

Gobierno Corporativo y Desempeño Empresarial



UPAEP – Secretaría General

Dirección General de Apoyos Académicos

Dirección del Centro de Recursos para el Aprendizaje y la Investigación.

Biblioteca Central - **Karol Wojtyla**

Tesis Digitales Restricciones de uso:

DERECHOS RESERVADOS ©

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de textos, imágenes, gráficas, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente de donde la obtuvo mencionando el autor o autores involucrados en el documento.

Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.



**UNIVERSIDAD POPULAR AUTÓNOMA DEL
ESTADO DE PUEBLA**

**Centro Interdisciplinario de Posgrados
Investigación y Consultoría**

Departamento de Ciencias Económico Administrativas

Doctorado en Dirección y Finanzas

Gobierno Corporativo y Desempeño Empresarial

**Tesis que para obtener el grado de Doctor en Dirección y
Finanzas**

**Presenta
Martín Dávila**

Puebla, México.

Agosto 28, 2009



**UNIVERSIDAD POPULAR AUTÓNOMA DEL
ESTADO DE PUEBLA**

**Centro Interdisciplinario de Posgrados
Investigación y Consultoría**

Departamento de Ciencias Económico Administrativas

Doctorado en Dirección y Finanzas

Se aprueba la Tesis

Gobierno Corporativo y Desempeño Empresarial

Comité Doctoral

Dra. Karen Watkins
Directora de Tesis

Dr. Gonzalo Castañeda
Miembro del Comité de Doctorado

Dr. Alfonso Mendoza
Miembro del Comité de Doctorado

Puebla, México

Julio 15, 2009

Para Juan y Ofelia

Karen: Este libro también es tuyo, ya que tú talento y sabiduría están impresos en él, además muchas gracias por tu paciencia, apoyo y amistad, me llevaste hasta el límite de mis capacidades.

Papá y Mamá: Les dedico este libro a ustedes y muchas gracias por darme la vida y enseñarme a ser responsable y honrado, les debo todo lo que soy.

Gabita, Aarón y Gabriela: Muchas gracias por su paciencia y soportarme en todo este proceso del doctorado.

Mónica Rubio: Gracias por tu amistad y por todo el apoyo incondicional que me brindaste, también eres parte de este libro.

Mariano Rojas, Alfonso Mendoza, Gonzalo Castañeda, Ignacio Ibarra, Juan C. Botello, Anselmo Chávez, Linda Canto y "Cuadernos de Economía": Gracias por los comentarios ya que enriquecieron con su conocimiento a éste libro.

Pepe Villarreal, Ruth Cavazos, Alejandro Aizpuru, Eugenio Urrutia, Johanna Olmos, Pablo Nuño y Herberto Rodríguez: Gracias por todo el apoyo por parte de la UPAEP que me dieron durante todo este tiempo.

Mino: Muchísimas gracias por tu apoyo, cariño y consejo, sin ti no hubiera terminado esta última etapa del libro en la que ya estaba a punto de claudicar, estoy en deuda contigo y desde luego también eres parte de este libro, fuiste de mucha ayuda por lo que siempre estaré en deuda contigo..

Consejo de Ciencia y Tecnología del Estado de Puebla (CONCYTEP): Gracias por el apoyo recibido.

CONTENIDO

Lista de Tablas

Capítulo 1: introducción	1
Capítulo 2: Marco Teórico	6
1 Crisis financieras	6
1.1 Definición	6
1.1.1 Selección Adversa	7
1.1.2 Riesgo Moral	8
1.2 Causas de las crisis financieras	8
1.2.1 Alza en las tasas de interés y razonamiento de crédito	8
1.2.2 Aumento en la incertidumbre	9
1.2.3 Deterioro en la rentabilidad del sector financiero	9
1.2.4 Deterioro en la rentabilidad de las firmas fuera del sector financiero	10
1.2.5 Otras variables a considerar	11
1.3 Repercusiones de las crisis financieras en las empresas	11
1.4 La crisis financiera de 1994-1995	12
1.4.1 Antecedentes	13
1.4.2 Causas de la crisis financiera de 1994-1995	13
1.4.3 Medidas correctivas y costos de las crisis financiera mexicana	15
1.4.4 Medidas para evitar futuras crisis financieras	17
2 Gobierno Corporativo	18
2.1 Definición de Gobierno Corporativo	18
2.2 Problema Agente-Principal (teoría de agencias)	19
2.2.1 Permanencia en el poder por parte de los administradores	22
2.2.2 Diferencias en la aversión al riesgo	23
2.2.3 Flujo de efectivo libre	23
2.3 Medidas o mecanismos de Gobierno Corporativo	24
2.3.1 Mecanismos externos de control	25
2.3.2 Mecanismos internos de control	26
2.3.2.1 Los contratos laborales	26
2.3.2.2 El monitoreo	26
2.3.2.3 El alineamiento de los incentivos	28
2.3.2.4 Los dueños ejecutivos	29
2.3.2.5 El apalancamiento	32
2.3.2.6 Los grupos empresariales	32
2.3.2.7 Los vínculos políticos	33
2.4 La Junta de Directores	34
2.4.1 Estructura de la Junta Directiva	35
2.4.2 Compensación de los directores	36
2.4.3 Composición e independencia de la Junta Directiva	37
2.4.4 Tamaño de la Junta Directiva	39
2.5 Cómo afecta el Gobierno Corporativo al desempeño de las firmas?	40
2.6 Reemplazos de los altos funcionarios	41
2.6.1 Características de la empresa y reemplazos	43
2.6.1.1 Vínculo familiar, composición de la Junta Directiva y reemplazo	44
2.6.1.2 Vínculo político y reemplazo	46
2.6.1.3 Tamaño de la Junta Directiva y reemplazo	47

2.6.1.4	Tamaño de la empresa y reemplazo	48
2.6.2	Desempeño de las empresas y reemplazo	49
2.6.2.1	Desempeño ex-ante al reemplazo	49
2.6.2.2	Desempeño ex-post al reemplazo	51
3	Referencias	54
Capítulo 3: Gobierno Corporativo y Desempeño empresarial en tiempos Normales y de Crisis		68
1	Introducción	68
2	Revisión de la Literatura	70
2.1	Gobierno Corporativo	70
2.2	Problema de Agencias	70
2.3	Mecanismos de Gobierno Corporativo	71
2.3.1	Mecanismos externos de control	71
2.3.2	Mecanismos internos de control	72
2.4	Gobierno Corporativo y su relación con el desempeño empresarial	75
2.5	La crisis financiera de 1994-1995	75
3	Objetivos, variables, hipótesis y datos	76
3.1	Objetivos	76
3.2	Variables	77
3.3	Hipótesis	80
3.4	Datos	83
4	Estadística descriptiva	84
4.1	Características de Gobierno Corporativo	84
4.2	Desempeño empresarial	86
4.3	Gobierno Corporativo y desempeño empresarial promedio	87
4.4	Estrategias de Gobierno Corporativo y desempeño empresarial	89
4.4.1	Vínculo empresarial	89
4.4.2	Vínculo político	91
4.4.3	Vínculo familiar	92
4.4.4	Tamaño de la Junta de Directores	93
5	Resultados econométricos	95
5.1	Metodología	95
5.2	Resultados econométricos para el rendimiento sobre los activos (ROA)	97
5.3	Verificación de la robustez: Ventas netas sobre los activos (VNETA)	99
6	Conclusiones	100
7	Apéndice	104
8	Referencias	106
Capítulo 4: Gobierno Corporativo y reemplazos de los Presidentes de los Consejos de Administración en México		112
1	Introducción	112
2	Revisión de la Literatura	114
2.1	Mecanismos de Gobierno Corporativo y su relación con los reemplazos	115
2.1.1	Vínculos familiares y reemplazos de altos funcionarios	115
2.1.2	Vínculos empresariales y reemplazos de altos funcionarios	116
2.1.3	Vínculos políticos y reemplazos de altos funcionarios	117
2.1.4	Tamaño de las Juntas Directivas y reemplazos de altos funcionarios	118

2.2	Otras variables que influyen en el reemplazo de altos funcionarios	118
2.2.1	Tamaño de las firmas y reemplazos de altos funcionarios	119
2.2.2	Desempeño de las empresas y reemplazos de altos funcionarios	120
2.3	Diferencias en decisiones de reemplazo durante situaciones de crisis y normales	121
3	Objetivos, hipótesis, datos, variables y metodología	121
3.1	Objetivos e hipótesis	121
3.2	Datos	124
3.3	Variables	125
3.4	Metodología	127
4	Estadística descriptiva	128
4.1	Reemplazos y características de Gobierno Corporativo	128
4.2	Estrategias de Gobierno Corporativo y reemplazos	130
4.3	Desempeño previo, durante y posterior a los reemplazos	132
5	Resultados econométricos	134
5.1	Modelo econométrico	134
5.2	Resultados	135
6	Conclusiones	138
7	Apéndice	140
8	Referencias	141
	Capítulo 5: Conclusiones	147
	Anexo 1	150
	Anexo 2	151
	Anexo 3	154
	Anexo 4	156

LISTA DE TABLAS

Capítulo 3:

Tabla 1: Número de empresas listadas en la BMV durante los períodos de Pre-crisis (1990-1993), Crisis (1994-1995) y Post-crisis (1996-2000), de acuerdo con características de Gobierno Corporativo.	85
Tabla 2: Estadística descriptiva para el rendimiento sobre los activos (ROA) y las ventas netas sobre los activos (VNETA), durante los períodos de pre-crisis (1990-1993), crisis (1994-1995) y post-crisis (1996-2000).	87
Tabla 3: Valores promedio para el rendimiento sobre los activos (ROA) y las ventas netas sobre los activos (VNETA), durante los períodos de pre-crisis (1990-1993), crisis (1994-1995) y post-crisis (1996-2000), de acuerdo con las características de la firma.	88
Tabla 4: Resultados de las estrategias adoptadas con respecto al vínculo empresarial, para las empresas mexicanas listadas en la BMV (1990-2000).	90
Tabla 5: Resultados de las estrategias adoptadas con respecto al vínculo político, para las empresas mexicanas listadas en la BMV (1990-2000).	91
Tabla 6: Resultados de las estrategias adoptadas con respecto al vínculo familiar, para las empresas mexicanas listadas en la BMV (1990-2000).	93
Tabla 7: Resultados de las estrategias adoptadas con respecto al tamaño de la Junta Directiva, para las empresas mexicanas listadas en la BMV (1990-2000).	94
Tabla A1: Relación entre las variables de desempeño empresarial y las variables internas de Gobierno Corporativo, durante los períodos de pre-crisis (1990-1993), crisis (1994-1995) y post-crisis (1996-2000) en México.	104

Capítulo 4:

Tabla 1: Número de reemplazos de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, durante las épocas de pre-crisis (1990-1993), crisis (1994-1995) y post-crisis (1996-2000), de acuerdo a distintas características de Gobierno Corporativo.	129
Tabla 2: Número de reemplazos de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, durante las épocas de pre-crisis (1990-1993), crisis (1994-1995) y post-crisis (1996-2000), de acuerdo a distintas estrategias de Gobierno Corporativo.	131
Tabla 3: Promedio del rendimiento sobre los activos previo, durante y posterior al reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, de acuerdo a características de Gobierno Corporativo.	133
Tabla A1: Probabilidad de reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, durante el período de estudio 1990-2000, de acuerdo a variables de Gobierno Corporativo.	140
Tabla A2: Probabilidad de reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, durante el período de estudio 1990-2000, de acuerdo a las estrategias dominantes de Gobierno Corporativo.	140

CAPÍTULO 1:

INTRODUCCIÓN

Realizar una investigación desde el punto de vista empresarial es importante. En la actualidad las empresas tienen por delante varios desafíos: en primer lugar, ser conductoras de un proceso de desarrollo económico y social que permita reducir la pobreza y la desigualdad socioeconómica. En segundo lugar, promover un crecimiento económico basado en fundamentos sustentables a largo plazo y ser competitivas en un contexto global.

La búsqueda permanente de las firmas por aumentar su productividad, competitividad y producción da pie al crecimiento económico. En las empresas se efectúa una coordinación planeada de las actividades de un grupo de individuos, en donde se establecen jerarquías y se hace una división funcional del trabajo. Este arreglo más que partir de intereses individuales obedece al interés de obtener metas compartidas. La maximización de las utilidades, mediante un buen desempeño, finalmente es la función objetivo que tratan de alcanzar por todos los medios las empresas.

Si las empresas llegan a presentar un buen desempeño, con base en las mejores prácticas de Gobierno Corporativo, aseguran su permanencia en el mercado. Eso se traduce en empleo para las familias, lo que conlleva a bienestar social y riqueza para un país en particular. Por el contrario, si las firmas no logran el mejor desempeño, eso genera que éstas puedan llegar a fracasar. Por ende, se originan problemas de desempleo, migración y violencia, los cuales atentan contra el bienestar de las familias y de una sociedad en general. Lo anterior suele ocurrir en las crisis económicas y financieras, las cuales pueden provenir de

factores externos a la empresa y llegan a repercutir al interior de las mismas.

Las crisis económicas y financieras tienen efectos nefastos sobre la sociedad, como lo es la quiebra empresarial y consecuentemente el desempleo. Desempleo, que a su vez hace que disminuya la autoestima. Esto genera desintegración familiar y delincuencia, así como un aumento en los índices de migración.

El conocer los factores internos de Gobierno Corporativo, que reducen la vulnerabilidad de las firmas ante las crisis financieras y económicas, es fundamental para mitigar estos efectos negativos sobre la sociedad. Esto es, al tener en cuenta cuáles son las variables internas de Gobierno Corporativo que mejoren el desempeño de las empresas es importante, no sólo para las empresas mismas, sino también para toda la sociedad. Aunque es claro que el Gobierno Corporativo influye en el desempeño empresarial, lo que no queda claro es qué mecanismos de Gobierno Corporativo favorecen a este desempeño. Por lo que, en esta investigación se busca esclarecer cuáles son esas variables internas de Gobierno Corporativo que podrían influir positivamente en el desempeño empresarial, generando con esto crecimiento económico para el país. Asimismo, esto reduce la vulnerabilidad empresarial ante futuras crisis económicas.

El desempeño de las empresas está también relacionado con la gestión de los Presidentes de los Consejos de Administración. El reemplazo de estos funcionarios representa una decisión importante por parte de los accionistas de las firmas, y constituye en sí un mecanismo de Gobierno Corporativo. Este favorece la alineación de objetivos empresariales, ya que la amenaza creíble de un reemplazo limita a los agentes de los beneficios privados obtenidos mediante el poder en las empresas.

Existen diferentes motivos por los que se llegan a dar estos reemplazos. Las variaciones del mercado representan uno de estos factores, ya que no todos los Presidentes de los Consejos de Administración son aptos para cualquier contingencia. Un segundo factor se refiere a la competencia en el mercado de directivos; entre más competitivo sea este mercado, mayor es la probabilidad que ocurran los reemplazos. El pobre desempeño empresarial representa una tercera causa para cambiar a los directores, con lo que se espera un mejoramiento en los resultados corporativos. Existen también otros mecanismos de Gobierno Corporativo que se relacionan con la probabilidad de reemplazo del Presidente de la Junta Directiva.

Se estudia la repercusión de cuatro variables de Gobierno Corporativo sobre la probabilidad de reemplazo de los Presidentes de los Consejos de Administración en México. Las variables que se analizan son: los vínculos familiares, los vínculos empresariales, los vínculos políticos y el tamaño de la Junta de Directores. Adicionalmente, se busca establecer la relación entre el desempeño y el tamaño de la firma con el cambio de estos altos funcionarios. Finalmente, se contemplan las posibles diferencias sobre las decisiones de reemplazo de estos directivos, durante situaciones de crisis financiera y posterior a la misma, así como su impacto sobre los resultados corporativos.

Para la presente investigación, se prueban hipótesis que ya se han comprobado en otros países. Sin embargo, poco se ha hecho para México en cuanto a las hipótesis planteadas. Asimismo, se introduce como variable de Gobierno Corporativo el vínculo político en México. En la literatura revisada, se ha encontrado que existen pocas investigaciones sobre esta variable y su influencia en el desempeño empresarial. Faccio (2006) es una de las pioneras en el tema; para México existe muy poca información al respecto.

