusta en relación a que los precios de las acciones se incrementan si se agrega un consejero externo a empresas donde los consejeros internos poseen entre el 5 y 25% de las acciones.

Algunos investigadores consideran que la efectividad de un Consejo de Administración puede disminuir cuando el tamaño del Consejo de Administración se incrementa sustancialmente (se considera de siete a nueve consejeros como un rango típico para el tamaño del Consejo de Administración)¹⁸. Varios estudios reportan evidencia de que algunos Consejos de Administración pueden ser

¹⁸ Michael C. Jensen. *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems* (1993). Martin Lipton y Jay Lorsch. *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance* (1992)

demasiado grandes. David Yermack (1996) reporta una correlación negativa entre el tamaño del Consejo de Administración y la Q de Tobin, además de una correlación negativa similar en relación a otras medidas contables para la rentabilidad. Eisenberg, Sundgren y Wells (1998) encontraron en su estudio también una correlación negativa entre el tamaño del Consejo de Administración y el retorno sobre activos y los márgenes de operación, tomando como referencia una muestra de 900 empresas pequeñas y medianas de Finlandia. Por su parte, Brown y Maloney (1998) encontraron que Consejos de Administración numerosos predicen precios de acciones más bajos cuando se adquieren empresas en tomas hostiles. De manera contraria, Bhagat y Black (1998) determinan que correlación inversa entre el tamaño del Consejo de Administración y el desempeño no es robusta para determinar el desempeño de la empresa.

Una forma indirecta de determinar si los Consejos de Administración tienen un gran número de integrantes es examinar los factores que afectan el tamaño del Consejo de Administración. Empresas que tienen un fuerte control interno tienden a tener Consejos de Administración con menos integrantes. Por ejemplo, Gertner y Kaplan (1996) reportan que las empresas que han recomprado sus acciones después de ser empresas públicas, tienen Consejos de Administración más pequeños que las empresas públicas. Agrawal y Knoeber (1999) indican que las empresas donde el fundador ocupa la posición de CEO tienen Consejos de Administración más pequeños. Esto podría indicarnos que existen empresas que

tienen Consejos de Administración más grandes, pero también nos puede indicar que existen factores externos que afectan el tamaño del Consejo de Administración.

La forma directa de determinar el efecto que puede existir entre la composición del Consejo de Administración y el desempeño de la empresa es medir el desempeño financiero y la correlación entre la composición del Consejo de Administración. Este enfoque ha sido adoptado por varios investigadores, teniendo resultados diversos y no concluyentes. La mayoría de los estudios encuentran una pequeña correlación, pero un grupo de estudios recientes reportan evidencia negativa de la correlación entre la independencia del Consejo de Administración, medida a través de la proporción de consejeros independientes, y el desempeño de la empresa.

Uno de los primeros estudios realizados es el de Stanley Vance (1964), que reporta una correlación positiva entre la proporción de consejeros internos y diferentes medidas de desempeño. Por su parte, estudios elaborados por Baysinger y Butler (1985), Hermalin y Weisbach (1991), MacAvoy, Cantor, Dana y Peck (1983) y Mehran (1995) reportan en todos los casos correlación no significativa al comparar el desempeño del mismo año y la composición del Consejo de Administración. Baysinger y Butler (1985) reportan que la proporción de consejeros independientes en 1970 está correlacionada con los retornos de las

acciones, medido en 1980. Una observación sobre este estudio es que sólo se utiliza una medida de desempeño y el periodo es demasiado largo para considerar que el único efecto en este desempeño positivo está relacionado con la composición del Consejo de Administración.

Existen varios estudios recientes, los cuales sugieren que el contar con un Consejo de Administración con más miembros independientes puede tener un desempeño peor al promedio. Yermack (1996) reporta una correlación negativa significativa entre la proporción de consejeros independientes y la Q de Tobin, al efectuar regresiones con mínimos cuadrados, pero este efecto desaparece al realizar regresiones de efectos fijos y encuentra no correlación significativa con la composición del Consejo de Administración y otras medidas de desempeño. Las conclusiones obtenidas por Yermack son confirmadas por un estudio posterior elaborado por Barnhart y Rosenstein (1998) al utilizar regresiones con mínimos cuadrados y regresiones con ecuaciones simultáneas. Agrawal y Knoeber (1996) reportan correlaciones negativas a las de los estudios anteriores entre la proporción de consejeros externos y la Q de Tobin. Posteriormente (1999), ellos mismos indican que esta correlación pierde significancia al incluir en la regresión variables adicionales que tratan de aproximar la dependencia de la empresa al impacto de decisiones políticas. Anderson et al. (1998) reportan en su estudio una correlación negativa significativa entre la proporción de consejeros independientes y la razón precio/ventas; en todo caso esta correlación sólo aplica

a empresas que tienen un solo giro y no a empresas que tienen diversificada su operación.

La gran mayoría de los estudios se concentran en estudiar el efecto de la composición de Consejo de Administración contra el desempeño de la empresa, haciendo énfasis en la proporción de los consejeros independientes o en los consejeros internos; los consejeros externos afiliados son normalmente excluidos de este análisis. Klein (1999) no encuentra evidencia de una relación consistente entre diferentes tipos de consejeros externos afiliados y el desempeño de la empresa. También reporta que este tipo de consejeros son más probables de encontrar en Consejos de Administración donde la experiencia es muy útil a las empresas, con lo cual adoptan un rol más activo en las decisiones, convirtiendo su calidad de externos en algo dudoso.

METODOLOGÍA

Para tratar de probar la posible relación que hay entre la composición de los Consejos de Administración de empresas mexicanas y su desempeño se realizará un estudio de sección cruzada con base en una muestra de empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores, específicamente empresas que no sean del sector financiero.

Los datos se obtendrán a partir del informe anual que se encuentra reportado y está disponible a través de la página de internet de la Bolsa Mexicana de Valores, ya que en el local de la misma no se encuentran copias de los informes anuales que deberían de entregar. Es importante señalar que no todas las empresas listadas han cumplido con la obligación que por ley les indica que deberán entregar el reporte anual. La información adicional relacionada con el desempeño financiero, así como otros indicadores han sido obtenidas de la base de datos de ECONOMÁTICA®.

Definición de Hipótesis

En este trabajo se buscarán probar las siguientes dos hipótesis, derivadas del estudio del marco teórico donde se señala la relevancia de medir el efecto de las prácticas de gobierno corporativo, operacionalizado por medio de las

características del Consejo de Administración: composición y tamaño; y su impacto en el desempeño financiero de la empresa

H1: Existe una correlación baja positiva entre el desempeño financiero de la empresa mexicana y la composición del Consejo de Administración (proporción de consejeros independientes)

H2: Existen una correlación baja positiva entre el desempeño financiero de la empresa mexicana y el número de consejeros en el Consejo de Administración

En el caso de la primera hipótesis, y de acuerdo a la sabiduría convencional promovida por organismos internacionales y estudios en economías desarrolladas, esperamos que en el caso de México, exista esa correlación positiva, pero en un nivel bajo, debido a que las medidas implementadas en relación al Gobierno Corporativo han tenido muy poca difusión y no se ha determinado su obligatoriedad, empezando por una estandarización e el reporte de la información.