El libro "Gobierno Corporativo y Desempeño Empresarial" se organiza de la siguiente manera: En el Capítulo 2 se plantea el marco teórico relevante para toda la investigación. Se mencionan a las crisis financieras y sus orígenes, de forma general, y particularmente se maneja la crisis financiera en México iniciada en diciembre de 1994, los antecedentes y repercusiones de la misma. A continuación se presenta el concepto de Gobierno Corporativo y se exploran las principales variables que se emplean para esta investigación, finalizando con el concepto de reemplazos de altos funcionarios y sus repercusiones en el desempeño empresarial. En el Capítulo 3 se analiza la relación entre Gobierno Corporativo y desempeño empresarial en México. Se manejan variables internas de Gobierno Corporativo, como lo son los vínculos familiares, empresariales y políticos, así como el tamaño de la Junta Directiva. Se concluye que las empresas mexicanas prefieren adoptar estrategias pasivas de Gobierno Corporativo, esto es, en la mayoría de las firmas las políticas empleadas no variaron durante todo el período en estudio; esto favoreció al desempeño empresarial. También se observa que el "buen" Gobierno Corporativo es un concepto dinámico, pues depende de la época (crisis y no crisis). En el Capítulo 4 se analiza la relación entre Gobierno Corporativo y reemplazos de los Presidentes de las Juntas Directivas de las empresas mexicanas. Las conclusiones a las que se llegan en general difieren del resto de la literatura revisada. Esto se debe a que la realidad empresarial mexicana es distinta a la observada en muchos otros países. La alta incidencia de dueños mayoritarios dentro de la presidencia de las Juntas Directivas hace que las variables de Gobierno Corporativo estudiadas no tengan impacto en las decisiones de reemplazo. Incluso, la significancia de variables tales como el tamaño de la firma y el desempeño empresarial sobre la probabilidad de reemplazo se explica con argumentos distintos, ajenos a la teoría de agencias. El Capítulo 5 presenta las conclusiones generales,

lo cual permite una visión más amplia sobre la afectación que tiene el Gobierno Corporativo en las empresas mexicanas, tanto en el desempeño empresarial como en la decisión de reemplazar a un Presidente de la Junta Directiva.

Este libro está compuesto por artículos que han sido publicados en libros extranjeros o aceptados en congresos internacionales (ver Anexos). El capítulo 3 fue presentado en el XII Congreso Internacional de Investigación en Ciencias Administrativas, Cetys Universidad de Baja California, 2008. Su versión en inglés se expuso en el 9th International Conference on Corporate Governance en Londres, Gran Bretaña (2008), y se publicó como capítulo del libro Making Capital Markets Work Through Corporate Governance (2008). La versión ampliada de este capítulo ganó mención honorífica en el XXIV Premio Internacional de Investigación Financiera IMEF-Deloitte (2008) en la categoría de Investigación Financiera Empresarial, concurso auspiciado por la Fundación de Investigación del Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C. y Deloitte. El capítulo 4 fue aceptado en el 44th Euro Working Group on Financial Modelling Meeting, a celebrarse en San José, Costa Rica, 2009.

CAPÍTULO 2:

MARCO TEÓRICO

1 Crisis financieras

Las crisis financieras se presentan por factores macroeconómicos, microeconómicos e institucionales. La presente investigación se enfoca en los factores microeconómicos de las crisis financieras.

1.1 Definición

Desde el punto de vista microeconómico, las crisis financieras se presentan primero en los mercados financieros, y luego se extienden al resto de la economía. Los bancos, dentro del mercado financiero, representan las instituciones idóneas para poder realizar la función de intermediación financiera. Estos son eficientes en monitorear a los prestatarios, reducen costos al recolectar de una manera más efectiva la información sobre las firmas, y por ende, alivian el problema de la información asimétrica (Diamond, 1984; Gertler, 1988; Bernanke et al., 1999; Mishkin, 1991; 1996; 1999). En algunas ocasiones incluso pueden mejorar el comportamiento de los prestamistas, mediante la amenaza creíble de ya no suministrar más préstamos en el futuro a quién así lo requiera. Esto genera el racionamiento de los créditos bancarios (ver Stiglitz y Weiss, 1981; 1983).

La importancia de los bancos es mayor en los países no-industrializados que en los países industrializados, tal y como argumentan Rojas-Suárez y Weisbrod (1994). Esto debido a que en los países con economías emergentes se tiene una mayor dificultad para poder adquirir información acertada de las firmas privadas. Por ende, se vuelve más costosa y riesgosa la intermediación financiera.

Las crisis financieras, según Mishkin (1991; 1996; 1999), ocurren en el momento de presentarse choques externos en el sistema financiero, los cuales provocan que los flujos de información no se den de manera eficiente. El problema de información asimétrica aumenta y origina que el sistema financiero ya no sea capaz de realizar de forma óptima su trabajo de intermediación financiera. Esto reduce la posibilidad de la economía de realizar proyectos productivos rentables.

Es decir, las perturbaciones al sistema financiero hacen que se incrementen los problemas de información asimétrica. Por lo tanto, se interrumpe el buen funcionamiento de la intermediación financiera y se presenta la crisis. Los problemas de información asimétrica se resumen en dos: selección adversa y riesgo moral (Mishkin, 1999).

1.1.1 Selección Adversa

El término de selección adversa, acuñado por Mishkin (1999), se origina antes de que se realice cualquier transacción financiera. Por ejemplo, cuando se trata de realizar un préstamo, el banco se puede equivocar y seleccionar a aquellos que correrían más riesgo en sus inversiones. Estos agentes podrían estar dispuestos a pagar altas tasas de interés. Como consecuencia, las tasas de interés altas son una señal negativa en cuanto a los préstamos, por lo que los bancos tenderían a prestar menos y reducir sus opciones crediticias (ver Stiglitz y Weiss, 1981). El concepto de selección adversa es propuesto primero por Akerlof (1970) para un mercado de autos usados. La información sobre el estado físico del auto usado sólo lo conoce el dueño. La persona que quiera comprar uno carece de información del estado real del auto, por lo que la señal de precios bajos significaría mala calidad y mal estado físico de los mismos.

1.1.2 Riesgo Moral

El concepto de riesgo moral según Mishkin (1999), se origina después de que la transacción financiera se ha realizado. Por ejemplo, una vez que los individuos tienen en su poder el préstamo solicitado, tenderían a utilizarlo en cualquier otra actividad diferente a la que originalmente se pactó en el préstamo. También en este caso, los bancos estarían dispuestos a prestar una cantidad menor a la capacidad real que tienen los mismos.

1.2 Causas de las crisis financieras

Los mercados financieros tienen como principal función la de proveer fondos de los ahorradores a aquellos que tengan proyectos productivos rentables. El mercado financiero falla cuando no logra canalizar eficientemente estos recursos. La situación anterior provoca baja inversión y por ende baja producción, lo cual puede traducirse en recesión económica y colapso del sistema bancario (ver Mishkin, 1991; 1996; 1999).

Las asimetrías en la información, presentadas en la sección anterior, se pueden acrecentar en tiempos de crisis y provocar así la ineficiencia en la intermediación financiera. Esto debido principalmente a las siguientes razones:

1.2.1 Alza en las tasas de interés y racionamiento de crédito

El racionamiento en el crédito, según Stiglitz y Weiss (1981), se debe a los problemas generados por la asimetría en la información. Los bancos rechazan otorgar préstamos, aunque algunos inversionistas estén dispuestos a pagar altas tasas de interés por esos recursos.

Cuando suben las tasas de interés, algunos prestatarios prudentes deciden no pedir prestado, mientras que existen algunos más arriesgados que sí están dispuestos a endeudarse. Esto envía al mercado señales negativas, ya que quienes piden préstamos en estas circunstancias o tienen proyectos muy rentables (y por ende muy riesgosos) o no pretenden pagar sus deudas. Esto genera un incremento tanto en la selección adversa como en el riesgo moral y origina que los bancos empiecen a racionar más el crédito. Lo anterior causa inestabilidad en el mercado financiero y sobre todo en el bancario, desencadenando la crisis financiera.

1.2.2 Aumento en la incertidumbre

Cuando hay crisis, la incertidumbre que se observa en el mercado financiero repercute en toda la economía; tanto en las firmas financieras como en las no-financieras.

Algunas empresas, al no conseguir préstamos dado el aumento en la información asimétrica, llegan a la quiebra. Esto provoca que el mercado financiero y sobre todo el accionario se vean afectados. Si muchas empresas caen en problemas financieros, se provoca una caída en la bolsa de valores del país. La creciente incertidumbre se traduce en mayor presencia de crisis.

1.2.3 Deterioro en la rentabilidad del sector financiero

Un banco o cualquier otra entidad financiera que presente un deterioro en sus estados financieros, origina una caída de su capital. Para remediar esto, tiene dos opciones: la primera será reducir drásticamente los préstamos que otorga y la otra será el de generar nuevo capital.

Cuando el deterioro en la situación financiera de un banco es muy severo, provoca un pánico bancario, por lo que sus depositantes retiran su dinero de esta institución. Así mismo, es posible que se esparza el contagio hacia otros bancos, especialmente si no existe un seguro de depósitos por parte del gobierno (ver Watkins, 2003). La fuente de este contagio es la asimetría de la información, ya que los depositantes entran en pánico, y al no conocer la situación financiera particular de su banco, retiran su dinero. Es así que los depósitos y los préstamos se contraen, originando quebrantos bancarios al no poder pagar a todos los depositantes.

Todo lo anterior puede ocasionar que los préstamos sean muy limitados y que aquellos que requerían de préstamos para sus proyectos productivos no los consigan. Esto genera que la actividad económica se contraiga, trayendo consigo la crisis.

1.2.4 Deterioro en la rentabilidad de las firmas fuera del sector financiero

El deterioro en la rentabilidad de las empresas no financieras, genera severos problemas de asimetrías en la información. La selección adversa y el riesgo moral se hacen más latentes en épocas de crisis, lo cual trae como resultado mayor inestabilidad en el mercado financiero.

Un ejemplo que presenta Mishkin (1999), se refiere al colateral que deben ofrecer las firmas para garantizar el pago a los bancos acreedores. Ese colateral puede ser una propiedad o las mismas utilidades de las empresas. Los bancos solicitan el colateral justamente para reducir el riesgo moral y la selección adversa. En una situación de profunda inestabilidad empresarial, es posible que el valor del colateral

empiece a disminuir. Esto ocasiona que los bancos decidan restringir los créditos, por lo que la actividad económica cae y se da la crisis.

1.2.5 Otras variables a considerar

Algunos factores importantes que hay detrás de las crisis financieras, que se han observado recientemente, se pueden resumir en: una deficiente supervisión bancaria; el endeudamiento excesivo por parte de las firmas; la incongruencia en las políticas macroeconómicas, la reversión de los flujos de capital y la baja rentabilidad de las empresas (ver Pomerleano, 1999; Watkins, 2003)¹. Asimismo, Johnson et al. (2000) argumentan que durante las crisis, los países con un débil marco legal sufren de mayores depreciaciones de sus monedas, así como de severas caídas en sus mercados accionarios.

1.3 Repercusión de las crisis financieras en las empresas

Todos los sectores de una economía se ven afectados de alguna manera por las crisis financieras. Krugman (1999) y Aghion et al. (2000) hacen investigaciones en momentos antes de que se presente una crisis de ésta índole, encontrando que si las firmas tienen problemas financieros, eso desencadenaría en una crisis económica con un impacto que abarcaría a todos los sectores de la economía.

De acuerdo con párrafos anteriores, durante las crisis financieras el crédito se reduce drásticamente². Unido al hecho que la demanda interna también cae en estos episodios de crisis, muchas empresas quiebran. Peor aún, de acuerdo a Watkins (2003), las firmas que operan en economías abiertas tienen mayor acceso a préstamos denominados

¹ Pomerleano (1999) realiza su estudio para el este asiático; Watkins (2003) pone como ejemplo México.

² Modelo de racionamiento de créditos expuesto por Stiglitz y Weiss (1981).

en moneda extranjera. Por lo tanto, éstas se ven seriamente dañadas por la depreciación de sus monedas (que normalmente se da durante las crisis). El efecto es que muchas de las firmas lleguen a la bancarrota.

Jensen y Meckling (1976) argumentan que en tiempos de crisis el desempeño de las firmas cae. Algunos indicadores importantes de desempeño de las empresas que muchas veces se usan son: el rendimiento sobre los activos (ROA, por sus siglas en inglés de Return on Assets; ver Jensen, 2000; Krueger y Yoo, 2002) y el precio de las acciones (ver Lemmon y Lins, 2003).

1.4 La crisis mexicana de 1994-1995

Los países en vías de desarrollo presentan una mayor volatilidad en sus economías, en comparación con los países industrializados. Esto lo explican Agénor y Montiel (1999), argumentando que los países en vías de desarrollo son altamente dependientes de las inversiones extranjeras.

Los países con economías emergentes tienden a utilizar las tasas de interés como mecanismo para atraer los flujos de capital externos. Sin embargo, si se da la represión financiera, la cual hace que las tasas de interés sean rígidas, estos países optan por medidas tales como la apreciación de la moneda local (ver Dresser, 1997). Por ende, es frecuente el déficit de cuenta corriente en estas economías.

En situaciones de altas tasas de interés y/o déficit de cuenta corriente, la vulnerabilidad de estos países a choques externos macroeconómicos es mayor. Esta vulnerabilidad repercute en todos los sectores de la economía y genera inestabilidad y crisis financieras.

1.4.1 Antecedentes

México es uno de los dos países, junto con Brasil, con las economías más grandes de América Latina (ver Hofman y Mulder, 1998). Ha sido también un país de crisis financieras frecuentes, la más reciente ocurrida en Diciembre de 1994. Esta crisis se remonta a los inicios de los años 90, cuando se da el fenómeno de liberalización del sector financiero y de la cuenta corriente (ver Waterbury, 1992; Gil Díaz y Carstens, 1997; Watkins, 2003)³.

Específicamente para México, Dresser (1997) argumenta que el esfuerzo de liberalización económica que se dio en el período de Salinas (1988-1994), estaba encaminado a expandir los mercados. La política económica bajo el mandato de Carlos Salinas de Gortari puede ser interpretada como un esfuerzo de reemplazar la coalición populista distributiva de desarrollo interno, con una nueva coalición de centro-derecha (con un crecimiento basado en las exportaciones). El gobierno promovió la desregulación, reduciendo la intervención del Estado en varios sectores (entre ellos el financiero), con la finalidad de aumentar la eficiencia de la economía (ver Dresser, 1997; Lustig, 1998).

1.4.2 Causas de la crisis financiera mexicana de 1994-1995

La liberalización financiera provocó que los bancos empezaran a expandir el crédito. Esto debido a las menores reservas legales requeridas, así como a las grandes entradas de capital. Entre Diciembre de 1989 y Junio de 1993, el crédito utilizado para consumo se incrementó en términos reales 260%, mientras que el crédito para comprar casas estaba cercano al 275% (ver Lustig, 1998). El aumento en los préstamos vino acompañado por un aumento en el riesgo

³ Waterbury (1992) realiza su investigación para Turquía; Gil Díaz y Carstens (1997) y Watkins (2003) ponen de ejemplo a México.

crediticio.

Para 1994, los bancos habían perdido liquidez. El Banco de México mantenía una política de tasas de interés al alza, con el fin de contrarrestar una posible crisis bancaria. Los ahorradores inyectaban dinero al sistema bancario gracias a las altas tasas de interés vigentes; los bancos estaban protegidos por esta medida (ver Lustig, 1998; Gil Díaz y Carstens, 1997).

A pesar de los esfuerzos de las autoridades monetarias, la moneda se devaluó el 20 de Diciembre de 1994 y se dejó flotar libremente el 21 de Diciembre de 1994. El sistema bancario mexicano estaba muy vulnerable, por lo que colapsó (Cárdenas, 1997).

Adicionalmente con lo anterior y tal y como lo menciona Watkins (2003), la tensión política de 1994 fue también un factor detonante de la crisis. Esto debido a los siguientes eventos que se presentaron durante el último año del mandato de Salinas:

1. El conflicto armado iniciado el 1 de Enero de 1994 en Chiapas, por el Ejército Zapatista de Liberación Nacional (EZLN). Este empezó justo el día en el que el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) entraba en efecto (ver Lustig, 1998);
2. El asesinato de Luis Donaldo Colosio (candidato a la presidencia de la República por el Partido Revolucionario Institucional, PRI) el 23 de Marzo de 1994;
3. El asesinato de José Francisco Ruiz Massieu (Secretario General del Partido Revolucionario Institucional, PRI) el 28 de Septiembre del mismo año.

Estos eventos originaron salidas de capital del país y debilitaron al sistema cambiario de México, provocando que el 20 de Diciembre de 1994 se iniciara la devaluación del peso mexicano. Esta es la fecha

exacta a la que se le atribuye el inicio de la crisis financiera de México (ver Watkins et al., 2006).

Kalter y Ribas (1999) argumentan que los factores que originaron la crisis mexicana fueron: la inestabilidad política; un sistema bancario débil y la inadecuación de las regulaciones bancarias; la elevación de las tasas de interés en los Estados Unidos; la apreciación real del peso⁴; el manejo de la deuda pública; los préstamos no pagados en relación con el total de préstamos, los cuales se incrementaron de 5.5% en 1992 a más de 8% a mediados de 1994; y el riesgo moral relacionado con la creencia de que el Fondo Monetario Internacional (FMI) garantizaría los créditos morosos.

Mientras que para Gil Díaz y Carstens (1997)⁵, la crisis de 1994 se presentó por: una política expansionista del Banco de México, una moneda sobrevaluada, asimetrías en la información, ahorro insuficiente y un excesivo estímulo a la demanda agregada. Por su parte, para Clavijo (2000) el estallido de la crisis financiera de 1994-1995 se debió a las tensiones o contradicciones entre la reforma estructural y la estabilización macroeconómica.

1.4.3 Medidas correctivas y costos de la crisis financiera mexicana

Una vez que la crisis se presentó, el mandatario en turno (Ernesto Zedillo) implementó algunas políticas para tratar de remediar la situación. La primera medida implementada por Zedillo fue el abandono del régimen de tipo de cambio, el cual pasó de ser fijo a flexible (21 de

⁴ Stone (2000) menciona que la sobrevaluación del tipo de cambio abarata el endeudamiento externo. Por tal motivo, muchos países optan por un mayor endeudamiento en moneda extranjera, y como resultado aumenta la vulnerabilidad ante una crisis.

⁵ Gil Díaz y Carstens (1997) en su investigación proveen elementos para cada uno de sus argumentos sobre las causas de las crisis.

Diciembre de 1994). La finalidad de esta política era aliviar las finanzas públicas, así como evitar que las reservas internacionales del gobierno mexicano se agotaran. Según Lustig (1998), ya para el 16 de Diciembre de 1994, las reservas internacionales habían caído a 11 mmd (miles de millones de dólares), lo que representaba 1.7 meses de importaciones. El gobierno mexicano aumentó el techo de la banda de flotación el 20 de Diciembre. A pesar de eso las reservas internacionales cayeron otros 5 mmd.

Otra medida que tomó el Presidente fue la creación del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA por sus siglas en castellano), el cual fue avalado por el Congreso en 1998. Dicho fondo ascendió a la cantidad de 65 mil millones de dólares (ver Rubio, 1999), y tuvo como finalidad rescatar a los bancos que tuvieran problemas financieros. Así mismo, éste generó mayor certidumbre entre los usuarios de los servicios bancarios, con lo que se evitaron las corridas bancarias. Al principio el FOBAPROA era un fondo mutualista en el que los mismos bancos aportaban cierto monto de dinero; sin embargo, las autoridades, al ver el tamaño del problema, decidieron tomar esa deuda en sus manos por medio del Banco de México.

Con el "error de Diciembre" (así se le conoce al anuncio de cambio de régimen cambiario por parte del entonces Secretario de Hacienda, Jaime Serra Puche, el 21 de Diciembre de 1994), las tasas de interés subieron para contrarrestar y evitar una mayor devaluación. Esto desencadenó un encarecimiento de los créditos y el nacimiento de "El Barzón". "El Barzón" era un grupo organizado por los deudores de la banca, los cuales exigían que sus créditos fueran congelados, así como evitar que éstos siguieran aumentando al ritmo de las tasas de interés. Muchos de los integrantes de "El Barzón" ya habían perdido sus casas, sus coches o sus negocios.

Otro costo generado por la crisis de 1994 se refiere a la migración. Esta aumentó, debido al desempleo generado por la desaparición de muchas empresas mexicanas. La migración, para el caso de México, generalmente se realiza hacia los Estados Unidos de Norteamérica. En la Encuesta sobre Migración en la Frontera Norte de México⁶, que realizó el Consejo Nacional de Población (1997), se corrobora lo antes mencionado, ya que para 1993 la migración fue del 71%; para 1995 fue del 77% y en 1996 aumentó hasta el 81%. En dicha encuesta, los migrantes manifestaron su intención de ir a buscar trabajo en los Estados Unidos de Norteamérica.

Lustig (1998) menciona que el costo de la devaluación se estima en un rango (a valor presente) de 7.2% del Producto Nacional Bruto (PNB) de 1996 (estimado por el gobierno mexicano), o del 12% del PNB de 1995 (estimado por el sector privado).

1.4.4 Medidas para evitar futuras crisis financieras

Tal y como lo mencionan Gil Díaz y Carstens (1997), y que Watkins (2003) coincide con ellos, la crisis financiera mexicana de 1994 no pudo ser prevista. La prevención de las crisis financieras requiere de un sistema de supervisión y regulación fuerte. Esta medida permite que el riesgo al cual se exponen los bancos disminuya (ver Mishkin, 1999; Pomerleano, 1999; Watkins, 2003).

En los periodos de crisis financieras, la credibilidad bancaria cae. Por lo tanto, los bancos centrales tienen que generar esta certidumbre. Es decir, hacer que la política monetaria vaya en el camino no sólo de

⁶ Esta encuesta EMIF (por sus siglas en castellano), se realizó entre el trimestre del 11 de julio al 10 de octubre de los años de 1993, 1995 y 1996.

control y lucha a la inflación, sino de promover además un sistema de regulación y supervisión bancaria eficiente (Mishkin, 1999).

Watkins (2003) sugiere las siguientes medidas para reducir el grado de vulnerabilidad de las firmas ante una futura crisis en México:

1. Disminuir la deuda denominada en dólares, así como la deuda de corto plazo.
2. Ampliar el mercado externo, no sólo hacia Estados Unidos, sino con el resto del mundo para diversificar el riesgo.
3. Ampliar el capital de los socios, promover la venta de acciones y el ahorro dentro de las empresas, que les permitan tener un financiamiento interno lo suficientemente grande como para enfrentar las futuras crisis, así como depender menos del financiamiento bancario.
4. Cuidar de no caer en problemas de liquidez, manteniendo las razones de liquidez en niveles altos aunque se sacrifique un poco de rentabilidad.

2 Gobierno Corporativo

2.1 Definición de Gobierno Corporativo

El concepto de Gobierno Corporativo ha sido tratado por varios autores, entre los que destacan los siguientes:

El Gobierno Corporativo, para Diacon y O'Sullivan (1995), está representado por la manera en que las compañías son dirigidas y/o controladas.

Berle y Means (1932) argumentan que en el Gobierno Corporativo, la principal característica está representada por la probabilidad que se dé la desviación de los objetivos entre los administradores y los dueños.

Esto debido esencialmente a la incapacidad de llevar a cabo las actividades de control y monitoreo por parte de los accionistas hacia los administradores.

Según Mitton (2002), el Gobierno Corporativo es el mecanismo por el cual los accionistas minoritarios quedan protegidos de potenciales expropiaciones, que se pudieran llegar a presentar por parte de los administradores y accionistas mayoritarios.

Tanto Zingales (1998) como Nelson (2005) tienen la misma percepción sobre la estructura del gobierno corporativo que tienen las firmas. Ellos la definen como un conjunto de restricciones que se establecen sobre los administradores, la junta de directores y los accionistas, así como la forma en que ellos negocian para determinar cómo se realizará la asignación del valor de la firma.

Tricker (1984) describe los dos elementos clave del Gobierno Corporativo: 1. La supervisión y el monitoreo del desempeño gerencial; 2. Asegurar la responsabilidad de los administradores hacia los accionistas y otras personas relacionadas con la firma.

Resumiendo, el Gobierno Corporativo es un conjunto de mecanismos que utilizan las empresas para aliviar el problema de agencias que se presenta.

2.2 Problema agente-principal (teoría de agencias)

El Gobierno Corporativo surge debido a que existe un problema latente asociado con la separación entre la propiedad y el control de una firma (ver Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Denis, 2001). El Gobierno Corporativo, entonces, abarca por completo un conjunto de mecanismos institucionales y de mercado que induce a los administradores, los cuales tienen objetivos propios, a maximizar el

valor del flujo de efectivo residual de la firma en nombre de los accionistas.

Berle y Means (1932) sugieren que el problema anteriormente descrito hace que las corporaciones constituyan una forma de organización insostenible. Ellos argumentan que la separación entre la propiedad y el control en las firmas induce a problemas potenciales entre los objetivos de los administradores y de los accionistas. Los accionistas están interesados en maximizar el valor de la firma, mientras que los administradores tienen diferentes objetivos, entre los que se encuentran el mejoramiento en la reputación personal y la seguridad en el trabajo.

En el tratado publicado en 1976 por Michael Jensen y William Meckling sobre la teoría de la firma, se aplica la teoría de agencias⁷ a las corporaciones modernas. Formalmente estos autores modelaron el problema agente-principal, encontrando que se generan costos debido al conflicto de intereses entre los administradores y los dueños. Por lo que cada participante tiene sus propios objetivos, que trata de lograr a toda costa. Estos autores demostraron que un administrador, el cual no posee absolutamente nada de derechos sobre el flujo de efectivo de la firma, tiene un conflicto de intereses potencial con los accionistas de la empresa. Desde entonces los economistas financieros han trabajado en entender, definir, medir y minimizar esos conflictos de agencias; o más precisamente, minimizar su impacto negativo sobre el valor de la firma.

A fin de entender las situaciones en las cuales los objetivos de los administradores y de los accionistas pueden entrar en conflicto, se necesita comprender la naturaleza de los intereses que están en juego

⁷ Esta teoría hace referencia a las situaciones jerárquicas de dos participantes dentro de este conflicto de intereses. Por un lado está el agente, el cual jerárquicamente queda por debajo del principal. El agente generalmente está representado por los administradores de una firma y son los que tienen el control de la misma. El principal generalmente está representado por los accionistas de la firma, quienes son los dueños de la misma.

para cada uno de los grupos. Los intereses de los accionistas son con respecto a su inversión, realizada en acciones comunes de la firma, por lo que son netamente de índole financieros. Así, los accionistas de una firma quieren que el valor de sus acciones sea lo más alto posible. Los administradores miran sus posiciones para satisfacer sus propios deseos en cuanto a salario, reconocimiento, poder, la emoción al reto, y la oportunidad de hacer una diferencia en el mundo, entre otras. En virtud de su control sobre las operaciones de la firma, los administradores tienen alguna habilidad para realizar sus beneficios privados, aunque sean inconsistentes con el objetivo de maximizar el valor de las acciones (ver Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986; 1993; Denis, 2001).

Para Tosi et al. (2003), los accionistas se enfrentan con dos problemas. El primero es la selección adversa, ya que algún administrador de la firma puede tomar ventaja de su posición y perseguir sus propios objetivos en lugar de los objetivos planteados por los accionistas. El segundo problema es el riesgo moral, que se da cuando el administrador y el equipo de la alta gerencia esconden a los accionistas información importante. Estos problemas no son sencillos de resolver. La razón está perfectamente establecida en la teoría del "capitalismo gerencial" (ver Marris, 1964), la cual argumenta que no existe ninguna justificación para suponer que los accionistas están en control de la corporación o que los administradores escogen operarla en el interés de los dueños. Esto se observa particularmente en firmas en donde la propiedad de las acciones está ampliamente dispersa, por lo que muchas de las restricciones sobre los gerentes se eliminan. Esto debido a que la ganancia de cualquier pequeño accionista individual, a través de acciones que incrementen el valor de la empresa, está substancialmente contrarrestada por el costo asociado a ello.

No obstante, Schleifer y Vishny (1997) argumentan que cierto grado de dispersión de la propiedad de las firmas favorece a la eficiencia y diversificación del riesgo de las mismas. Una mayor cantidad de accionistas mayoritarios puede beneficiar a los accionistas minoritarios, debido a que los primeros tienen el poder y los incentivos suficientes para prevenir las expropiaciones. Entonces, proponen que la dispersión de los propietarios podría ser una respuesta hacia una mejor protección de los accionistas minoritarios.

Tosi et al. (2003) clasifican a las firmas de Estados Unidos de la siguiente manera: Las empresas que no cuentan con un accionista lo suficientemente grande, son llamadas firmas "controladas por los gerentes". Las empresas en las que al menos un 5 por ciento de las acciones están en manos de los accionistas, son llamadas "controladas por los dueños". Cuando un miembro de los administradores posee al menos un 5 por ciento de las acciones comunes, las firmas son clasificadas como "administradas por los dueños".

Garvey y Swan (1994) mencionan que la necesidad del Gobierno Corporativo surge debido a la gran cantidad de conflictos de intereses que son inherentes a todas las formas de organización. Denis (2001) explica que existen tres fuentes de donde provienen estos conflictos:

2.2.1 Permanencia en el poder por parte de los administradores

A la gente generalmente no le gusta perder su trabajo. Los altos administradores de las corporaciones no son la excepción. La maximización del valor de la firma requiere del equipo gerencial correcto, en el momento preciso. Cuando el equipo gerencial correcto no es el que está en el poder, un serio conflicto de intereses surge entre los administradores y los accionistas.

2.2.2 Diferencias en la aversión al riesgo

Los administradores y los accionistas soportan diferentes niveles de riesgo en virtud de su asociación con una firma en particular. Los accionistas invierten capital financiero en la firma. El típico accionista posee un portafolio financiero bien diversificado; así, sus tenencias en una firma en particular representan una pequeña proporción de toda su riqueza. La ventaja de esto es que si un proyecto fracasa, esto tiene un efecto negativo relativamente pequeño sobre su riqueza.

El administrador de esa firma, sin embargo, tiene la mayoría de su capital humano invertido en la firma (y posiblemente algo de su capital financiero). Entonces, un administrador en general tiene más que perder si un proyecto fracasa. Esto crea un conflicto de intereses potencial respecto a la política de inversión. Un accionista tiene una simple política de inversión: invertir en todos los proyectos con Valor Presente Neto (VPN) positivos. Mientras que los administradores, debido a que tienen más que perder, están más preocupados sobre la posibilidad de que los proyectos fracasen. Por lo tanto, los administradores son más aversos al riesgo que los accionistas.

2.2.3 Flujo de efectivo libre

Jensen (1986) define el “flujo de efectivo libre” como un flujo de efectivo generado en exceso por las firmas, sobre la cantidad requerida para financiar todos los proyectos disponibles con Valor Presente Neto (VPN) positivos. Lo que se puede llegar a hacer con estos flujos de efectivo libres genera un conflicto de intereses potencial entre los administradores y los accionistas.

Existen realmente tres categorías básicas de acciones que los administradores pueden tomar con este flujo de efectivo libre: i.

Pagárselo a los inversionistas de la firma. ii. Reinvertirlo en proyectos nuevos o proyectos ya existentes. iii. Guardarlo, tal vez invertirlo en activos financieros de cualquier índole.

Los accionistas preferirán que el flujo de efectivo libre les sea devuelto, en forma de dividendos o en recompra de acciones. Un administrador, por el otro lado, puede preferir quedarse con ese flujo de efectivo libre e invertirlo en proyectos que generen Valor Presente Neto (VPN) negativos. Esto ya que ellos erróneamente pueden creer que existen buenos proyectos disponibles, o estén interesados en aumentar el tamaño de las operaciones de la empresa y así su poder.

2.3 Medidas o mecanismos de Gobierno Corporativo

Dentro de la teoría de agencias, existen diferentes mecanismos de Gobierno Corporativo, los cuales dependen de los costos de agencias⁸. La finalidad de estos controles es alinear a los agentes con los objetivos de los principales. En las empresas, los objetivos de los principales están representados por la maximización de beneficios para los accionistas (Hutchinson y Gul, 2004).

Para Denis (2001), los mecanismos de control incrementan la probabilidad de que los administradores actúen de acuerdo a los intereses de los accionistas. Boubakri et al. (2005) clasifican los mecanismos de control empleados en el Gobierno Corporativo en dos tipos: mecanismos externos de control y mecanismos internos de control.

⁸ Los costos de agencias están asociados con las diferencias que existen entre los objetivos de los agentes y del principal. Tienen que ver con la asimetría en la información que se da y con los costos asociados en la obtención de la misma.

2.3.1 Mecanismos externos de control

Los mecanismos básicos de Gobierno Corporativo que existen son los que están fuera del alcance de la firma. Esto es, mecanismos que son externos pero que llegan a influir sobre las decisiones internas de las empresas. En estos mecanismos, los accionistas no tienen poder de acción; son situaciones que no pueden controlar. A continuación se mencionan los más importantes.

En primer lugar se tiene el sistema legal en el que opera la firma. La Porta et al. (1997; 1998; 2000; 2002) mencionan que la estructura legal debe ser fuerte y obligar al cumplimiento de las leyes. Generalmente se protege a los accionistas minoritarios de posibles expropiaciones por parte de los accionistas mayoritarios y de los administradores.