Sobre la segunda hipótesis a probar, también se espera que la correlación sea positiva respecto al tamaño del Consejo de Administración y el desempeño financiero de la empresa y, aunque se utilizará una variable que trate de medir el

efecto de un Consejo de Administración demasiado grande, no se esperan obtener resultados consistentes al respecto.

Obtención de Datos

Los datos utilizados para este estudio están compuestos por la información reportada de 70 empresas no financieras que cotizaron en la Bolsa Mexicana de Valores durante el año 2003, las cuales han presentado sus reportes anuales y están disponibles en formato electrónico. De este reporte anual se obtuvo la información relacionada con las características del Consejo de Administración de cada una de las empresas: número de integrantes y calidad: independientes, internos, relacionados, etc.

Datos financieros como total de activos, ROA, ROE, precio de la acción en el mercado, Valor de la acción en libros y otras más que se describen en la siguiente sección fueron obtenidas de ECONOMÁTICA®.

Selección de Variables

El valor de la firma se ha aproximado mediante un par de variables. La primera de ella, y que es consistente con otros estudios llevados a cabo en esta área es la razón entre el valor de mercado y valor en libros de la acción (MB) (Barnhart,

1994). La segunda variable que se ha determinado utilizar como indicador del valor de la empresa es una adecuación de la Q de Tobin¹⁹. La razón de utilizar un par de medidas de desempeño para poder aproximar el valor de la empresa es el poder realizar un análisis de sensibilidad que permita confirmar los resultados obtenidos con la razón Valor de mercado – valor libros como variable dependiente.

Específicamente, en el caso de la variable Q de Tobin, se seleccionó para aproximar el desempeño financiero de la empresa debido a la forma en cómo es definida. La Q de Tobin (Q) se define como la relación entre el valor de mercado de una firma y el costo de reposición de los activos de la firma²⁰. Los valores de esta razón por encima de 1, implican que la firma cuenta con activos intangibles como presencia en el mercado, reconocimiento y, en general cualquier tipo de ventaja competitiva. Uno de estos activos intangibles y valiosos es la organización interna de las empresas y el bajo nivel de costos de agencia que puede generar una empresa dependiendo de la forma en cómo se regula y aplica sus prácticas de gobierno corporativo. Por lo tanto, dado que la composición de Consejo de Administración y el tamaño del mismo pueden influir en la organización de la empresa, entonces pueden ser considerados activos intangibles. Otra medida

¹⁹ Existen numerosos estudios donde la Q de Tobin se utiliza como variable dependiente. Entre estos estudios se encuentran los realizados por Agrawal & Knoeber, 1996; Yermack, 1996; Bahgat & Black, 1998; Bahgat & Jefferis, 2002; Weir et al , 2002.

²⁰ Definida por James Tobin en 1969. El valor de mercado de una firma corresponde al valor presente de los beneficios económicos esperados (market value added) más la inversión inicial en activos. (Name A. & Duque G. Q de Tobin e información asimétrica en los mercados de capitales: un análisis empírico, 2002)

para aproximar el desempeño financiero de la empresa el la razón entre el valor de mercado y de libros de las acciones.

Para el análisis que se ha realizado, se utilizó una versión de la Q de Tobin, denominada Q financiera y se define como la razón del valor en libros de los pasivos más el valor de mercado de la acción respecto al valor en libros de los pasivos más el valor de libros de la acción²¹

Dentro de las variables independientes que se han seleccionado, en función de las hipótesis a comprobar, se encuentra el tamaño del Consejo de Administración, medido en función del número de integrantes del mismo.

La composición del Consejo de Administración y el grado de independencia entre éste y el equipo administrativo y operador de la empresa se aproximará mediante la proporción de consejeros externos respecto al total de los consejeros, pero dada la importancia de esta variable respecto al impacto que tendrá en las variables dependientes antes mencionadas, vale la pena hacer algunas precisiones.

Mientras que el concepto de consejero no independiente (insider) es prácticamente claro (consejeros que al mismo tiempo desarrollan actividades

²¹ Esta versión de la Q de Tobin, denominada Q Financiera fue desarrollada por López, de Andrés & Azofra en su estudio Corporate Boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness, 2005.

como administradores dentro de la empresa y que, por lo tanto, cuentan con información respecto a la operación de la empresa y pueden provocar problemas de agencia), el concepto de consejero independiente (outsider) tiene diferentes interpretaciones e incluso denominaciones: independiente, afiliado, relacionado, asociado, etc. Esta falta de un significado claro y específico está en función del nivel de independencia que los consejeros pueden tener respecto a otros consejeros y administradores de la empresa. En algunas ocasiones esta distinción se basa en la no relación familiar, de negocios o propiedad de parte de la firma. Es realmente difícil determinar cuáles de los consejeros externos son realmente independientes o afiliados. En el caso del estudio en cuestión, dado que no existe una uniformidad en la forma en que cada una de las empresas reportan la información, así como la diversidad de términos y definiciones, se define a un consejero externo como aquellos que nunca han sido ejecutivos de la empresa (Brorokhovich, 1996)²²

Los valores para estas dos variables fueron obtenidas directamente de la información reportada en los informes anuales consultados en su versión electrónica.

²² Esta clasificación difiere de la usada por Weisbach (1988) o Byrd y Hickman (1992), donde se define una tercera clase de consejero externo dependiente, o consejero gris, definido por miembros del Consejo de Administración como abogados, banqueros, que no son parte de la empresa, pero que tienen una relación muy estrecha con ella. Se prefirió esta clasificación debido a lo problemático para conseguir información en todos los casos de otras actividades que desarrollan los consejeros

También se han definido variables de control: El nivel de apalancamiento de la empresa (LEVERAGE), es una variable de control (razón de deuda respecto al total de activos). El nivel de apalancamiento de la empresa tiene un impacto importante positivo en la Q de Tobin, ya que disminuye el nivel del flujo de efectivo disponible que se puede utilizar por los administradores para alcanzar sus objetivos, en perjuicio de la riqueza de los accionistas (Jensen, 1986).