Fama y Jensen (1983) manejan otro factor importante, que está representado por el mercado laboral de los administradores. Los administradores compiten entre sí, y si no se alinean con los intereses de los dueños, los despiden y los substituyen por otros.

El último mecanismo de control externo es el mercado de las adquisiciones hostiles de las firmas, también llamado mercado para el control corporativo. Las empresas que tienen un pobre desempeño pueden ser víctimas de aquellos que buscan realizar dichas adquisiciones. Generalmente éstas ocasionan el despido de los administradores, por lo que ellos tienden a alinearse con los intereses de los accionistas. Para que no se dé esta adquisición, el precio de la acción tiene que ser alto (lo cual implica que la firma tiene que tener buen desempeño).

2.3.2 Mecanismos internos de control

Los mecanismos internos de control son aquellos en los que los accionistas influyen directamente para aliviar el problema agente-principal. En conformidad con Denis (2001), a continuación se presentan los principales mecanismos de control internos:

2.3.2.1 Los contratos laborales

La solución más obvia al problema de agencias es hacer un contrato. En este contrato muchas veces se le otorga un bono al agente con la finalidad de que éste realice acciones a favor de los intereses del principal. Por lo tanto, un administrador podría firmar contratos indicando que siempre tomará las acciones para maximizar la riqueza de los accionistas. Desafortunadamente, esta sería solo una solución parcial.

A fin de que tal contrato sea completo, se necesitaría especificar cada posible eventualidad, así como especificar cada acción que el administrador debe tomar para cada situación. Esto, desde luego, es imposible. En un mundo incierto, nadie puede pronosticar cada eventualidad posible. Adicionalmente, los accionistas no pueden presumir de saber cuál es la acción para la maximización del valor de la firma en cada situación.

2.3.2.2 El monitoreo

Otra solución propuesta por Denis (2001) es el monitoreo de la gestión gerencial de los administradores, las cuales deben estar alineadas con los objetivos de los dueños. La solución mediante el

monitoreo requiere de monitores efectivos, los cuales deben exponer amenazas creíbles a los administradores.

Los accionistas podrían parecer la opción obvia para realizar las actividades de monitoreo. Sin embargo, existen dos inconvenientes importantes para que los accionistas realicen estas funciones: Primero, el promedio de los accionistas carece de conocimientos sobre la industria a la cual pertenece la firma. Es así que, las acciones que realicen los administradores pueden ser mal implementadas debido a que los mismos accionistas, en principio, tomarían malas decisiones. Sin embargo, buenas decisiones por parte de los accionistas también pueden volverse malas, por causas externas al control de los administradores. Un monitor efectivo debe ser capaz de advertir la diferencia. Segundo, muchos de los accionistas no tienen un incentivo apropiado para realizar dichas acciones de monitoreo. El promedio de los accionistas posee cantidades pequeñas de acciones comunes, en cada una de las diferentes firmas donde deposita su riqueza. Es posible incluso que físicamente esté alejado de todas estas empresas. Adicionalmente, tiene otras cosas por las cuales preocuparse. Por lo tanto, monitorear a los administradores puede no ser posible. Lo más importante, el monitoreo de los administradores es una actividad costosa. Debido a que el promedio de los accionistas posee una muy pequeña porción de la firma, el costo de monitorear a los administradores probablemente supere sus beneficios.

Afortunadamente, existen otros monitores potenciales para los administradores. Por ejemplo: las Juntas de Directores, los bancos⁹, los acreedores y los grandes accionistas. Así mismo, podrían realizar acciones de monitoreo los equipos gerenciales que compiten por esos puestos, ya sean internos o externos a las firmas.

⁹ Aoki (1990), así como Kaplan y Minton (1994) y Kang y Shivdasani (1995) argumentan que los bancos sirven para disciplinar a las empresas mediante la amenaza creíble de no ofrecerles financiamiento.

2.3.2.3 El alineamiento de los incentivos

Los mecanismos expuestos anteriormente para solucionar el problema agente-principal, pueden verse como un castigo. Los administradores son inducidos a actuar de acuerdo a los objetivos de los accionistas, ya sea por contrato (bono) o por amenaza (monitoreo). La solución de alineamiento por medio de incentivos puede ser pensada más bien como un premio.

Se conoce que el problema agente-principal proviene del conflicto de intereses entre los accionistas y los administradores. Los mecanismos de alineamiento mediante incentivos buscan reducir el grado de ese conflicto. Si los accionistas esperan el rendimiento financiero máximo sobre sus acciones comunes, entonces ellos se beneficiarían de cualquier cosa que haga que los administradores busquen también el mismo objetivo. Por ejemplo, cualquier situación que permita que los administradores se beneficien de forma financiera o de alguna otra manera, de lograr un incremento en el valor de las acciones comunes de la firma (ver Jensen y Meckling, 1976).

La técnica más utilizada de alineación de incentivos ha sido pagarles a los administradores con acciones. A esto Chidambaran y Prabhala (2003) llaman Opciones en Acciones Ejecutivas (ESO, por sus siglas en inglés de Executive Stock Options). Esto pone a los administradores y a los accionistas en la misma posición (ver Jensen, 1993, 2000). Así mismo, las compensaciones deben reflejar las habilidades gerenciales en la generación de utilidades para la empresa. Kedia (2006) encuentra que las interacciones estratégicas entre las firmas y los mercados de productos, deben estar reflejadas en los contratos y las compensaciones que se les ofrecen a sus administradores (ver también Murphy, 1999 y Core et. al, 2003).

Concluyendo, la alineación de incentivos y el monitoreo de los agentes se ha observado que son buenos mecanismos de control. Esto debido a que reducen los costos de agencias (ver Jensen y Meckling, 1976; Singh y Harianto, 1989; Brickley et al., 1997; Conyon y Peck, 1998).

2.3.2.4 Los dueños ejecutivos

Si los accionistas no forman parte de la operatividad del negocio, es posible que se incrementen los problemas de agencias. Esto se debe a la falta de un miembro interno que pueda vigilar a los que trabajan ahí. Por ende, un mecanismo de Gobierno Corporativo consiste en tener al menos un dueño dentro de la administración de la empresa.

Formalmente, Morck et al. (1988); McConnell y Servaes (1990; 1995) y Singh y Davidson (2003), concluyen que los intereses de los administradores y los accionistas llegan a estar más estrechamente alineados, en la medida en que la propiedad de los administradores se incrementa, reduciendo los costos de agencias en las grandes corporaciones. Esto da como resultado un mejoramiento en el desempeño de la firma. El mismo argumento maneja Jensen (1993), mediante su hipótesis de "intereses de convergencia". En ella sugiere que los gerentes-dueños ayudan a alinear los intereses entre los accionistas y los administradores, lo cual favorece el desempeño de la empresa. Plantea este autor que la mayoría de los problemas que surgen en las firmas se deben a que ni los administradores ni los directores poseen una cantidad significativa de acciones de las empresas, por lo que esto desincentiva a los mismos a perseguir la misma función objetivo fijada por los accionistas.

Johnson et al. (1985); Morck et al. (1989) y Gómez-Mejía et al. (2001) mencionan que las firmas de la mayoría de economías emergentes son controladas por familias, posiblemente por los altos niveles de “atrincheramiento” gerencial que se dan en esas economías. Este efecto de “atrincheramiento” se presenta cuando los gerentes-dueños expropian los recursos de las empresas en detrimento de los accionistas minoritarios. Gersick et al. (1997) estiman que las empresas familiares representan entre el 65% y el 80% de todos los negocios de las economías emergentes. Claessens et al. (2000) encuentran que las diez familias más grandes en Corea del Sur controlan alrededor de un tercio del sector corporativo.

En la misma línea, Joh (2003) y Baek et al. (2004) concluyen que las firmas pertenecientes a los Chaebols¹⁰, en las cuales el control está altamente concentrado en los gerentes-dueños y/o en firmas afiliadas, presentaron una mayor caída en el desempeño operativo durante la crisis de 1997. Mencionan estos autores que estas empresas se aprovechaban de los mercados internos de capital¹¹ para obtener ganancias privadas a expensas de otros accionistas (minoritarios). Esto mismo lo exponen Jensen y Meckling (1976), ya que argumentan que los gerentes-dueños tienen incentivos para buscar sus beneficios personales a expensas de los otros accionistas (minoritarios), y que esta tendencia se incrementa cuando los gerentes-dueños poseen todavía menos acciones. Los gerentes-dueños a pesar de su poca participación accionaria, mantienen el control de las empresas por dos razones: Primero, los accionistas minoritarios están muy dispersos¹². Segundo, los accionistas institucionales (entre ellos los minoritarios) no tienen

¹⁰ Los Chaebols son grupos económicos coreanos, generalmente administrados por los miembros de las principales familias de ese país.

¹¹ Esto debido al vínculo bancario existente.

¹² La Porta et al. (1999) y Claessens et al. (2000), mencionan que las grandes firmas coreanas mantienen la situación de accionistas minoritarios más dispersa del este asiático.

actividad de monitoreo sobre las firmas, a pesar de que tienen en su poder cerca del 40% de una firma.

Morck et al. (1988); McConnell y Servaes (1990, 1995) y Krole (1995) consideran que no existe una relación lineal entre la concentración de la propiedad de los dueños ejecutivos y el desempeño corporativo. Short y Keasey (1999) también reportan una relación no lineal entre la propiedad por parte de los administradores y el valor de las firmas para una muestra en el Reino Unido.

En general, estos autores encuentran que para niveles de propiedad bajos (entre el 0% y 5%), existe una relación positiva entre la propiedad por parte de los administradores y la "q de Tobin" (como medida de desempeño corporativo); esto mismo ocurre para niveles de propiedad por encima del 25%. Para niveles de propiedad entre el 5% y 25%, la relación es negativa. Ellos argumentan que mientras que la hipótesis de "intereses de convergencia" se cumple para niveles de muy baja o muy alta propiedad, para los niveles intermedios, se evidencia la hipótesis de "atrincheramiento". Por lo que en este rango, pesan más los beneficios privados de los agentes que manejan las decisiones de las empresas.

Krole (1995) revisó los estudios hechos por Morck et al. (1988) y McConnell y Servaes (1990, 1995), encontrando diferencias entre las muestras de los dos estudios. Este autor menciona que para empresas pequeñas la "convergencia de intereses" se presenta en un rango más amplio de propiedad por parte de los administradores. Su argumento sugiere que la propiedad por parte de los administradores puede tener un impacto diferente entre las empresas de gran tamaño y las de pequeño tamaño. Mientras que en las firmas pequeñas los dueños están más estrechamente relacionados con las firmas, esto no sucede con las grandes firmas. En estas últimas, la dispersión de los accionistas hace

que el monitoreo no se realice de una manera efectiva, generando que los administradores tengan una mayor discrecionalidad en buscar sus propios beneficios.

2.3.2.5 El apalancamiento

La deuda puede funcionar como un mecanismo regulador para que los gerentes se alineen con los intereses de los dueños. Un nivel de apalancamiento elevado propicia que los administradores busquen un alto rendimiento empresarial, para poder pagar las deudas contraídas por las firmas. Este alto rendimiento genera valor a la empresa, lo que representa el objetivo de los dueños de la misma.

Para Hurdle (1974) la deuda tiene repercusiones positivas en la rentabilidad de las firmas. Por ejemplo, la deuda puede provocar un efecto disciplinario en las empresas. El tener dinero fresco aumenta el desperdicio de recursos y las ineficiencias. Esto incrementa el riesgo inherente de las firmas. La falta de este dinero fresco mejora el desempeño de la firma y se asegura así su supervivencia, tal y como lo mencionan Jensen (1986) y Stulz (1988, 1990).

2.3.2.6 Los grupos empresariales

Bianco y Casavola (1999) escriben sobre los grupos piramidales, los cuales son organizaciones donde firmas legalmente independientes son controlados por un mismo empresario (la cabeza del grupo), a través de una cadena de relaciones de propiedad. En este sistema piramidal se relajan las restricciones financieras de las empresas y es factible reducir el problema de agencias. Chang y Choi (1988); Khanna (2000) y Khanna y Palepu (2000a; 2000b) argumentan que la formación de grupos económicos favorece el desempeño de las firmas.

La estructura de grupo puede facilitar una eficiente reasignación de fondos de las empresas superavitarias hacia las demás. La creación de estos mercados financieros internos permite el financiamiento de proyectos rentables, que pudieron ser rechazados en mercados financieros externos. El riesgo crediticio dentro de estos grupos tiende a ser bajo, debido a la mejor información que existe sobre las firmas dentro del grupo, así como la amenaza de expulsión del mismo si una empresa no cumple con sus obligaciones de pago.

Por otro lado, los accionistas minoritarios de las firmas que están en el fondo de la pirámide tienen el riesgo de expropiación por los agentes que controlan el grupo. Esto impone severas limitaciones al desempeño de todo el sistema, lo cual es apoyado por Comment y Jarrell (1994); Lang y Stulz (1994); Berger y Ofek (1995); Weinstein y Yafeh (1995; 1998); Karpoff et al. (1996); Himmelberg et al. (1999); DeAngelo y DeAngelo (2000); Zhou (2001); Woidtke et al. (2001) y Woidtke (2002).

Otros autores, tales como Choi y Cowing (1999), encuentran que no existen diferencias significativas en las tasas de ganancias entre las firmas pertenecientes a un grupo empresarial y las que no forman parte del mismo.

2.3.2.7 Los vínculos políticos

Muchas empresas tienen vínculos políticos, en el sentido de que algunos de sus miembros (actuales o pasados) pueden haber sido (o son) funcionarios públicos (Faccio, 2006).

En países donde el gobierno participa activamente en la economía, pueden darse privilegios empresariales tales como mayor acceso a los mercados financieros. No obstante, estos privilegios no están

relacionados con el desempeño de las firmas, lo cual genera ineficiencias en el sistema económico. Autores tales como Mak y Li (2001) comentan justamente que el vínculo político viene en sentido opuesto al desempeño empresarial.

Adicionalmente, el vínculo político agrava el problema de agencias. En estas circunstancias los bancos y el mercado de control corporativo pierden su efectividad como monitores. Mecanismos internos de Gobierno Corporativo (tales como el monitoreo por parte de los accionistas) dejan de funcionar, por la creencia de que la empresa cuenta con protección estatal.

Además, Roberts (1990); Fisman (2001); Mak y Li (2001) y Sung y Tong (2003) comentan que el vínculo político viene en sentido opuesto al desempeño empresarial. Esto debido a que los directores o CEOs políticos carecen de experiencia empresarial, haciendo que los resultados de la empresa disminuyan. Asimismo, se crean incentivos perversos si una empresa depende de ciertos privilegios por parte del gobierno para subsistir (Desai y Olofsgard, 2006).

En contraste, Agrawal y Knoeber (2001) sostienen que los directores de una firma con experiencia política, pueden llegar a ser buenos consejeros de la misma, más si se trata de realizar negociaciones con el gobierno. Adicionalmente, el vínculo político favorece a que las empresas obtengan concesiones, con las cuales el desempeño corporativo puede aumentar (Desai y Olofsgard, 2006 y Faccio, 2006).

2.4 La Junta de Directores

Fama (1980) argumenta que la Junta de Directores es un órgano de control interno fundamental para monitorear a los administradores.

Por lo tanto, este mecanismo de control interno es uno de los más utilizados para aliviar el problema de agencias (ver Hermalin y Weisbach, 1988; 1991; 1998; 2003; John y Senbet, 1999 y Denis, 2001;). Una Junta Directiva eficiente reduce los costos de monitoreo y los costos de agencias. La función principal de este ente es vigilar y monitorear a la firma, particularmente a la alta gerencia. La Junta de Directores es seleccionada por los accionistas y dentro de sus funciones está también contratar, despedir, compensar y asesorar a los administradores de la empresa en representación de los dueños (Ver Chang, 1995; Klein, 1998; Dehaene et. al, 2001 y Anderson et. al, 2004;).

John y Senbet (1999) así como Jensen (1993), argumentan que la efectividad de la Junta Directiva como monitor está determinada por su independencia, tamaño y composición, entre otras características.

Las principales características de la Junta Directiva son las siguientes:

2.4.1 Estructura de la Junta Directiva

Klein (1998) argumenta que si la Junta de Directores se conforma mediante comités, ésta podría ser más efectiva. Por ejemplo, las actividades de monitoreo podrían recaer en un comité, proporcionando mejores resultados en esa actividad. Pueden establecerse también comités para verificar la productividad, la competitividad y las compensaciones a los gerentes, entre otros. El resultado sería Juntas Directivas con mayor eficiencia, proporcionando mejor desempeño en sus actividades de monitoreo y supervisión.