Se han incluido variables para controlar el efecto del tamaño de la empresa, medida en función de los activos, del valor de la firma (Firm Value) y total de ventas. En todos los casos, utilizando el logaritmo de estos indicadores. Al utilizar estas variables de control se minimiza el efecto que por cuestiones de tamaño pueden presentar divergencias los valores de la Q financiera para empresas grandes o pequeñas

Para controlar otros factores que pudieran afectar nuestras dos variables dependientes se incluyen variables dummy, específicamente relacionada con el sector a donde pertenecen las empresas (consistente con la clasificación de la Bolsa Mexicana de Valores).

Variable	Media	Mediana	Desviación Estándar	Mínimo	Máximo
Q FINANCIERA	1.2233	0.9697	0.8753	0.2213	5.8957
VALOR MERCADO/VALOR	1.2460	0.9900	0.9700	0.0600	4.6000

LIBROS					
% CONSEJEROS INDEPENDIENTES	0.4189	0.3750	0.1457	0.2000	0.8182
TAMAÑO CONSEJO ADMINISTRACION	10.869	11.000	3.4810	5.0000	21.000

Especificación Empírica

En esta sección se describe el modelo que se utilizará para probar la hipótesis. Después de haber utilizado la versión más simple del modelo, donde se mide por separado el efecto del tamaño del Consejo de Administración y de la composición del mismo en el desempeño financiero de la empresa, aproximado de manera inicial por la variable Valor Mercado / Valor Libros (P/VL), se ha procedido a la incorporación de diferentes variables de control para hacer más completo el modelo.

Las relaciones antes mencionadas entre desempeño y características del Consejo de Administración se ha estimado utilizando modelos de regresión mediante mínimos cuadrados ordinarios.

En este punto es importante señalar que se han seguido las metodologías sugeridas por un par de artículos de la especialidad, el primero desarrollado por Álvarez, Ansón y Méndez (1998) y la otra desarrollada por De Andres, Azofra y

López (2005). La intención de utilizar estas dos metodologías, es reforzar los resultados obtenidos, mediante la revisión modelos que, aunque presentan algunas variaciones operacionales, especialmente en la selección de variables, son esencialmente iguales.

Metodología 1

Utilizando modelos de regresión mediante MCO, se han desarrollado un par de modelos. El primer conjunto de regresiones analiza la relación entre el desempeño de la firma y la composición del Consejo de Administración. El segundo grupo de regresiones hace lo propio entre el desempeño de la firma y el tamaño del Consejo de Administración. En las dos series de regresiones, se utilizó como variable dependiente, en primer término la variable Valor Mercado / Valor Libros (P/VL) y en segundo término la Q financiera.

Desempeño Financiero y Composición del Consejo de Administración

En primer lugar, se realizó una prueba de hipótesis para conocer si existían diferencias significativas entre el desempeño de la empresas que cuentan con una proporción de consejeros independientes mayor que la media respecto a empresas con proporción de consejeros independientes menor a la media. El resultado de esta prueba de hipótesis indica que con una confiabilidad del 95%, o

incluso si se aumenta el nivel de confiabilidad, que no hay una diferencia estadística entre las empresas que cuentan con más consejeros independientes respecto al resto de las empresas. Este primer resultado empieza a ser indicador de que la filosofía convencional que apoya la idea de que a mayor independencia del Consejo de Administración, mejor desempeño financiero de la empresa.

VARIABLE	Valor de la media en la submuestra con la proporción de Consejeros Independientes debajo de la Media	Valor de la media en la submuestra con la proporción de Consejeros Independientes encima de la Media	Estadístico t (valor de la probabilidad)
Q FINANCIERA	1.177	1.26	0.661
VALOR MERCADO/VALOR LIBROS	1.235	1.26	0.536

Estos resultados no indican el efecto positivo de contar con una mayor proporción de consejeros independientes en el desempeño de la empresa.

Continuando con el proceso para corroborar este efecto, se han realizado una serie de regresiones en las que se han ido incorporando poco a poco las variables para generar un modelo más completo.

En los primeros cuatro modelos se ha utilizado como variable dependiente a la variable definida anteriormente como Q financiera (FINAN Q) y en los segundos

cuatro modelos, se ha cambiado la variable dependiente y se utilizó la razón Valor de Mercado – Valor en libros de la acción de la empresa (P/VL).

El primer modelo considera sólo la proporción de consejeros independientes como variable explicatoria. De los resultados se observa que no es estadísticamente significativa la relación entre las dos variables. El segundo modelo incluye una serie de variables dummy utilizadas para conocer el efecto del sector al cual pertenecen las empresas. El ajuste ha mejorado, pero de igual forma, la relación continúa siendo no significativa. El tercer modelo incluye, además de las variables utilizadas, la inclusión de variables de control como lo son el Nivel de Endeudamiento (LEVERAGE), así como el efecto del tamaño de la empresa, medida por el Logaritmo de los Ingresos (INGRESOS). Para este modelo, el ajuste mejora notablemente, de tal forma que la proporción de consejeros independientes se vuelve significativa al considerar un nivel de confianza del 90%, pero no es suficiente para una confiabilidad del 95%. El en último modelo que considera la utilización de la variable Q Financiera como variable dependiente, se ha anexado la utilización de una variable de control adicional respecto al tamaño de la empresa, medida por el Logaritmo del Valor de la Firma (FIRM VALUE)). Este modelo mejora en lo general, al reportar de manera global un mejor ajuste, pero la relación entre la variable dependiente y la proporción de consejeros independientes se vuelve ligeramente no significativa con una confiabilidad del 90%. Es importante señalar que en cada uno de los cuatro

modelos, el coeficiente de la variable de proporción de consejeros independientes reporta un signo negativo, lo cual indicaría un efecto contrario al esperado.

Como se mencionó anteriormente, para los siguientes 4 modelos se realizó un cambio en la variable dependiente, siendo ahora la razón valor de mercado – valor en libros de la acción. Una vez realizado este cambio, las regresiones se efectuaron de igual forma.

El modelo cinco, sólo muestra como variable independiente a la proporción de consejeros independientes, indicándonos una relación no significativa. Para el siguiente modelo, se incluyó el efecto de las variables dummy relacionadas con el sector al que pertenecen las empresas, sin tener variación respecto a la significancia del efecto hacia la variable dependiente. Se procedió de igual forma con el modelo siete, al incluir variables de control respecto al tamaño de la empresa y, finalmente, en el modelo ocho, donde se incluyen las variables de control como ingresos y el valor de la firma, se obtuvo que la proporción de consejeros independientes sea significativa con un nivel de confiabilidad del 90%. Estos últimos cuatro modelos también reportan un coeficiente para la variable de proporción de consejeros independientes negativo.

Al comparar los ocho modelos, se observa que el mejor ajuste se obtiene en el último modelo, tanto de manera global, como en el nivel de significancia de la variable en estudio.

Estos resultados indican una relación negativa entre el desempeño financiero, medido por las dos variables utilizadas, y la proporción de consejeros independientes. Adicionalmente, dados los niveles de confiabilidad utilizados, la relación entre estas variables es ligeramente significativa y no es consistente al utilizar modelos similares, con lo cual no se puede afirmar categóricamente que la proporción de consejeros externos, en las empresas analizadas, afecta de manera favorable el desempeño financiero.

	VARIABLE DEPENDIENTE				VARIABLE DEPENDIENTE			
	Q FINANCIERA				VALOR MERCADO / VALOR LIBROS			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
C Indep	-0.8808	-1.0578	-1.2242	-1.2284	-0.5843	-0.6194	-0.9287	-1.0140
<i>Probabilidad</i>	0.194	0.167	0.097	0.107	0.472	0.438	0.203	0.095
Leverage			-0.1430	0.1033			-0.5252	-0.3272
<i>Probabilidad</i>			0.823	0.865			0.369	0.500
Ingresos			0.4550	-0.8218			0.5816	-0.6939
<i>Probabilidad</i>			0.006	0.022			0.000	0.015
Firm Value				1.2721				1.3092
<i>Probabilidad</i>				0.000				0.000
Sector	NO	SI	SI	SI	NO	SI	SI	SI

Industrial								
F	1.72	0.99	1.44	2.41	0.52	2.79	3.97	6.93
<i>Probabilidad</i>	0.194	0.477	0.148	0.007	0.472	0.003	0.000	0.000
R² ajustado	0.9%	0.0%	8.8%	26.1%	0.0%	26.9%	40.9%	59.4%

C Indep: Proporción de Consejeros Independientes

Leverage: Nivel de apalancamiento de la empresa. Razón de Deuda total – Total de activos

Ingresos: Logaritmo de los ingresos de la empresa

Firm Value: Logaritmo del valor de la empresa

Sector Industrial: variables dummy para especificar el sector industrial al que pertenece la empresa

NOTA: PARA CADA UNA DE LAS VARIABLES, SE INCLUYE EL VALOR DEL COEFICIENTE CORRESPONDIENTE Y LA PROBABILIDAD ASOCIADA

Desempeño Financiero y Tamaño del Consejo de Administración

Para tratar de determinar la relación existente entre el desempeño financiero de la empresa y el tamaño del Consejo de Administración se desarrollaron ocho modelos de regresión, utilizando también mínimos cuadrados ordinarios, de los cuales los primero cuatro corresponden a modelos donde la variable dependiente es la variable Q financiera (FINANCIAL Q) y el resto de los modelos la variable dependiente seleccionada es la razón valor de mercado – valor en libros de la acción.

El modelo uno utiliza únicamente como variable explicatorio el tamaño del Consejo de Administración, aunque es importante señalar que se utilizó una variable adicional que es el tamaño del Consejo de Administración elevado al cuadrado. La razón de utilizar esta variable adicional radica en el efecto que puede tener un Consejo de Administración o muy pequeño o demasiado numeroso. Estos dos términos de manera conjunta forman una relación no lineal entre el tamaño del Consejo de Administración y el desempeño de la empresa. Los resultados de este primer modelo indican que el coeficiente del término lineal del tamaño del Consejo de Administración presenta un signo negativo, pero estadísticamente no es significativo; por otro lado, el término cuadrático presenta un coeficiente positivo y estadísticamente significativo con una confiabilidad del 90%.

El segundo modelo incorpora el efecto de las variables dummy respecto al sector donde se clasifica la empresa, manteniéndose los resultados del primer modelo. El siguiente modelo incorpora variables de control como el nivel de endeudamiento y el tamaño de la empresa, medido por el logaritmo de los ingresos: los resultados obtenidos son consistentes, aunque mejora un poco el ajuste del modelo. En el cuarto modelo, se incorpora otra variable de control, el logaritmo del valor de la empresa, pero no da un valor agregado al modelo. A lo largo de estos cuatro modelos es consistente que el signo de la variable tamaño del Consejo de Administración es negativa y en ninguno modelo es

estadísticamente significativa. Por el contrario, el término cuadrático mantiene un coeficiente positivo, pero prácticamente igual a cero y sólo significativo en tres de los modelos.

Al cambiar la variable dependiente, utilizando ahora la razón de valor mercado – valor libros de la acción, se realizaron las mismas regresiones. El primer modelo sólo considera el tamaño del Consejo de Administración, lineal y cuadrático, pero ninguno de los dos es estadísticamente significativo. Al incorporar las variables correspondientes al sector, el modelo mejora notablemente: los dos términos respecto al tamaño del Consejo de Administración se vuelven significativos. El mejor modelo es el tercero, el cual incluye un par de variables de control, manteniéndose las dos variables como significativas y el modelo tiene el mejor ajuste.

Es importante señalar que los signos de estas variables a lo largo de los ocho modelos se mantienen negativos para el término lineal y positivo para el término cuadrático del tamaño del Consejo de Administración. Esto parece contradictorio con lo reportado por Álvarez, Ansón y Méndez (1998) donde se obtuvieron signos contrarios, indicando que el aumentar un miembro al Consejo de Administración ayuda a mejorar al desempeño, pero en el caso de un Consejo de Administración numeroso, el aumentar un miembro, no beneficia el desempeño de la empresa debido al problema intrínseco de coordinar Consejos de Administración

numerosos y toma de decisiones lentas. En el caso de las empresas mexicanas, al contar con Consejos de Administración más bien pequeños, el efecto de un integrante más sólo se percibe como positivo cuando el Consejo de Administración es considerablemente grande. En todo caso, no queda totalmente clara la relación entre el tamaño del Consejo de Administración y el desempeño de la empresa.

	VARIABLE DEPENDIENTE Q FINANCIERA				VARIABLE DEPENDIENTE VALOR MERCADO / VALOR LIBROS			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
TConsejo	-0.1795	-0.1965	-0.1980	-0.0735	-0.2103	-0.2690	-0.2936	-0.1798
<i>Probabilidad</i>	0.220	0.238	0.237	0.657	0.218	0.115	0.062	0.184
TConsejo2	0.0104	0.0118	0.0111	0.0056	0.0100	0.0125	0.0119	0.0064
<i>Probabilidad</i>	0.083	0.071	0.092	0.386	0.150	0.058	0.050	0.225
Leverage			-0.2446	-0.1049			-0.4357	-0.2582
<i>Probabilidad</i>			0.699	0.866			0.460	0.608
Ingresos			0.2953	-0.7822			0.5373	-0.6420
<i>Probabilidad</i>			0.078	0.031			0.001	0.029
Firm Value				1.0899				1.2524
<i>Probabilidad</i>				0.002				0.000
Sector Industrial	NO	SI	SI	SI	NO	SI	SI	SI
F	4.91	1.67	1.71	2.36	1.56	2.92	3.97	6.30
<i>Probabilidad</i>	0.010	0.077	0.063	0.007	0.217	0.001	0.000	0.000
R² ajustado	9.1%	12.1%	14.0%	26.4%	1.5%	30.9%	42.2%	58.0%