En contraste, Spira (1999) y Xie et al. (2003), argumentan que al estar conformadas las Juntas Directivas en comités (sobre todo el

comité de auditorías o de finanzas), éstas son muy ceremoniales. Asimismo, en el caso de que sus miembros carezcan de conocimiento financiero y corporativo, da como resultado que sean poco efectivas en el mejoramiento de los reportes financieros. Si los estados financieros no son bien reportados (de acuerdo con los estándares establecidos por la empresa), el desempeño corporativo disminuye. Esto se debe a que la credibilidad sobre la operación de la firma se ve seriamente dañada. Los inversionistas entonces retiran su dinero de la empresa, provocando una crisis corporativa y por ende, un bajo desempeño.

2.4.2 Compensación de los directores

Warther (1998), así como Hirshleifer y Thakor (1994), mencionan que la alineación que se da entre los directores y los accionistas de una empresa se fundamenta en las retribuciones que reciben los primeros. Estas compensaciones monetarias son sensibles al valor de la firma. Adicionalmente, existen compensaciones no monetarias que permiten la alineación de los intereses de los directores y de los accionistas. Estas se refieren a la reputación que adquieren los directores en el mercado laboral como monitores efectivos (ver Noe y Rebello, 1996).

La efectividad con la que funcionan las Juntas Directivas es medida con algunas variables tales como la disciplina que se alcanza en la alta gerencia. Una manera de alcanzar esa disciplina es mediante la posibilidad de cambiar a los Directores Generales¹³. Los cambios de CEOs están seguidos por un mejoramiento significativo en el desempeño de las firmas (ver Barro y Barro, 1990; Jensen y Murphy, 1990; Gibbons y Murphy, 1990; Denis y Denis, 1995; Cosh y Hughes, 1997; Parrino,

¹³ A partir de este punto, a los Directores Generales o Gerentes Generales como se les conoce comúnmente en México, se le denominará por facilidad como CEO (por sus siglas en inglés de Chief Executive Officer). El CEO representa a la persona con el más alto rango en la administración de cualquier empresa.

1997; DeFond y Park, 1999; Lausten, 2002; Brunello et al., 2003 y Huson et al., 2004).

2.4.3 Composición e independencia de la Junta Directiva

Los miembros de las Juntas Directivas sirven a los intereses de los accionistas. Proporcionan consejo y asesoría a los administradores, relacionados con temas estratégicos de las empresas.

El grado de independencia de una Junta Directiva está íntimamente vinculado con su composición. Una Junta Directiva se espera que sea más independiente a medida que aumenta el número de directores externos dentro de la misma. No obstante, Bhagat y Black (1999) reportaron que la mitad de las 100 empresas más grandes de Estados Unidos investigadas en 1996 tenían solamente uno o dos directores externos.

Los directores externos son aquellos que no tienen ninguna relación previa con la empresa, hasta que son contratados como directores. Los directores internos son aquellos que trabajan al interior de la firma. Uno de los directores internos por excelencia es el CEO, el cual puede estar haciendo las funciones operativas de la empresa y al mismo tiempo sentarse en una de las sillas de la Junta Directiva (incluso la presidencia de la misma). A esto se le conoce como "dualidad del CEO", y es muy común en países como Estados Unidos de Norteamérica (ver Dalton y Kesner, 1983; 1985; 1987; Lorsch y MacIver, 1989; Rechner y Dalton, 1991).

Los miembros internos de las empresas tienen un conocimiento especializado de la industria y de la compañía, lo que es visto como una ventaja comparativa sobre los directores externos. Gilson (1989; 1990) argumenta que los directores internos pueden contribuir más a la

governabilidad de la firma. Menciona este autor que si las juntas son constituidas exclusivamente por directores internos, el tamaño de las mismas puede ser significativamente menor.

Rosenstein y Wyatt (1990) reportan que cada director externo está asociado con un incremento en el bienestar de los accionistas. Brickley et al. (1994); Hossain et al. (2001), así como Dehaene et al. (2001) corroboran lo antes mencionado. Fosberg (1989) investiga la relación entre la proporción de directores externos (POD, por sus siglas en inglés de Proportion of Outside Directorship) y varias medidas de desempeño de las firmas. Este autor encuentra que los directores externos disciplinan mejor a los gerentes, por lo que los flujos de efectivo son mejor administrados que en firmas con una baja proporción de directores externos.

Las opiniones están divididas en cuanto a la composición de las juntas directivas. Algunos autores están a favor de que las juntas directivas sean dominadas por directores internos (ver Vance, 1955; 1964; 1968; Pfeffer, 1972; Ford, 1988; Gilson, 1989; 1990 y Klein, 1998), mientras que otros están a favor de que las juntas directivas sean dominadas por directores externos (ver Newer, 1984; Baysinger y Butler, 1985; Schellenger et al., 1989; Daily y Dalton, 1992; Byrd y Hickman, 1992; Dahya y McConnell, 2005;). Adicionalmente a esto, existen otros autores que afirman que han fallado en encontrar alguna relación entre los directores internos/externos y el desempeño de las empresas (ver Schmidt, 1975; Chaganti et al., 1985; Kesner et al., 1986; Rechner y Dalton, 1986; 1989; Kesner, 1987; Zahra y Stanton, 1988).

2.4.4 Tamaño de la Junta Directiva

El tamaño de la Junta Directiva influye en su efectividad. Al incrementarse el número de miembros, también aumenta la capacidad de monitoreo de la Junta Directiva. Sin embargo, el beneficio logrado tiene como contraparte una menor comunicación y mayor dificultad en la toma de decisiones. Esto lo comentan en sus investigaciones tanto Lipton y Lorsch (1992), como Jensen (1993), quienes sugieren que el número óptimo de miembros de una Junta de Directores debe ser de 8 a 10. Del mismo modo, John y Senbet (1999) argumentan que cuando las actividades de monitoreo para una Junta Directiva se incrementan, necesitan de una mayor cantidad de directores. También Anderson et al. (2004) encontraron que un gran tamaño de las Juntas de Directores provoca una mayor capacidad de monitoreo en el proceso contable y financiero. Lo anterior beneficia a la firma, ya que conlleva a un mejor desempeño corporativo.

Yermack (1996) argumenta que el tamaño óptimo de una Junta Directiva debe ser lo más pequeño posible, ya que según su investigación se adquiere mayor valor y desempeño empresarial con Juntas Directivas pequeñas. En la teoría de las organizaciones, se explica que los grupos de gran tamaño requieren de más tiempo para ponerse de acuerdo. En este sentido, Steiner (1972) menciona que existe una relación negativa entre el tamaño y la eficiencia de las empresas. Al igual que los anteriores, Changanti et al. (1985) y Vafeas (1999) encuentran que las Juntas Directivas pequeñas tienen mayor eficiencia, debido a un mejor contacto entre los miembros de las mismas.

Gilson (1989, 1990) favorece la presencia de directores de tiempo completo; esto es, directores profesionales que invierten su tiempo y esfuerzos en un número limitado de firmas. Este tipo de directores

podría contribuir más a la gobernabilidad de la empresa. En consecuencia, la proporción de directores externos en la Junta Directiva podría ser menor.

2.5 Cómo afecta el Gobierno Corporativo al desempeño de las firmas?

El Gobierno Corporativo está íntimamente relacionado con el desempeño de las firmas, tal y como lo muestran La Porta et al. (1997; 1998; 2000; 2002). Hutchinson y Gul (2004) concluyen que, en particular para las firmas que presentan oportunidades de crecimiento, las variables de Gobierno Corporativo influyen directamente sobre el desempeño de las mismas.

Diacon y O'Sullivan (1995) mencionan que los problemas de Gobierno Corporativo se presentan debido al oportunismo en las decisiones administrativas de corto plazo. Estas pueden generar desastrosas consecuencias en el desempeño futuro de las firmas.

Lowenstein (1996) sugiere que las buenas prácticas que se tengan de Gobierno Corporativo podrían hacer más transparentes las transacciones financieras. Esto permitiría a los proveedores de capital calcular mejor el riesgo de sus inversiones, así como disminuir el problema de información asimétrica.

A modo de conclusión, aunque es claro que el Gobierno Corporativo influye en el desempeño empresarial, lo que no queda claro es qué mecanismos de Gobierno Corporativo favorecen a este desempeño.

2.6 Reemplazos de los Altos Funcionarios

El reemplazo de los altos funcionarios, tales como el CEO¹⁴ o el Presidente de la Junta de Directores¹⁵ de cualquier compañía se pueden dar por diferentes motivos. Uno de ellos puede ser ocasionado por las variaciones que se presenten en el mercado. Esto es, existe la posibilidad de que el agente ya no tenga la capacidad para continuar dirigiendo los destinos de la compañía, debido al tamaño (generalmente un aumento, pero también se puede presentar una contracción en el mismo) que ha alcanzado el mercado al que se está enfrentando. Esto haría que se requiera de un nuevo Presidente en la Junta de Directores o incluso un CEO mejor calificado¹⁶ para tal finalidad (Hermalin y Weisbach, 1998; Fee y Hadlock, 2000; Fung y Rui, 2006 y Jenter y Kanaan, 2006). Otro motivo se puede deber al mercado laboral de estos funcionarios. Este puede ser interno o externo, tal y como argumenta Fama (1980), en el que el mercado laboral de los mismos les motiva y disciplina. En el caso del mercado laboral interno para los gerentes, la competencia entre todos los administradores de la empresa es alta (McNeil et al., 2004 y Nair, 2005). Para el caso del mercado laboral externo de Presidentes de las Juntas de Directores, existe una fiera competencia por este puesto en algunas compañías (Manne, 1965 y Fama y Jensen, 1983). Lo anterior hace que en algunos casos los cambios se presenten de manera sorpresiva e inesperada para los funcionarios. Finalmente, otra de las causas que se presentan puede obedecer al bajo desempeño empresarial que se esté teniendo dentro de la compañía, originando el despido del Presidente de la Junta Directiva

¹⁴ El CEO (por sus siglas en inglés de Chief Executive Officer) representa a la persona con el más alto rango en la administración de cualquier empresa. En México comúnmente se le conoce como Director General o Gerente General.

¹⁵ En México, la información histórica de los altos ejecutivos o CEO's no es pública; por ende, para ésta investigación se trabaja exclusivamente con los Presidentes de los Consejos de Administración.

¹⁶ Hermalin y Weisbach (1998) suponen que existe una relación positiva entre las habilidades gerenciales y las necesidades de la firma en cuanto a productividad, las cuales deben de satisfacerse al mismo tiempo en el momento de la contratación del CEO.

y/o del CEO (Jovanovic, 1979; Coughlan y Schmidt, 1985; McKenna, 1986; Murphy, 1986; Warner et al., 1988; Weisbach, 1988; Conyon y Florou, 2002 y Fee y Hadlock, 2004). Jenter y Kanaan (2006) mencionan que en la mayoría de los casos, el desempeño previo al reemplazo es malo. Las empresas que experimentan rendimientos pobres, vigilan más de cerca a sus funcionarios, en contraste a las situaciones en las cuales las empresas se encuentran en bonanza.

Los buenos Presidentes de las Juntas de Directores son difíciles de encontrar y tienen mucha demanda. Encontrar un nuevo Presidente es una tarea crítica, cargada de dificultad y riesgo debido a la complejidad involucrada en el proceso, así como el impacto significativo que el Presidente puede tener sobre el desempeño de la firma. Cuando la firma tiene un desempeño pobre, se busca un Presidente de la Junta Directiva que resucite a la firma. Cuando la firma es exitosa, se busca alguien con las cualidades y características necesarias que mantengan ese éxito de la firma. Cualquiera que sea el caso, la búsqueda de un buen Presidente es una tarea difícil. Los requerimientos son complejos debido a la importancia e influencia que tiene un Presidente en cualquier corporación. Por lo tanto, el reemplazo de un Presidente de la Junta de Directores representa una decisión importante por parte de los dueños de cualquier firma, además de que es vista como una medida para mantener la disciplina¹⁷ de los mismos (Tosi et al., 2003).

Warner et al. (1988) y Harrison et al. (1988), argumentan que las Juntas Directivas (como mecanismo de Gobierno Corporativo) no son la única autoridad que disciplina al Presidente de la misma. El monitoreo también se espera que pueda provenir por parte de otras entidades de la firma, tales como los grandes accionistas institucionales (blockholders) y la competencia potencial entre los funcionarios (Manne,

¹⁷ La disciplina de la que se menciona, se refiere a evitar un potencial problema de agencias por parte del Presidente de la Junta de Directores.

1965). Como resultado final, el reemplazo de los CEOs y los Presidentes de las Juntas de Directores dentro de las empresas es una medida para mantener la disciplina. Esto lo mencionan La Porta et al. (1998); Nenova (2003); Dyck y Zingales (2004) y Claessens et al. (2002), quienes sostienen que el sistema legal protege a los inversionistas mediante el otorgamiento de derechos para disciplinar a los administradores por medio de su reemplazo. Además, lo anterior puede ser visto como una forma para hacer cumplir los contratos tal y como están diseñados, de manera que limiten a los gerentes de los beneficios privados obtenidos mediante el control de las firmas.

Según Harrison et al. (1988), no existe una teoría general referente a los reemplazos de la alta gerencia empresarial. Argumentan que los mecanismos de Gobierno Corporativo (entre ellos el reemplazo de funcionarios), son mecanismos complementarios con otros y no sustitutos. En contraste, Gibson (2003) argumenta que los diferentes mecanismos de Gobierno Corporativo (como el reemplazo del Presidente de la Junta Directiva) pueden servir como sustitutos entre sí. Concluye que el reemplazo del CEO (como mecanismo de Gobierno Corporativo) es eficaz para la alta gerencia de las firmas con un pobre desempeño y es más significativo para los administradores, en el sentido de que ellos podrían perder sus trabajos.

2.6.1 Características de la empresa y reemplazos

Algunas características de la empresa pueden influenciar la probabilidad de que se lleguen a presentar reemplazos de los Presidentes de las Juntas de Directores o los CEOs. Estas características por considerar son: los vínculos internos y/o externos que se generen entre una empresa con su entorno, la situación dual del Presidente, el

tamaño de la Junta de Directores y el tamaño de la empresa, entre otras. A continuación se explican estas características.

2.6.1.1 Vínculo familiar, composición de la Junta Directiva y reemplazo

Los gerentes-dueños (o familias) que manejan empresas tienen fuertes incentivos personales y financieros para incrementar el valor de sus compañías. Pero al mismo tiempo, también tienen fuertes incentivos para obtener beneficios personales y control sobre la firma, a expensas de los accionistas minoritarios¹⁸ (Anderson y Reeb, 2003a; Villalonga y Amit, 2006 y Bennedsen et al., 2007). Además, según Hillier y McColgan (2004), la mayoría de las empresas familiares tienen a miembros de sus familias como ejecutivos y directivos de las mismas, por lo que el nepotismo es una característica importante en este tipo de empresas. Por lo tanto, la propiedad familiar en una empresa hace que la probabilidad de que cambie un Presidente de la Junta Directiva o un CEO se reduzca. Según Lausten (2002) y Volpin (2002), la relación entre el cambio del CEO y el desempeño de la firma es débil, sobre todo cuando el CEO adquiere poder mediante lazos familiares, en contraste con los otros ejecutivos de la firma. Este resultado da evidencia de que los gerentes-dueños están atrincherados (Denis et al., 1997; Dahya et al., 1998 y Hillier y McColgan, 2004). Tosi et al. (2003) argumentan que en las empresas que son controladas por los gerentes-dueños, los funcionarios (para el caso particular de que no sean parte de la familia) podrían tener menos libertad para construir fuertes estrategias de autodefensa. Entonces, la probabilidad de reemplazo es mayor para Presidentes (o CEOs) que no tengan vínculos familiares, en contraste

¹⁸ Que es congruente con la hipótesis de atrincheramiento expuesta por Fama y Jensen (1983) y Stulz (1988).

con los Presidentes (o CEOs) que son parte de la familia. En este último caso, aunque el desempeño sea pobre, los Presidentes (o CEOs) no son reemplazados tan fácilmente (debido al alto grado de atrincheramiento que se logra), tal como lo mencionan Hillier y McColgan (2004).

Por el contrario, Kaplan (1994b) sugiere que las empresas familiares ejercen un mayor monitoreo del Presidente de la Junta de Directores, ya que son mayores sus intereses en la empresa. Por ende, la probabilidad de que el Presidente sea despedido aumenta (aún aunque éste sea miembro de la familia); sobre todo, en el caso de que se presente un pobre desempeño empresarial. Por lo que cualquier tipo de Presidente (miembro de la familia o no) tiene la misma probabilidad de perder su empleo.