TConsejo: Número de Consejeros

Leverage: Nivel de apalancamiento de la empresa. Razón de Deuda total – Total de activos

Ingresos: Logaritmo de los ingresos de la empresa

Firm Value: Logaritmo del valor de la empresa

Sector Industrial: variables dummy para especificar el sector industrial al que pertenece la empresa

NOTA: PARA CADA UNA DE LAS VARIABLES, SE INCLUYE EL VALOR DEL COEFICIENTE CORRESPONDIENTE Y LA PROBABILIDAD ASOCIADA

Metodología 2

Siguiendo ahora la metodología propuesta por de Andrés, Azofra y López (2005), se medirá el efecto del tamaño y composición del Consejo de Administración en el desempeño financiero de la empresa. En este caso, se realizarán regresiones utilizando mínimos cuadrados ordinarios.

Para los dos primeros modelos, se utiliza como variable dependiente la razón de valor de mercado – valor en libros de la acción, obteniéndose como resultados que el tamaño del Consejo de Administración no es estadísticamente significativo, pero sí la proporción de consejeros independientes. Respecto a los signos de los coeficientes de estas variables, en ambos modelos se observa que es negativo. Estos dos modelos incorporan variables de control como las correspondientes al sector de la empresa, así como el nivel de endeudamiento (LEVERAGE), el tamaño de la empresa medido por el logaritmo de los ingresos y se incluye el ROA (Return of Assets) de las empresas. De estas variables, el nivel de endeudamiento es no significativo y por el contrario el ROA de manera obvia es altamente significativo.

Para verificar estos resultados, se modificó la variable dependiente, utilizando ahora la Q financiera (FINANCIAL Q) y los modelos se mantuvieron en su especificación. El primer modelo utilizó la variable del tamaño del Consejo de Administración, medida a través del logaritmo y las variables de control ya utilizadas. El resultado es consistente: se mantiene la no significancia del tamaño del Consejo de Administración, pero ahora el signo del coeficiente es positivo. El modelo dos incluye la proporción de consejeros independientes, manteniéndose el signo negativo del coeficiente y ahora se vuelve no significativa como variable para explicar el desempeño financiero de la empresa.

Continuando con nuestro proceso para medir la sensibilidad y consistencia de los resultados obtenidos en los dos primeros modelos, ahora se decidió utilizar al ROA como variable dependiente²³. Al utilizar como variable explicativa sólo el tamaño del Consejo de Administración, se obtuvo que no es estadísticamente significativa y tener un signo positivo. El segundo modelo con el ROA como variable dependiente reporta que tanto el tamaño del Consejo de Administración y la proporción de consejeros independientes son no significativas.

	VARIABLE DEPENDIENTE VALOR MERCADO	VARIABLE DEPENDIENTE Q FINANCIERA	VARIABLE DEPENDIENTE ROA
--	--	---	--------------------------------

²³ Se determinó utilizar como otra medida de eficiencia financiera al ROA, indicador contable del desempeño de la empresa. Existen algunas críticas respecto al indicadores como la Q financiera o la razón Valor mercado – valor libros de la acción dado que pueden verse afectadas por los “estados de ánimo” del mercado y los efectos que este ambiente del mercado tiene sobre las empresas, que no necesariamente están ligados al desempeño real de la empresa. Las medidas de desempeño contables no sufren estos efectos, debido a que están basadas en hechos reales.

	/ VALOR LIBROS					
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
TConsejo	-0.4013	-0.7505	1.5713	1.2908	3.26	4.88
<i>Probabilidad</i>	0.652	0.404	0.107	0.185	0.790	0.692
C Indep		-1.2192		-1.1869		9.937
<i>Probabilidad</i>		0.093		0.111		0.303
ROA	0.0190	0.0204	0.0098	0.0120		
<i>Probabilidad</i>	0.022	0.013	0.286	0.192		
Leverage	-0.2167	-0.0713	-0.2145	-0.0774	-16.762	-17.131
<i>Probabilidad</i>	0.715	0.904	0.747	0.907	0.048	0.044
Ingresos	0.4741	0.5168	0.2884	0.3150	4.377	4.164
<i>Probabilidad</i>	0.004	0.002	0.101	0.071	0.047	0.059
Sector Industrial	SI	SI	SI	SI	SI	SI
F	4.16	4.23	1.44	1.54	4.14	3.97
<i>Probabilidad</i>	0.000	0.000	0.145	0.104	0.000	0.000
R² ajustado	43.8%	45.7%	9.3%	11.7%	39.1%	39.2%

TConsejo: Logaritmo del Número de Consejeros

C Indep: Proporción de Consejeros Independientes

ROA: Retorno sobre Activos

Leverage: Nivel de apalancamiento de la empresa. Razón de Deuda total – Total de activos

Ingresos: Logaritmo de los ingresos de la empresa

Sector Industrial: variables dummy para especificar el sector industrial al que pertenece la empresa

NOTA: PARA CADA UNA DE LAS VARIABLES, SE INCLUYE EL VALOR DEL COEFICIENTE CORRESPONDIENTE Y LA PROBABILIDAD ASOCIADA

CONCLUSIONES

Una de las propuestas que el sentido común ha impulsado en los últimos años es que el desempeño financiero de una empresa se ve positivamente influenciado por la calidad del Consejo de Administración, medida esta calidad en términos del tamaño y la proporción de consejeros independientes.

En el caso de las empresas mexicanas consideradas para este estudio y después de la operacionalización utilizada, donde se decidió seguir dos metodologías, que son similares y que al mismo tiempo cada una de ellas tienen sus aspectos particulares, se observa que los resultados no son los esperados, especialmente si se comparan con los estudios efectuados para empresas pertenecientes a economías con un mercado más desarrollado, como podrían ser Estados Unidos, Inglaterra, Australia, España o incluso en otros mercados donde las acciones emprendidas por sus gobiernos en términos de iniciativas para mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo tienen más tiempo implantadas.

La conclusión más relevante de este estudio es la relación entre el desempeño financiero de la empresa mexicana y la proporción de consejeros independientes. En los diferentes modelos utilizados, se puede encontrar la consistencia de esta influencia, aunque es importante señalar que el nivel de confiabilidad es de sólo el 90%, lo cual para estudios de esta naturaleza podría ser considerado un poco

bajo. Esta consistencia se observa a lo largo de los modelos generados en las dos metodologías utilizadas, y se confirma al momento de cambiar la variable dependiente para realizar nuestro análisis de sensibilidad.

En todos estos casos se encontró que los resultados son consistentes en términos de la influencia, pero son contradictorios en términos del efecto: por un lado, en los modelos de regresión se observa que el signo del coeficiente de la variable que mide la proporción de consejeros independientes dentro del Consejo de Administración siempre es negativo. Esto podría intuirse ya que al realizar la primer prueba de hipótesis donde se compara el desempeño de las empresas al clasificarlas en dos grupos, precisamente tomando como criterio la proporción de consejeros independientes, se observa que estadísticamente no hay una diferencia entre los dos grupos al contar con mayor proporción de consejeros independientes.

En el caso del estudio de la otra característica del Consejo de Administración, el número de consejeros, se observa que a lo largo de los modelos utilizados con ambas metodologías, sólo en 2 de los 22 modelos se encontró una relación significativa entre el factor del tamaño del Consejo de Administración y el desempeño financiero, lo cual nos indica que, al menos en las empresas mexicanas, el tamaño del Consejo de Administración no es relevante para el desempeño financiero. En todos estos modelos se observó que el signo del

coeficiente obtenido en las regresiones es negativo, lo que nos indica una posible correlación negativa, pero estadísticamente no significativa, observando las probabilidades asociadas a cada coeficiente en los modelos. Si observamos el efecto de contar con un Consejo de Administración bastante numeroso, medido por el efecto cuadrático del número de consejeros, se observa que en los ocho modelos donde se utilizó se obtuvo una correlación positiva y en la mayoría de los casos, significativa. Estos dos resultados son contradictorios: por un lado el número de consejeros no es significativo, pero sí cuando se trata de un Consejo de Administración numeroso y su efecto es positivo en el desempeño financiero de la empresa.

Estas dos conclusiones obtenidas para las empresas mexicanas, a partir del conjunto de datos utilizados y que corresponden únicamente al año 2003, no son concluyentes y categóricas para afirmar la creencia de que las mejores prácticas de gobierno corporativo conducen a un desempeño superior de las empresas. Es cierto que no se ha podido mejorar los modelos debido a que faltaría incorporar otras variables como en número de reuniones anuales que sostienen los Consejos de Administración, así como en nivel de ausentismo que se existe en estas reuniones. Otra variable que sería importante incorporar es el tipo y nivel de compensaciones obtenidas por los integrantes del Consejo de Administración. Esta información no está disponible para todas las empresas que reportan anualmente a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

Recordemos que hasta el momento sólo se les requiere a las empresas información del Consejo de Administración a partir del reporte anual correspondiente al año 2003. Esta limitante de información no permite efectuar un estudio a lo largo de diferentes periodos, para poder monitorear el desempeño de las empresas y las características del Consejo de Administración. Adicionalmente no existe una estandarización, en la práctica, en la forma en cómo se reporta la información, provocando que en algunos casos no sea posibles poder identificar de manera clara la filiación de los integrantes del Consejo de Administración.

Esta información se puede considerar como soporte para cuestionar la incorporación de mejores prácticas regulatorias en el tema de gobierno corporativo, como la inclusión de las medidas de la Ley Sarbanes-Oaxley en la legislación mexicana.

A lo largo de los estudios realizados por diferentes académicos y, recopilados por Beth Young (2003)²⁴, se ha demostrado la no consistente relación entre un mejor desempeño de las empresas y la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo. En un estudio reciente elaborado por Bhagat y Black (2002) no se

²⁴ En el artículo elaborado por Beth Young, sólo menciona un caso donde se demuestra una relación estadísticamente significativa entre en nivel de independencia del Consejo de Administración y un mejor desempeño financiero. El estudio fue desarrollado por Paul Macavoy e Ira Miller, quienes encontraron una relación positiva entre la independencia del Consejo de Administración y la medición del desempeño de la empresa a través del Valor Económico Agregado (EVA)

encontró correlación entre el grado de independencia del Consejo de Administración y cuatro medidas del desempeño financiero de la empresa, incluyendo variables de control respecto a las características de propiedad, tamaño de la empresa, tamaño del Consejo de Administración y sector industrial.

La falta de una relación consistente a lo largo de los estudios empíricos entre la independencia del Consejo de Administración y el desempeño financiero de la empresa no significa que las empresas deban detener el proceso de mejorar este nivel de independencia, a pesar de los diferentes comentarios que el exceso de regulación sólo deja en claro un aumento en los costos de agencia²⁵, pero no el beneficio y garantía para evitar fraudes. En todo caso, es importante señalar que incrementar al nivel de independencia de los consejeros no debe ser la panacea para un problema de pobre desempeño de la empresa u otras fallas que pudiera presentar en sus actividades el Consejo de Administración.

Es importante señalar que una de las principales razones por las cuales las prácticas de gobierno corporativo que se han tratado de implementar en el sistema financiero mexicano responden a presiones externas, representadas por la OECD y por adoptar mecanismos que impulsan otros mercados, como el caso

²⁵ “En los últimos 11 meses, una tercera parte de las empresas mexicanas que cotizaban en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE, por sus siglas en inglés) dejaron de hacerlo y argumentaron altos costos para cumplir con la regulación de ese mercado.

Las compañías que salieron, entre octubre del año pasado y septiembre del 2005, son: Maseca, Desc, Ceramic, TV Azteca, Elektra, Iusacell e IMSA; por lo que, de las 23 que operaban en ese mercado, ahora se mantienen 16”. (Diario Reforma, Septiembre 21, 2005)

de la SEC (Securities and Exchange Comisión), pero al mismo tiempo, debe de haber una adecuación de éstas, ya que como señalan Carlyn y Mayer (2000) a la luz del análisis entre la influencia del sistema financiero en el desempeño económico, se puede concluir que no existe un sistema financiero o de gobierno específico que pueda controlar de manera adecuada los problemas de agencia y que las soluciones debieran obtenerse al contar con un mercado más competitivo y esto se confirma con la correlación entre el crecimiento económico y desarrollo de los sistemas bancarios y de los mercados accionarios.

A pesar de los resultados obtenidos en los análisis llevado a cabo en este estudio, considero que para apuntalar la teoría de que mejores prácticas de gobierno corporativo sí mejoran el desempeño financiero de la empresa, se requiere contar con más información para realizar un estudio de diferentes periodos, así como pedirles a las empresas que reporten más datos relacionados a sus prácticas de gobierno corporativo y lograr la estandarización en la forma en como es reportada esta información.