La composición¹⁹ de las Juntas Directivas es un factor también determinante para la probabilidad de que se den los reemplazos de los altos funcionarios. Weisbach (1988); Borokhovich et al. (1996); Hermalin y Weisbach (1991); Conyon (1998); Brunello et al. (2003) y Agrawal et al. (2006), muestran evidencia de que existe una gran correlación negativa entre el desempeño de la firma y el cambio que se puede presentar en los CEOs, cuando hay una alta proporción de directores externos en la Junta Directiva. Por lo que un miembro externo es preferido para disciplinar a un CEO mediante su reemplazo, debido a que existen pocos vínculos de amistad (y familiar) entre ellos. En contraste, cuando se trata de un director interno (que muchas veces es parte de la familia para el caso de México), se provoca una situación difícil a la hora de disciplinar al agente mediante su despido. Weisbach (1988) explica que los directores internos y externos tienen un comportamiento diferente si tienen la posibilidad de despedir al CEO. A los directores internos no les gusta despedir a los CEOs, ya que las

¹⁹ Por composición de la Junta de Directores, se entiende la proporción de directores internos (dentro de los cuales pueden haber miembros de la familia, si es una empresa familiar) y externos que las constituyen.

carreras de ambos están íntimamente relacionadas (y muchas veces esa relación es familiar). Mientras que los directores externos tienen incentivos en su reputación por despedir a los CEOs que son ineficientes y poco productivos para las firmas que ellos representan.

2.6.1.2 Vínculo político y reemplazo

De acuerdo con Faccio (2006)²⁰, el vínculo político se establece cuando algún miembro de la burocracia gubernamental²¹ forma parte de la empresa. Esto es, pertenece a la Junta Directiva, es el Presidente de la Junta de Directores o puede ser algún otro ejecutivo o accionista de la firma.

El vínculo político también podría tener influencia sobre la contratación y despido de los Presidentes en las empresas. Muy parecido al vínculo familiar, cuando el Presidente de la Junta Directiva logra un vínculo político fuerte, tiene menor probabilidad de ser reemplazado. Estos vínculos políticos se pueden generar al interior de la empresa, esto es, que algunos de sus miembros sean políticos. También se puede dar el caso de que este vínculo político sea externo. Es decir, que la empresa tenga algún grado de vinculación con miembros del gobierno. Los miembros del gobierno no tienen ninguna relación legal (no se encuentran en el acta constitutiva de la empresa), pero sí una relación con la empresa, sobre todo con el Presidente (Faccio et al., 2006).

Por el contrario, si el Presidente de la Junta de Directores no es político, o no logra ese vínculo político, la probabilidad de ser removido de su puesto es mayor. En ocasiones el nexo político pesa mucho para

²⁰ En este artículo se muestran ejemplos sobre el vínculo político, tal y como se muestra a continuación: el senador Giovanni Agnelli era el presidente de la Junta de Directores del Instituto Financiero Industrial (IFI por sus siglas en italiano de Istituto Finanziario Industriale), el cual es la compañía concentradora del Grupo automotriz Fiat, por lo que según ésta clasificación, tiene vínculos políticos.

²¹ Al que se llamará político de ahora en adelante.

ser contratado como Presidente y también para su destitución. Por lo que se espera que en una situación en la que no exista ningún vínculo político, los Presidentes sean más vulnerables a ser reemplazados, de acuerdo con los criterios de las firmas (Fan et al., 2007b).

2.6.1.3 Tamaño de la Junta Directiva y reemplazo

Según Tosi et al. (2003), las Juntas Directivas deben ser grandes y sobre todo deben tener una mayor cantidad de directores externos. Los Presidentes de las Juntas de Directores y CEOs tienen una probabilidad menor de ser despedidos cuando las Juntas de Directores son grandes, debido a su mayor capacidad para promover un Presidente y CEO indicados. Además, los directores (en especial los externos) tienden a creer que los Presidentes y CEOs tienen mayor conocimiento sobre las particularidades de la firma que ellos. Esto hace que los agentes sean capaces de explotar esa percepción sobre sus propias ventajas, provocando el atrincheramiento y por ende disminuyendo la probabilidad de ser despedidos.

Para Mak y Li (2001) y Ferris et al. (2003), las Juntas Directivas pequeñas no tienen tanta capacidad de monitoreo, y por ende pueden cometer mayores errores en las decisiones de contratación de los CEOs. Esto repercute posteriormente en su reemplazo, por lo que la probabilidad de reemplazo es superior que en empresas con Juntas Directivas grandes. Por otro lado, Lipton y Lorsch (1992); Jensen (1993); Yermack (1996) y Eisenberg et al. (1998) sostienen que limitando el tamaño²² de las Juntas Directivas, se lograría una mayor eficiencia en las actividades de monitoreo de las firmas. Por lo tanto, la

²² Estos autores dan evidencia empírica que el tamaño debe ser limitado a 10 miembros, aunque lo óptimo deberá ser de 8 ó 9 miembros como máximo.

probabilidad de que un CEO sea reemplazado aumenta para Juntas Directivas de menor tamaño.

Finalmente, Bhagat y Black (2002) no encuentran una relación entre el tamaño de la Junta de Directores y el desempeño. Por lo que de acuerdo a estos autores, el reemplazo del funcionario no obedece a la relación existente entre el tamaño de la Junta Directiva y el desempeño financiero de la empresa, sino a otras causas.

2.6.1.4 Tamaño de la empresa y reemplazo

El tamaño de la firma es una variable importante que hay que considerar al estudiar reemplazos del Presidente de la Junta Directiva o del CEO. Según Lausten (2002), entre más grande sea una firma, es más baja la probabilidad de que exista un reemplazo. Esto se debe al conocimiento que el Presidente (y el CEO) ha adquirido en el manejo complejo de una empresa de gran tamaño. Un Presidente maduro con una gran experiencia es un Presidente que enfrenta una baja probabilidad de ser removido. Un Presidente joven es más fácil de disciplinar mediante la amenaza de ser removido de su puesto, por lo que encarará una mayor probabilidad de ser removido.

Adicionalmente a esto, en las empresas grandes, el salario y las compensaciones que recibe un CEO (y un Presidente de la Junta de Directores) son mayores (Perry, 1999). Esto permite contratar funcionarios más capacitados y eficientes. Asimismo, esto ayuda a aliviar el problema de agencias, alineando los intereses de los accionistas y los administradores (tal y como lo mencionan Aggarwal y Samwick, 1999; Bebchuk et al., 2002 y Bebchuk y Fried, 2003). Lo anterior reduce la probabilidad de reemplazar al Presidente y al CEO.

Por el contrario, de acuerdo a Denis et al. (1997) y Warner et al. (1988), en las empresas de gran tamaño la probabilidad de reemplazo es mayor, debido a que existe una mayor sensibilidad del reemplazo con el desempeño empresarial.

Cuando la compañía es pequeña se corre más riesgo de reemplazo para los Presidentes de las Juntas Directivas y para los CEOs, ya que cualquier error en la manipulación de la empresa es más visible que en firmas grandes. Esto hace que el Presidente y el CEO sea fácilmente despojado de su cargo, de acuerdo con Agrawal y Knoeber (1996). El menor tamaño de la firma propicia un mejor monitoreo por parte de la Junta Directiva, así como de los mismos administradores que compiten por el puesto de CEO (Manne, 1965).

2.6.2 Desempeño de las empresas y reemplazo

Tal y como se mencionó anteriormente, uno de los factores que repercuten en la decisión de destituir al Presidente de la Junta Directiva (o al CEO), es el desempeño de la empresa. El desempeño de la firma se ve afectado por la gestión gerencial del CEO y de asesoría del Presidente. El reemplazo del Presidente o del CEO puede afectar ese desempeño, y a su vez el desempeño puede afectar la probabilidad de reemplazo. Algunas veces será benéfico para la empresa, pero otras podría ser dañino.

2.6.2.1 Desempeño ex-ante al reemplazo

El desempeño pobre de las firmas no es tolerado por los dueños. Dentro del Gobierno Corporativo, uno de los mecanismos que se utiliza para disciplinar a los administradores y directores, es el reemplazo de los mismos. Lausten (2002) encuentra que los cambios de los CEOs de

las firmas danesas tienen una relación negativa con el desempeño. Esto es consistente con la teoría de agencias, en donde la amenaza de la remoción de los agentes asegura que los mismos actúen de acuerdo a los intereses de los accionistas.

Autores como Coughlan y Schmidt (1985); Warner et al. (1988); Weisbach (1988); Furtado y Karan (1990) y Kim (1996), sugieren que las Juntas de Directores castigan el pobre desempeño mediante el reemplazo de los administradores. Los inversionistas generalmente ven con buenos ojos los anuncios de cambios de los administradores, debido a que ellos esperan que el reemplazo provoque en promedio un mejoramiento en el desempeño financiero de la firma. Barro y Barro (1990); Jensen y Murphy (1990); Gibbons y Murphy (1990); Denis y Denis (1995); Cosh y Hughes (1997); Parrino (1997); DeFond y Park (1999), Kaplan (1994b); Coffee (1999) y Huson et al. (2004), coinciden en que existe una relación negativa entre el cambio del CEO y el desempeño previo de la firma. Presentan evidencia de que los CEOs son forzados a dejar la empresa debido a una larga y significativa caída en el desempeño de la firma. Adicionalmente, los cambios de CEOs están seguidos generalmente por un mejoramiento significativo en el desempeño de la empresa. Lo anterior puede extenderse también al caso del reemplazo de los Presidentes de las Juntas de Directores.

La diferencia entre el desempeño actual de la firma y las expectativas sobre el mismo que tiene la Junta de Directores, puede representar adicionalmente un indicador para la posibilidad de cambio del funcionario (Puffer y Weintrop, 1991). Los cambios de los mismos ocurren cuando el desempeño es menor, en comparación con las expectativas que se tienen sobre dicho desempeño.

Existe un argumento adicional, en el que Furtado y Karan (1990) y Khanna y Poulsen (1995) mencionan que muchos de los reemplazos de

CEOs después de un pobre desempeño empresarial, se deben a lo que llamaron “chivo expiatorio”. Esto es, se culpa a los administradores de la disminución del desempeño empresarial, y que muchas veces no se deben a éstos. Puede ser debido a una recesión del mercado, a competencia desleal por parte de otras empresas, factores macroeconómicos e internacionales externos a la empresa; en suma, factores que escapan del control del CEO. Los accionistas y directores los culpan a ellos y los destituyen (lo mismo puede ocurrirle al Presidente de la Junta Directiva).

En algunas ocasiones, el desempeño empresarial ex-ante a un reemplazo en el CEO es favorable. En estos casos puede que el mercado esté en expansión, por lo que no se vislumbran problemas financieros, al menos en un corto y mediano plazo. Sin embargo, se presentan reemplazos en los CEOs, tal y como lo encontraron Morck et al. (1989) en su investigación. Muchas de las veces, esto es debido a la poca habilidad que tiene el CEO para dirigir a la empresa en expansión, o puede ser debido a errores e ineficiencias en su gestión gerencial.

2.6.2.2 Desempeño ex-post al reemplazo

Huson et al. (2004) examinan el reemplazo del CEO y el desempeño financiero de las firmas. Los indicadores contables de desempeño muestran una mejora posterior al reemplazo del mismo (lo cual puede extenderse también al caso del reemplazo del Presidente). El grado de mejoramiento está positivamente relacionado con el número de accionistas institucionales, la presencia de miembros externos que dominen la Junta de Directores, y el nombramiento en el puesto de CEO a un miembro externo (en lugar de un miembro interno). Los anuncios del reemplazo de un CEO, en los casos de bajo desempeño empresarial,

están significativamente asociados con un incremento anormal en el rendimiento promedio del precio de las acciones. Esto se relaciona con la expectativa de un mejoramiento en el desempeño financiero de las firmas subsecuente al cambio del agente. Weisbach (1988); Bonnier y Bruner (1989); Denis y Denis (1995) y Hotchkiss (1995), coinciden con lo anterior.

Brunello et al. (2003) probaron la relación entre cambios en el CEO y otros administradores o miembros de la Junta de Directores, con respecto al desempeño de la firma. Esto lo hacen para empresas listadas en el mercado accionario de Italia, de 1988 a 1996, empleando tres medidas de reemplazo: 1. Cambio de varios miembros de las Juntas Directivas. Por ejemplo, cambio del Presidente, del Vicepresidente o de todos los miembros de la Junta de Directores. 2. Cambio del Presidente de la Junta Directiva y del CEO. 3. Cambio únicamente del CEO. Se obtienen diferentes resultados para las tres medidas de cambio. La más notable conclusión a la que llegan, es la referente a la carencia de correlación entre el cambio solamente del CEO y cualquier variable de desempeño de la firma, lo que hace pensar que el reemplazo del CEO no afecta al desempeño empresarial.

Sin embargo, Khanna y Poulsen (1995) encuentran evidencia empírica que una vez que se da el reemplazo del CEO de la Junta de Directores de la compañía, el desempeño de la empresa cae. Esto debido a que en muchas de las ocasiones las Juntas Directivas no han encontrado al CEO indicado; esto es, las habilidades y estrategias emprendidas por éste, no han sido las correctas. Otro de los argumentos empleados para explicar esta situación, puede ser debido a que la industria en la que se están desempeñando los nuevos CEOs no es la apropiada para ellos. También puede deberse a que la expansión del mercado no se está dando conforme a los pronósticos esperados por

parte de dueños y directores, y por ende sus lineamientos para el CEO no son los adecuados.

3. REFERENCIAS

- Agénor, Pierre-Richard y Meter Montiel (1999), *Macroeconomic Policies and Long-Term Growth Development Macroeconomics*, Princeton University Press.
- Aggarwal, Rajesh K. y Andrew A. Samwick (1999), *Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence*, Journal of Finance 54, 1999-2043.
- Aghion, Phillipe, Phillipe Bacchetta y Abhijit Banerjee (2000), *A simple Model of Monetary and Currency Crises*, European Economic Review 44, 728-738.
- Agrawal, Anup y Charles R. Knoeber (1996), *Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 31, 377-397.
- Agrawal, Anup y Charles R. Knoeber (2001), *Do some outsider directors play a political role?*, Journal of Law and Economics 44, 179-199.
- Agrawal, Anup, Charles R. Knoeber y Theofanis Tsoulouhas (2006), *Are Outsiders Handicapped in CEO Successions?*, Journal of Corporate Finance 12, 619-644.
- Akerlof, George (1970), *The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics 84, 488-500.
- Anderson, Ronald C. y David M. Reeb (2003a), *Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500*, Journal of Finance 58, 1301-1328.
- Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi y David M. Reeb (2004), *Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt*, Journal of Accounting and Economics 37, 315-342.
- Aoki, Masahiko (1990), *Toward an Economic Model of Japanese Firms*, Journal of Economic Literature 28, 1-27.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang y Kyung Suh Park (2004), *Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis*, Journal of Financial Economics 71, 265-313.
- Barro, Jason R. y Robert J. Barro (1990), *Pay, performance and turnover of Bank CEOs*, Journal of Labor Economics 8, 448-481.
- Baysinger, Barry D. y Henry N. Butler (1985), *Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization 1, 101-124.
- Bebchuk, Lucian A. y Jesse M. Fried (2003), *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives 3, 71-92.

- Bebchuk, Lucian A., Jesse M. Fried y David I. Walker (2002), *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, University of Chicago Law Review 69, 751-846.
- Bennedsen, Morten, Kasper M. Nielsen, Daniel Wolfenzon y Francisco Pérez-González (2007), *Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance*, The Quarterly Journal of Economics 122, 647-691.
- Berger, Philip G. y Eli Ofek (1995), *Diversification's effect on firm value*, Journal of Financial Economics 37, 39-65.
- Berle, Adolph A. y Gardiner C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler y Simon Gilchrist (1999), *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, In John Taylor and Michael Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam: North Holland, capítulo 21.
- Bhagat, Sanjai y Bernard S. Black (1999), *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, The Business Lawyer 54, 921-963.
- Bhagat, Sanjai y Bernard S. Black (2002), *The non-correlation between board independence and long term performance*, Journal of Corporation Law 27, 231-274.
- Bianco, Magda y Paola Casavola (1999), *Italian corporate governance: Effects on financial structure and firma performance*, European Economic Review 43, 1057-1069.
- Bonnier, Karl A. y Robert F. Bruner (1989), *An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms*, Journal of Accounting and Economics 11, 95-106.
- Borokhovich, Kenneth A., Robert Parrino y Teresa Trapani (1996), *Outside directors and CEO selection*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 31, 337-355.
- Boubakri, Narjess, Jean-Claude Cosset y Omrane Guedhami (2005), *Post Privatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection*, Journal of Financial Economics 76, 369-399.
- Brickley, James A., Clifford W. Smith y Jerold L. Zimmerman (1997), *Managerial Economics and Organizational Architecture*, Irwin, Chicago.
- Brickley, James A., Jeffrey L. Coles y Rory L. Terry (1994), *Outside directors and the adoption of poison pills*, Journal of Financial Economics 35, 371-390.
- Brunello, Giorgio, Clara Graziano y Bruno Parigi (2003), *CEO Turnover in Insider Dominated Boards: the Italian Case*, Journal of Banking and Finance 27, 1027-1051.