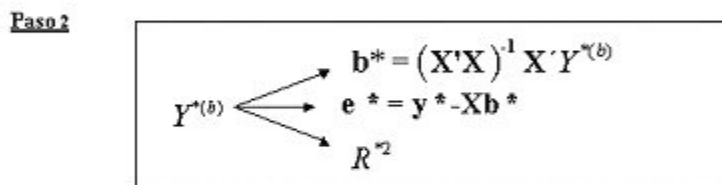
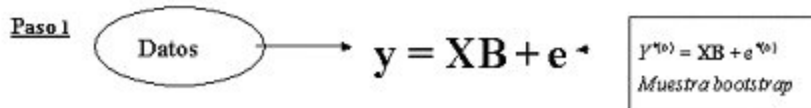
Como se mencionó en la sección de Metodología, se determinó una muestra de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que entregaron su reporte anual 2003 como la base para obtener los datos a utilizar en el estudio realizado. Esta muestra, podría parecer pequeña si se le compara con las utilizadas por otros estudios, especialmente en el caso del mercado

estadounidense. Una forma de resolver los posibles problemas que se pudieran presentar al trabajar con muestras pequeñas es utilizar técnicas estadísticas alternativas a la tradicional metodología de Mínimos cuadrados ordinarios.

La metodología bootstrap debe su nombre y su formulación original a Bradley Efron (1979). Constituye la línea más desarrollada, tanto desde el punto de vista teórico como aplicado, de una variedad de técnicas para la inferencia estadística denominadas genéricamente “métodos de remuestreo” entre las que se encuentran la permutación estocástica, el jackknife y la validación cruzada. Son básicamente técnicas de simulación que reutilizan los datos observados para constituir un universo del cual extraer repetidas muestras. El requerimiento de gran potencia computacional común a todas ellas ha llevado a denominarlas técnicas de “computación intensiva”.

La idea subyacente al bootstrap es simple: Los datos muestrales son tratados como si constituyesen los datos de toda la población, es decir se utilizan como el universo del que se extraerán muestras con reemplazamiento. Para cada remuestreo se calculará el valor del estimador bootstrap que se utilizará para estimar la variabilidad muestral.

La aplicación del procedimiento bootstrap particularizado para el caso de la regresión (Wu, 1986; Stine, 1989) se esquematiza en el gráfico siguiente:



$$R^{2*} = \frac{1}{B} \sum_{i=1}^B R_i^{2*}$$

$$SE(R^{2*}) = \left[\frac{1}{B-1} \sum_{i=1}^B (R_i^{2*} - \hat{R}^{2*})^2 \right]^{1/2}$$

En el primer paso, se estima el ajuste mínimo cuadrático para la muestra original, y se crea la muestra bootstrap añadiendo al ajuste anterior los residuales remuestreados. En el segundo paso, se obtienen las estimaciones mínimo cuadráticas y sus correspondientes residuales a partir de la muestra bootstrap. Con estos valores se calculan los valores bootstrap de R^2 . Se repiten los pasos 1 y 2 una buena cantidad de veces, por ejemplo mil o dos mil ocasiones.

GLOSARIO

Gobierno Corporativo: es el sistema de procesos, costumbres, políticas y leyes que afectan la forma en cómo una empresa es dirigida. El gobierno corporativo también incluye las relaciones entre los diferentes actores implicados accionistas, administradores y miembros del consejo de administración.

Información Asimétrica: situación en la cual los administradores poseen diferente (mejor) información respecto a la empresa que los inversionistas.

Inversionistas institucionales: Se denomina inversionistas institucionales a aquellas entidades financieras especializadas en la administración del ahorro de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores por cuenta y riesgo de estas. Los inversionistas institucionales actúan como grandes inversionistas ya que administran y concentran recursos de un gran número de pequeños inversionistas.

Consejo de Administración: Se denomina consejo de administración al grupo de individuos que toman decisiones sobre los asuntos de una empresa.

Problemas de Agencia: Un conflicto potencial de intereses entre el agente (administrador) y (1) el accionista externo o (2) los tenedores de deuda

Q Tobin: indicador financiero que compara el valor de una empresa, determinado por los mercados financieros, contra el valor de los activos de la empresa. Se obtiene del cociente el valor de mercado de la empresa entre el valor de reemplazo de los activos de la empresa

Retornos Anormales: parte del rendimiento que no es debido a influencias sistemáticas, por ejemplo, movimientos generales en los precios

ROA: Return on total Assets. Razón del ingreso neto respecto al total de activos

ROE: Return on Common Equity. Razón que mide la tasa de retorno de la inversión de los accionistas comunes.

Signaling: acciones tomadas por los administradores de la empresa que proveen pistas a los inversionistas respecto a cómo los administradores ven los escenarios futuros de la empresa

REFERENCIAS

1. Agrawal, A. and Knoeber, C.R. (1996) "Firm performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
2. Agrawal, A. and Knoeber, C.R. (1999) "Outsider directors, politics and firm performance", *Working Paper*
3. Anderson, R., Bates, T., Bizjak, J. and Lemmon, M. (1998) "Corporate governance and firm diversification" *Working Paper*
4. Babatz, Guillermo (1999); "Agency Problems, Ownership Structure, and Voting Structure under Lax Corporate Governance Rules: The Case of Mexico" *Harvard University*.
5. Barnhart, S. W., Marr, M. W. and Rosenstein, S. (1994) "Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence", *Managerial & Decision Economics*, 15, 329-340.
6. Barnhart, S. W. and Rosenstein, S. (1998) "Board composition, managerial ownership and firm performance: An empirical analysis. *Financial Revision*
7. Baysinger, B. and H. Butler (1985) "Corporate governance and the Board of Directors: Performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economic and Organization*, Vol. 1, pp. 101-124.
8. Baysinger, R.D. and Hoskisson, R.E. (1990) "The composition of Boards of Directors and Strategic Control", *Academy of Management Review*, 15, 72-87.

9. Bhagat, S. and Black, B. (1998) "Board Independence and Long-term Performance", Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies WP No.143.
10. Bhagat, S., and B. Black (2002) "The non-correlation between board independence and long-term firm performance". *Journal of Corporation Law* 27 pp. 231-274.
11. Bhagat, S. And Jefferis, R.H. (2002) *The Econometrics of Corporate Governance Studies*. Cambridge, MA: The MIT Press.
12. Borokhovich, Kenneth A., R. Parrino and T. Trapani (1996) "Outside Directors and CEO selection", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31.
13. Brickley, J. A., R. C. Lease and C. W. Smith (1998) "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 267-292.
14. Brown, W. and Maloney, M. (1998) "Exit, voice and the role of corporate directors: Evidence from acquisition performance" *Working paper*
15. Byrd, W. and K. Hickman (1992) "Do outside directors monitor managers?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, pp. 195-221.
16. Carlin, W, and Mayer, C. (2000) "International evidence on corporate governance: Lessons for developing countries" *ABANTE* 2. pp. 133-160.
17. Claessens S., Djankov S., Fan J. y Lang L. (1999 b), Expropriation of Minority Shareholders in East Asia. *World Bank*,

18. Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L. (1999 a), "The Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia". *World Bank, Mimeo*.
19. Claessens S., Djankov S., Klapper L. (1999), "The Role and Functioning of Business Groups in East Asia and Chile". *Revista ABANTE*, Volumen 2.
20. Claessens S., Djankov S., Lang L. (1999), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations" *World Bank*.
21. Conger, J., Finegold, D. and Lawler III, E. (1998) "Appraising Boardroom Performance", *Harvard Business Review*, 76, 136-148.
22. Curcio, R. (1994) "The effect of managerial ownership of shares and concentration of voting power", Discussion Paper No. 185, Centre for Economic Performance, LSE.
23. Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001) "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
24. Denis, D. and Sarin, A. (1999) "Ownership and board structures in publicly traded corporations" *Journal of Financial Economics* 52.
25. Eisenberg, T., Sundgren, S. and Wells, M. T. (1998) "Large Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.
26. Faccio, M. and Ameziane, L. (1999) "Managerial ownership, board structure and firm value: The UK evidence" *Working Paper*
27. Fama, E. (1980) "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, pp. 288-307.

28. Fama, E. and M. C. Jensen (1983) "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 27, pp. 301-325.
29. Fernández Alvarez, A.I., Gómez Ansón, S. and Fernández Méndez, C. (1997) "The Effect of Board Size and Composition on Corporate Performance. In: M. Balling *et al*". (eds) *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*. Financial Monetary Policy Studies 33. Boston: Kluwer Academic Publishers.
30. Ferris, S., Hagannathan M. and Pritchard, A.C. (2002) "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments" *Working paper*
31. Fosberg, R. (1989). "Outside directors and managerial monitoring". *Akron Business and Economic Review* 20. pp. 24-32.
32. Gertner, R. and Kaplan, S. (1996) "The value-maximizing board". *Working Paper*
33. Gilson, S.C. (1989) "Management turnover and financial distress", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 241-262.
34. Grossman, S. J. And O. D. Hart (1980) "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation" *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, pp. 42-64.
35. Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (1988) "The determinants of board composition", *Rand Journal of Economics*, Vol. 19, pp. 95-112.

36. Hermalin, B. E. and Weisbach, M.S. (1991) "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, winter, 101-112.
37. Hermalin, B. E. and Weisbach, M.S. (1998) "The Determinants of Board Composition", *RAND Journal of Economics*, 19(4), 589-606.
38. Hermalin, B. E. and Weisbach, M.S. (1998) "Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, 88(1), 96-118.
39. Hermalin, B. E. and Weisbach, M.S. (2003) "Boards of Directors as and Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Economic Policy Review*, April, 7-26.
40. Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G. and Love, I. (2002) "Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital". SSRN FEN working paper.
41. Huther, J. (1997) "An Empirical Test of the Effect of Board Size on Firm Efficiency", *Economics Letters*, 54, 259-564.
42. Jensen, M. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-339.
43. Jensen, M.C. (1993) "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48, 831-880.
44. Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) "Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency costs and ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360.

45. Jensen, M. C. and K. J. Murphy (1990a) "CEO Incentives- it's not how much you pay, but how", *Journal of Applied Corporate Finance*. pp. 305-360.
46. Jensen, M. C. and K. J. Murphy (1990b) "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 21, pp. 295-263.
47. Jensen, M. C. and R.S. Ruback (1983) "The market for corporate control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50.
48. John, K. and Senbet, L.W. (1998) "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking & Finance*, 22, 371-403.
49. Johnson, S., Boone, P., Breatch, A., Friedman, E. (2000) "Corporate governance in the Asian financial crisis", *Journal of Financial Economics* 58
50. Kaplan, S. and D, Reishus (1990) "Outside directorships and corporate performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 389-410.
51. Klein, A. (1998) "Firm Performance and Board Committee Structure", *Journal of Law and Economics*, 41, 275-303.
52. Klein, A. (1999) "An empirical analysis of the relation between board of directors' composition, firm performance, and the degree of CEO domination over the board of directors". *Working paper*
53. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer (1998), "Corporate ownership around the world" mimeo, *Harvard University*.

54. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
55. La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1998), "Agency problems and dividend policies around the world", mimeo, *Harvard University*.
56. La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1999), "Corporate Ownership around the world", *Journal of Finance*, 54. Pp.471-517.
57. La Porta, R., López de Silanes F., Shleifer, A. and Vishny R. (2000) "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
58. Lawrence, J. and Stapledon, G.P. (1999) "Do independent directors add value?" *Working paper*
59. Linderberg, E.B. and S. A. Ross (1981) "Tobin's q ratio and industrial organization", *Journal of Business*, Vol. 54, pp. 1-32.
60. Lipton, M. And Lorsch, J. W. (1992) "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
61. MacAvoy, P., Cantor, S., Dana, J. and Peck, S. (1983) "ALI proposals for increased control of the corporation by the board of directors: an economic analysis" in *Statement of the Business roundtable on the American Law institute's proposed "Principles of corporate governance and structure: Restatement and recommendations"*.

62. Mak, Y.T. and Li, Y. (2001) "Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore" *Journal of Corporate Finance* Vol. 71
63. McConnell J. J. and H. Servaes (1990) "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612.
64. Mehran, H. (1995) "Executive compensation structure, ownership and firm performance" *Journal of Financial Economics*, Vol. 38.
65. Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny (1988a) "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
66. Perfect, S.W. and K. Wiles (1994) "Alternative constructions of Tobin's q: An empirical comparison", *Journal of Empirical Finance*, Vol 1, pp. 313-341.
67. Rosenstein, S. and Wyatt, J.G. (1990) "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 26, 175-191.
68. Rosenstein, S. and Wyatt, J.G. (1997) "Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 44, 229-250.
69. Shleifer, A. and R.W. Vishny (1986) "Large shareholder and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.

70. Shleifer, A., and R. Vishny (1997). "A survey of corporate governance." *Journal of Finance* 52. 737-783.
71. Scott, K. and W. Kleidon (1994) "CEO performance, board types and board performance: A first cut", in *Institutional Investors and Corporate Governance*, edited by Baums Theodor, pp. 181-199.
72. Vafeas, N. (199) "Board Meeting Frequency and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 53, 113-142.
73. Vance, S. C. (1964) "Boards of directors: structures and performance" *University of Oregon Press*.
74. Warther V.A. (1998) "Board Effectiveness and Board Dissent: A Model of the Board's Relationship to Management and Shareholders", *Journal of Corporate Finance*, 4, 53-70.
75. Weir, C., Laing, D. and McKnight, P.J. (2002) "Internal and External Governance Mechanisms: their impact on the Performance of Large UK Public Companies", *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5-6), 579-610.
76. Weisbach, M.S. (1988) "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 431-460.
77. Yermack, D. (1996) "higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-211.