- Byrd, John y Kent Hickman (1992), *The case for independent outside directors*, Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance 5, 78-82.
- Cárdenas, Enrique (1997), *Estabilización, Cambio Estructural y Colapso, 1988-1994*, La Política Económica en México 1950-1994, Fondo de Cultura Económica, 153-190.
- Chang, C. (1995), *Performance-based compensation and outside interventions as alternative incentive mechanisms and the commitment role of the board*, Working Paper, University of Minnesota, Minneapolis, MN.
- Chang, Sea Jin y Unghwan Choi (1988), *Strategy, structure and performance of Korean business groups: A transactions cost approach*, Journal of Industrial Economics 37, 141-158.
- Changanti, Rajeswararao S., Vijay Mahajan y Subhash Sharma (1985), *Corporate board size, composition and corporate failures in the retailing industry*, Journal of Management Studies 22, 400-417.
- Chidambaran, Nenmara K. y R. Prabhala Nagpurnanand (2003), *Executive stock option repricing, internal governance mechanisms, and management turnover*, Journal of Financial Economics, 69, 153-189.
- Choi, Jeong-Pyo y Thomas G. Cowing (1999), *Firm behavior and group affiliation: the strategic role of corporate grouping for Korean firms*, Journal of Asian Economics 10, 195-209.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Lixin Colln Xu (2000), *Corporate Performance in the East Asian financial crisis*, The World Bank Research Observer 15, 23-46.
- Claessens, Stijn., Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan y Larry H.P. Lang (2002), *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, Journal of Finance 57, 2741-2772.
- Clavijo, Fernando (2000), *A manera de conclusión*, Reformas Económicas en México 1982-1999, Fondo de Cultura Económica, 561-581.
- Coffee, John C. (1999), *The Future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications*, Northwestern University Law Review 93, 641-708.
- Comment, Robert y Gregg A. Jarrell (1994), *Corporate focus and stock returns*, Journal of Financial Economics 37, 67-87.
- Consejo Nacional de Población (1997), *Migración Internacional*, Boletín No. 1, *Nuevas orientaciones del flujo migratorio laboral México-Estados Unidos*, Mayo, 1997.
- Conyon, Martin J. (1998), *Directors' pay and turnover: An application to a sample of large UK firms*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics 60, 485-507.

- Canyon, Martin J. y Annita Florou (2002), *Top Executive Dismissal, Ownership and Corporate Performance*, Accounting and Business Research 32, 209-226.
- Canyon, Martin J. y Simon I. Peck (1998), *Board control, remuneration committees, and top management compensation*, Academy of Management Journal 41, 146-157.
- Core, John E., Wayne R. Guay y David F. Larcker (2003), *Executive equity compensation and incentives: a survey*, Economic Policy Review 9, 27-50.
- Cosh, Andy y Alan Hughes (1997), *Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings*, International Journal of Industrial Organization 15, 469-492.
- Coughlan, Anne T. y Ronald M. Schmidt, (1985), *Executive compensation, management turnover and firm performance: an empirical investigation*, Journal of Accounting and Economics 7, 43-66.
- Dahya, Jay y John J. McConnell (2005), *Outside directors and corporate board decisions*, Journal of Corporate Finance 22, 37-60.
- Dahya, Jay, A. Alasdair Lonie y David M. Power (1998), *Ownership structure, firm performance, and top executive change: An analysis of UK firms*, Journal of Business Finance and Accounting 25, 1089-1118.
- Daily, Catherine M. y Dan R. Dalton (1992), *The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms*, Journal of Business Venturing 7, 375-386.
- Dalton, Dan R. e Idalene F. Kesner (1983), *Inside/outside succession and organizational size: The pragmatics of executive replacement*, Academy of Management Journal 26, 736-742.
- Dalton, Dan R. e Idalene F. Kesner (1985), *Organizational performance as an antecedent of inside/outside chief executive succession: An empirical assessment*, Academy of Management Journal 28, 749-762.
- Dalton, Dan R. e Idalene F. Kesner (1987), *Composition and CEO duality in board of directors: An international perspective*, Journal of International Business Studies 28, 33-42.
- DeAngelo, Harry y Linda DeAngelo (2000), *Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company*, Journal of Financial Economics 56, 153-207.
- DeFond, Mark L. y Chul W. Park (1999), *The effect of competition en CEO turnover*, Journal of Accounting and Economics 27, 35-56
- Dehaene, Alexander, Veerle de Vuyst y Hubert Ooghe (2001), *Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies*, Long Range Planning 34, 383-398.

- Denis, David J. y Diane K. Denis (1995), *Performance changes following top management dismissals*, Journal of Finance 50, 1029-1057.
- Denis, David J., Diane K. Denis y Atulya Sarin (1997), *Ownership structure and top executive turnover*, Journal of Financial Economics 52, 187-223.
- Denis, Diane K. (2001), *Twenty-five years of corporate governance research ...and counting*, Review of Financial Economics 10, 191-212.
- Desai, Raj M. y Anders Olofsgard (2006), *The Political Advantage of Soft Budget Constraints*, European Journal of Political Economy 22, 370-387.
- Diacon, Stephen R. y Noel O'Sullivan (1995), *Does Corporate Governance Influence Performance? Some Evidence from U.K. Insurance Companies*, International Review of Law and Economics 15, 405-424.
- Diamond, Doug (1984), *Financial Intermediation and Delegating Monitoring*, Review of Economic Studies 51, 393-414.
- Dresser, Denise (1997), *Falling from the Tightrope: The Political Economy of the Mexican Crisis*, Anatomy of an Emerging-Market Crash Brookings Institution, 55-79.
- Dyck, Alexander y Luigi Zingales (2004), *Private benefits of control: an international comparison*, Journal of Finance 59, 537-600.
- Eisenberg, Theodore, Stefan Sundgren y Martin T. Wells (1998) *Larger board size and decreasing and increasing firm solvency*, Journal of Financial Economics 48, 35-54.
- Faccio, Mara (2006), *Politically connected firms*, American Economic Review 96, 369-386.
- Faccio, Mara, Ronald W. Masulis y John J. McConnell (2006), *Political Connections and Corporate Bailouts*, Journal of Finance 61, 2597-2635.
- Fama, Eugene F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*, Journal of Political Economy 88, 288-307.
- Fama, Eugene y Michael C. Jensen (1983), *Agency problems and residual claims*, Journal of Law and Economics 26, 327-349.
- Fan, Joseph P. H., Tak J. Wong y Tianyu Zhang (2007b), *Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms*, Journal of Financial Economics, 84, 330-357.
- Fee, C. Edward y Charles J. Hadlock (2000), *Management Turnover and product market competition: empirical evidence from the U.S. newspaper industry*, Journal of Business 73, 205-243.
- Fee, C. Edward y Charles J. Hadlock (2004), *Management Turnover across the Corporate Hierarchy*, Journal of Accounting and Economics 37, 3-38.

- Ferris, Stephen P., Murali Jagannathan y Adam C. Pritchard (2003), *Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments*, Journal of Finance 58, 1087-1111.
- Fisman, Raymond (2001), *Estimating the value of political connections*, American Economic Review 91, 1095-1102.
- Ford, Roger H. (1988), *Outside Directors and the privately owner firm: Are they necessary?*, Entrepreneurship: Theory and Practice 13, 49-57.
- Fosberg, Richard H. (1989), *Outside directors and managerial monitoring*, Akron Business and Economic Review 20, 24-32.
- Fung, Peter M.Y. y Oliver M. Rui (2006), *Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy*, Journal of Management Studies 43, 1289-1330.
- Furtado, Eugene P.H. y Vijay Karan (1990), *Causes, consequences and shareholder wealth effects of management turnover: a review of the empirical evidence*, Financial Management 19, 60-75.
- Garvey, Gerald T. y Peter L. Swan (1994), *The economics of corporate governance: Beyond the marshallian firm*, Journal of Corporate Finance 1, 139-174.
- Gersick, Kelin E., John A. Davis, Marion McCollom Hampton e Ivan Lansberg (1997), *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Gertler, Mark (1988), *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*, Journal of Money, Credit and Banking 20, 559-588.
- Gibbons, Robert y Kevin J. Murphy (1990), *Relative performance evaluation for Chief Executive Officers*, Industrial and Labor Relations Review 43, 30S-51S.
- Gibson, Michael S., (2003), *Is corporate governance ineffective in emerging markets?*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 231-250.
- Gil Díaz, Francisco y Agustín Carstens (1997), *Pride and Prejudice: The Economics Profession and Mexico's Financial Crisis: Anatomy of an Emerging-Market Crash*, Brookings Institute Press, 165-196.
- Gilson, Stuart C. (1989), *Management turnover and financial distress*, Journal of Financial Economics 25, 241-262.
- Gilson, Stuart C. (1990), *Bankruptcy, board, banks, and blockholders*, Journal of Financial Economics 27, 355-387.
- Gomez-Mejia, Luis R., Manuel Nuñez-Nickel e Isabel Gutierrez (2001), *The role of family ties in agency contracts*, Academy of Management Journal 44, 81-95.
- Harrison, J. Richard, David L. Torres y Sal Kukalis (1988), *The changing of the guard: turnover and structural change in the top-*

- management positions*, Administrative Science Quarterly 33, 211-232.
- Hermalin, Benjamin E. y Michael S. Weisbach (1988), *The determinants of board composition*, RAND Journal of Economics 19, 589-606.
- Hermalin, Benjamin E. y Michael S. Weisbach (1991), *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, Financial Management 20, 101-112.
- Hermalin, Benjamin E. y Michael S. Weisbach (1998), *Endogenously chosen Boards of directors and their monitoring of the CEO*, The American Economic Review 88, 96-118.
- Hermalin, Benjamin E. y Michael S. Weisbach (2003), *Boards of Directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature*, Economic Policy Review 9, 7-26.
- Hillier, David J. y Patrick M. L. McColgan (2004), *Firm Performance, Entrenchment and managerial Succession in Family Firms*, University of Aberdeen working paper.
- Himmelberg, Charles P., R. Glenn Hubbard y Darius Palia (1999), *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, Journal of Financial Economics 53, 353-384.
- Hirshleifer, David y Anjan V. Thakor (1994), *Managerial performance, boards of directors and takeover biddings*, Journal of Corporate Finance 1, 63-90.
- Hofman, Andre A. y Nanno Mulder (1998), *The Comparative Productivity Performance of Brazil and Mexico, 1950-1994*, in John H. Coatsworth and Alan M. Taylor ed., *Latin America and the World Economy Since 1800*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 85-109.
- Hossain, Mahmud, Andrew K. Prevost y Ramesh P. Rao (2001), *Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance*, Pacific-Basin Finance Journal 9, 119-145.
- Hotchkiss, Edith S. (1995) *Postbankruptcy performance and management turnover*, Journal of Finance 50, 3-21.
- Hurdle, Gloria J. (1974), *Leverage, Risk, Market Structure and Profitability*, Review of Economics and Statistics 56, 478-485
- Huson, Mark R.; Paul H. Malatesta y Robert Parrino (2004), *Managerial succession and firm performance*, Journal of Financial Economics 74, 237-275.
- Hutchinson, Marion y Ferdinand A. Gul (2004), *Investment opportunity set, corporate governance practices and firm*, Journal of Corporate Finance 10, 595-614.
- Jensen, Michael C. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, American Economic Review 76, 323-329.

- Jensen, Michael C. (1993), *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the failure of internal control systems*, Journal of Finance 48, 831-880.
- Jensen, Michael C. (2000), *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Jensen, Michael C. y Kevin J. Murphy (1990), *Performance pay and top management incentives*, Journal of Political Economy 98, 225-264.
- Jensen, Michael C. y William Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency cost and ownership structure*, Journal of Financial Economics 3, 305-360.
- Jenter, Dirk C. y Fadi Kanaan (2006), *CEO Turnover and Relative Performance Evaluation*, MIT Sloan Research Paper, no. 4594-06.
- Joh, Sung Wook (2003), *Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis*, Journal of Financial Economics 68, 287-322.
- John, Kose y Lemma W. Senbet (1999), "Corporate Governance and board effectiveness", Journal of Banking & Finance 22, 371-403.
- Johnson, Bruce W., Robert P. Magee, Nandu J. Nagarajan y Harry A. Newman (1985), *An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths: implications for the management labor market*, Journal of Accounting and Economics 7, 151-174.
- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach y Eric Friedman (2000), *Corporate Governance in the Asian financial crisis*, Journal of Financial Economics 58, 141-186.
- Jovanovic, Boyan (1979), *Job Matching and the Theory of Turnover*, Journal of Political Economy 87, 972-990.
- Kalter, Eliot R. J. y Armando Ribas (1999), *The 1994 Mexican Economic Crises: The Role of Government Expenditure and Relative Prices*, International Monetary Fund, working paper 99/160.
- Kang, Jun-Koo y Anil Shivdasani (1995), *Firm performance, corporate governance, and top executive turnovers in Japan*, Journal of Financial Economics 38, 29-58.
- Kaplan, Steven N. (1994b), *Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany*, Journal of Law Economics and Organization 10, 142-159.
- Kaplan, Steven N. y Bernadette A. Minton (1994), *Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers*, Journal of Financial Economics 36, 225-258.
- Karpoff, Jonathan M., Paul H. Malatesta y Ralph A. Walking (1996), *Corporate Governance and shareholder initiatives: Empirical evidence*, Journal of Financial Economics 42, 365-395.

- Kedia, Simi (2006), *Estimating Product Market competition: Methodology and Application*, Journal of Banking and Finance 30, 875-894.
- Kesner, Idalene F. (1987), *Director's stock ownership and organization performance: An investigation of fortune 500 companies*, Journal of Management 13, 499-508.
- Kesner, Idalene F., Bart Victor y Bruce T. Lamont (1986). *Board composition and the commission of illegal acts: an investigation of fortune 500 companies*, Academy of Management Journal 29, 789-799.
- Khanna, Naveen y Annette B. Poulsen (1995), *Managers of financially distressed firms: villains or scapegoats?*, Journal of Finance 50, 919-940.
- Khanna, Tarun (2000), *Business groups and social welfare in emerging markets: Existing evidence and unanswered questions*, European Economic Review 44, 748-762.
- Khanna, Tarun y Krishna Palepu (2000a), *Is group membership profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups*, Journal of Finance 55, 867-891.
- Khanna, Tarun y Krishna Palepu (2000b), *The future of business groups in emerging markets: long run evidence from Chile*, Academy of Management Journal 43, 268-285.
- Kim, Yungsan (1996), *Long-term firm performance and chief executive turnover: an empirical study of the dynamics*, Journal of Law, Economics, and Organization 12, 480-496.
- Klein, April (1998), *Firm performance and board committee structure*, Journal of Law and Economics 41, 137-165.
- Kole, Stacey R. (1995), *Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data*, Journal of Corporate Finance 1, 413-435.
- Krueger, Anne O. y Jungho Yoo (2002), *Falling Profitability, higher borrowing costs, and Chaebol finances during the Korean crisis*, in Coe and Kim eds.
- Krugman, Paul (1999), *Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises*, International Tax and Public Finance 6, 459-472.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1997), *Legal determinants of external finance*, Journal of Finance 52, 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1998), *Law and finance*, Journal of Political Economy 106, 1115-1155.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (2000), *Investor protection and corporate governance*, Journal of Financial Economics 58, 3-27.

- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (2002), *Investor protection and corporate valuation*, Journal of Finance 57, 1147-1170.
- Lang, Larry H. P. y René M. Stulz (1994), *Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance*, Journal of Political Economy 102, 142-174.
- Lausten, Mette (2002), *CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms*, International Journal of Industrial Organization 20, 391-414.
- Lemmon, Michael L. y Karl V. Lins (2003), *Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis*, Journal of Finance 58, 1445-1468.
- Lipton, Martin y Jay W. Lorsch (1992), *A modest proposal for improved Corporate Governance*, Business Lawyer 59, 59-77.
- Lorsch, Jay W. y Elizabeth MacIver (1989), *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- Lowenstein, Louis (1996), *Financial transparency and Corporate Governance: You manage what you measure*, Columbia Law Review 96, 1335-1353.
- Lustig, Nora (1998), *Slow Growth and the Peso Crisis*, Mexico: The Remarking of an Economy, The Brookings Institution, 143-171.
- Mak, Yuen Teen y Yuan Li (2001), *Determinants of corporate ownership and board structure: Evidence from Singapore*, Journal of Corporate Finance 7, 235-256.
- Manne, Henry G. (1965), *Mergers and the Market for Corporate Control*, Journal of Political Economy, 110-120.
- Marris, Robin Laphorn (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Free Press of Glencoe, New York.
- McConnell, John J. y Henri Servaes (1990), *Additional evidence on equity ownership structure and firm performance*, Journal of Financial Economics 27, 595-612.
- McConnell, John J. y Henri Servaes (1995), *Equity ownership and the two faces of debt*, Journal of Financial Economics 39, 131-157.
- McKenna, Christopher J. (1986), *Equilibrium Wage Offers and Turnover in a Simple Search Market*, The Economic Journal 96, 785-797.
- McNeil, Chris; Greg Niehaus y Eric Powers (2004), *Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates Versus Stand-alone Firms*, Journal of Financial Economics 72, 63-96.
- Mishkin, Frederic S. (1991), *Asymmetric Information and Financial Crises: Instability: A Historical Perspective*, in R. Glenn Hubbard ed., *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, 69-108.

- Mishkin, Frederic S. (1996), *Understanding Financial Crises: A development Country Perspective*, in Michael Bruno and Boris Pleskovic, eds., Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington D.C., 29-62.
- Mishkin, Frederic S. (1999), *Global Financial Instability: Framework, Events, Issues*, Journal of Economic Perspectives 13, 3-20.
- Mitton, Todd (2002), *A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis*, Journal of Financial Economics 64, 215-241.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1988), *Management ownership and market valuation: An empirical analysis*, Journal of Financial Economics 20, 293-316.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1989), *Alternative mechanisms of corporate control*, American Economic Review 79, 842-852.
- Murphy, Kevin J. (1986), *Incentives, Learning and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts*, Rand Journal of Economics 17, 59-76.
- Murphy, Kevin J. (1999), *Executive compensation*, in: O. Ashenfelter y D. Card eds. Handbook of Labor Economics, vol. 3, Amsterdam: North Holland.
- Myers, Stewart C. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics 5, 147-175.
- Nair, Vinay B. (2005), *Corporate Governance and Internal Organization*, Wharton School at University of Pennsylvania working paper.
- Nelson, James (2005), *Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance*, Journal of Corporate Finance 11, 197-228.
- Nenova, Tatiana (2003), *The value of corporate votes and control: a cross-country analysis*, Journal of Financial Economics 68, 325-351.
- Newer, D. (1984), *Many outsiders joining company boards*, Syracuse Post Standard (Oct. 19).
- Noe, Thomas H. y Michael J. Rebelló (1996), *The design of corporate boards: Composition, compensation, factions, and turnover*, Working Paper, Georgia State University, Atlanta, GA.
- Parrino, Robert (1997), *CEO turnover and outside succession: a cross-sectional analysis*, Journal of Financial Economics 46, 165-197.
- Perry, Tod (1999), *Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover*, Arizona State University working paper.
- Pfeffer, Jeffrey (1972), *Size and Composition of Corporate boards of directors: The organization and environment*, Administrative Science Quarterly 17, 218-229.

- Pomerleano, Michael (1998), *The East Asia crisis and corporate finances: The untold micro story*, *Emerging Markets Quarterly* 2, 14-27.
- Puffer, Sheila M. y Joseph B. Weintrop (1991), *Corporate performance and CEO turnover: the role of performance expectations*, *Administrative Science Quarterly* 36, 1-19.
- Rechner, Paula L. y Dan R. Dalton (1986), *Board composition and shareholder wealth*, *International Journal of Management* 3, 86-92.
- Rechner, Paula L. y Dan R. Dalton (1989), *The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: Evidence vs. rhetoric*, *Academy of Management Executive* 3, 141-144.
- Rechner, Paula L. y Dan R. Dalton (1991), *CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis*, *Strategic Management Journal* 12, 155-160.
- Roberts, Brian E. (1990), *A dead senator tells no lies: Seniority and the distribution of federal benefits*, *American Journal of Political Science* 34, 31-58.
- Rojas-Suárez, Liliana y Steven R. Weisbrod (1994), *Financial Markets Fragilities in Latin America: From Banking, Crisis Resolution to Current Policy Challenges*, International Monetary Fund, working paper 94/117.
- Rosenstein, Stuart y Jeffrey G. Wyatt (1990), *Outside directors, board independence, and shareholder wealth*, *Journal of Financial Economics* 26, 176-191.
- Rubio, Luis (1999), *FOBAPROA o las consecuencias de la Ineptitud: Tres Ensayos: FOBABPROPA, Privatización y TLC.*, Fondo de Cultura económica, 15-61.
- Schellenger, Michael H., David D. Wood y Ahmad Tashakori (1989), *Board of directors composition, shareholder wealth, and dividend policy*, *Journal of Management* 15, 457-468.
- Schmidt, R. (1975), *Does board composition really make a difference?*, *Conference Board Record* 12, 38-41.
- Shleifer, Andrei y Robert W. Vishny (1997), *A survey of Corporate Governance*, *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Short, Helen y Kevin Keasey (1999), *Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK*, *Journal of Corporate Finance* 5, 79-101.
- Singh, Harbir y Farid Harianto (1989), *Management-board relationships, takeover risk and adoption of golden parachutes*, *Academy of Management Journal* 32, 7-24.
- Singh, Manohar y Wallace N. Davidson III (2003), *Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms*, *Journal of Banking & Finance* 27, 793-816.

- Spira, Laura F. (1999) *Ceremonies of governance: perspectives on the role of the audit committee*, Journal of Management and Governance 3, 231– 260.
- Steiner, L. D. (1972), *Group Process and Productivity (Social Psychological Monograph)*, Academic Press Inc., New York, U.S.
- Stiglitz, Joseph E. y Andrew Weiss (1981), *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, American Economic Review 71, 393-410.
- Stiglitz, Joseph E. y Andrew Weiss (1983), *Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets*, American Economic Review 73, 912-927.
- Stone, Mark R. (2000), *Large-scale Post-crises Corporate Sector Restructuring*, International Monetary Fund, Policy Discussion Paper 00/7.
- Stulz, René M. (1988) *Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control*, Journal of Financial Economics 20, 25-54.
- Stulz, René M. (1990), *Managerial discretion and optimal financing policies*, Journal of Financial Economics 26, 3-27.
- Sung, Qian y Wilson H. S. Tong (2003), *China share issue privatization: the extent of its success*, Journal of Financial Economics 70, 183-222.
- Tosi, Henry L.; Wei Shen y Richard J. Gentry (2003), *Why Outsiders on Boards Can't Solve the Corporate Governance Problem*, Organizational Dynamics 32, 180-192.
- Tricker, Robert I. (1984), *Corporate Governance*, Vermont: Cower.
- Vafeas, Nicos (1999), *Board meeting frequency and firm performance*, Journal of Financial Economics 53, 113-142.
- Vance, Stanley C. (1955), *Functional Control and Corporate Performance in Large Scale Industrial Enterprise*, The University of Massachusetts Press, Amherst, MA.
- Vance, Stanley C. (1964), *Boards of Directors: Structure and Performance*, Eugene, School of Business Administration, University of Oregon Press OR.
- Vance, Stanley C. (1968), *The Corporate Director: A Critical Evaluation*, Homewood, IL., Dow Jones-Irwin.
- Villalonga, Belén y Raphael Amit (2006), *How do family ownership, control, and management affect firm value?*, Journal of Financial Economics 80, 385-417.
- Volpin, Paolo F. (2002), *Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy*, Journal of Financial Economics 64, 61-90.

- Warner, Jerold B.; Ross L. Watts y Karen H. Wruck, (1988), *Stock prices and top management changes*, Journal of Financial Economics 20, 461-492.
- Warther, Vincent 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.
- Waterbury, John (1992), *Export-Led Growth and the Center-Right Coalition in Turkey*, Comparative Politics 24, 127-145.
- Watkins, Karen (2003), *Previeron las empresas mexicanas la crisis financiera de 1995-1996? Un análisis de empresas*, El Trimestre Económico, México, Enero-Marzo de 2003, Vol. LXX (1), núm. 277, 81-107.
- Watkins, Karen, Jaap Spronk y Dick van Dijk (2006), *Corporate Governance and performance during the aftermath of the 1994 Mexican crisis*, EconoQuantum 2, 35-48.
- Weinstein, David E. y Yishay Yafeh (1995), *Japan's corporate groups: Collusive or competitive? An empirical investigation of keiretsu behavior*, Journal of Industrial Economics 43, 359-376.
- Weinstein, David E. y Yishay Yafeh (1998), *On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan*, Journal of Finance 53, 635-672.
- Weisbach, Michael S. (1988), *Outside directors and CEO Turnover*, Journal of Financial Economics 20, 431-460.
- Woidtke, Tracie M. (2002), *Agent Watching Agents: Evidence from Pension Fund Ownership and Firm Value*, Journal of Financial Economics 63, 99-132.
- Woidtke, Tracie M., Yin-hua Yeh y Tsun-siou Lee (2001), *Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan*, International Review of Finance 2, 1-28.
- Xie, Biao; Wallace N. Davidson III y Peter J. Dadalt (2003), *Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee*, Journal of Corporate Finance 9, 295-316.
- Yermack, David (1996), *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, Journal of Financial Economics 40, 185-211.
- Zahra, S.A. y Stanton, W.W. (1988), *The implications of board of directors' composition for corporate strategy and performance*, International Journal of Management 5, 229-236.
- Zhou, Xianming (2001), *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: comment*, Journal of Financial Economics 62, 559-571.
- Zingales, Luigi (1998), *Corporate governance*, in The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, P. Newman ed, Macmillan, New York, NY.

CAPÍTULO 3:

GOBIERNO CORPORATIVO Y DESEMPEÑO EMPRESARIAL EN TIEMPOS NORMALES Y DE CRISIS

1 INTRODUCCIÓN

En las empresas se efectúa una coordinación planeada de las actividades de un grupo de individuos, en donde se establecen jerarquías y se hace una división funcional del trabajo. Este arreglo obedece al interés de obtener metas compartidas más que partir de intereses individuales. Las empresas tienen el objetivo fundamental de maximizar sus utilidades mediante una buena gestión. La búsqueda permanente de las firmas por aumentar su productividad, competitividad y producción origina el crecimiento económico.

Si las empresas presentan un buen desempeño, con base en las mejores prácticas de Gobierno Corporativo, aseguran en cierta medida su permanencia en el mercado. Esto se traduce en empleo para las familias, lo que conlleva a bienestar social y riqueza para un país en particular. Por el contrario, si las firmas no logran este desempeño favorable, pueden llegar a fracasar. Por ende, se originan problemas de desempleo, migración y violencia, los cuales atentan contra el bienestar de las familias y de la sociedad. La situación anterior suele ocurrir en las crisis económicas y financieras, las cuales pueden provenir de factores externos a la empresa y llegan a repercutir al interior de las mismas.

El conocer cuáles son las variables internas de Gobierno Corporativo que mejoran el desempeño empresarial es importante, no sólo para las empresas sino también para la sociedad en general. Aunque es claro que el Gobierno Corporativo influye en el desempeño empresarial, lo que no queda claro es qué mecanismos de Gobierno Corporativo favorecen a este desempeño. Incluso, algunas políticas de

Gobierno Corporativo pueden ser favorables (o nocivas) para empresas de ciertos países (y no de otros); también, algunos mecanismos de Gobierno Corporativo pueden dar resultados distintos dependiendo de la situación en particular (por ejemplo, en momentos de crisis o en tiempos normales). En esta investigación, se busca primero esclarecer cuáles son esas variables internas de Gobierno Corporativo, que favorecieron al desempeño empresarial mexicano durante el episodio de crisis más reciente (1994-1995). Posteriormente, se estudia la repercusión de estas mismas variables en los resultados de las firmas en etapas previas y posteriores a la crisis. Este conocimiento es importante para el crecimiento económico del país, así como para reducir la vulnerabilidad empresarial ante futuras crisis económicas.

Para la presente investigación, se prueban hipótesis que ya se han comprobado en otros países. Sin embargo, poco se ha hecho para México en cuanto a las hipótesis planteadas. Además, se introduce la variable de vínculo político en México. En la literatura revisada, se ha encontrado que existen pocas investigaciones sobre esta variable y su influencia en el desempeño empresarial. Faccio (2006) es una de las pioneras en el tema; para México existe muy poca información al respecto.

Este trabajo está organizado de la siguiente manera: La sección dos presenta la revisión de la literatura y la teoría relevante sobre Gobierno Corporativo y sus implicaciones en el desempeño empresarial. Este apartado concluye con la crisis financiera mexicana de 1994-1995. La sección tres presenta los objetivos, variables, hipótesis y datos empleados. En la sección cuatro se presenta la estadística descriptiva. La sección cinco hace referencia a la metodología, los modelos econométricos utilizados para comprobar las hipótesis de investigación y

los resultados econométricos. Finalmente, la sección seis presenta las conclusiones del estudio y recomendaciones de Gobierno Corporativo.

2 REVISIÓN DE LA LITERATURA

2.1 Gobierno Corporativo

El concepto de Gobierno Corporativo ha sido tratado por varios autores a lo largo del tiempo. En términos generales, éste se refiere a la forma como las compañías son dirigidas y/o controladas (Diacon y O'Sullivan, 1995). En una empresa interactúan diversos agentes, cada uno con motivaciones y objetivos distintos. El Gobierno Corporativo es un conjunto de mecanismos que utilizan las empresas para alinear los objetivos y buscar la maximización de las utilidades; es decir, es una herramienta para aliviar el problema de agencias (Berle y Means, 1932).

2.2 Problema de agencias

El problema de agencias (problema agente-principal) surge cuando se da la separación entre la propiedad y el control de una firma. Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo permiten reducir los conflictos de intereses, que son comunes en muchas organizaciones (Garvey y Swan, 1994; Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Denis, 2001). El Gobierno Corporativo, entonces, abarca por completo un conjunto de mecanismos institucionales y de mercado que induce a los administradores, los cuales tienen objetivos propios, a maximizar el valor del flujo de efectivo residual de la firma en nombre de los accionistas.

2.3 Mecanismos de Gobierno Corporativo

Boubakri et al. (2005) clasifican las medidas de Gobierno Corporativo en dos tipos: mecanismos externos de control y mecanismos internos de control:

2.3.1 Mecanismos externos de control

Estos se refieren a todos aquellos instrumentos que sirven para alinear los objetivos dentro de la firma, pero que no son controlados por la misma. Los tres mecanismos externos más estudiados en la literatura son: el sistema legal, el mercado laboral y el mercado de adquisiciones hostiles. Estos mecanismos tienden a ser más débiles en economías emergentes que en economías desarrolladas.

El sistema legal protege a los agentes de posibles expropiaciones por parte de otros. La Porta et al. (1997; 1998; 2000; 2002) mencionan que para que las leyes sirvan como mecanismo de Gobierno Corporativo, la estructura legal debe ser fuerte y obligar al cumplimiento de las normas.

El mercado laboral como instrumento de Gobierno Corporativo es explorado por autores tales como Fama y Jensen (1983). En un mercado competitivo, los administradores pueden ser fácilmente sustituidos por otros. Éstos tienden a alinearse con los intereses de los accionistas, por la amenaza latente de que los despidan.

Por último, el mercado de las adquisiciones hostiles (o mercado de control corporativo) también funciona como medida de Gobierno Corporativo. Las utilidades de las empresas se ven reflejadas en los precios de las acciones. Si los administradores no buscan maximizar las utilidades, la firma se vuelve candidata para una adquisición hostil. El

cambio en el control induce cambios en la administración, por lo que desviarse del objetivo principal de la empresa se vuelve costoso.

2.3.2 Mecanismos internos de control

Los mecanismos internos de Gobierno Corporativo son aquellos directamente controlados por la firma, para aliviar el problema de agencias. En conformidad con autores tales como Denis (2001) y Faccio (2006), algunos mecanismos de control internos son: 1. El monitoreo; 2. Los dueños ejecutivos; 3. Los grupos empresariales; 4. Los vínculos políticos.

El monitoreo requiere de supervisores que controlen las actividades de los administradores. Los accionistas podrían parecer la opción obvia para realizar las gestiones de monitoreo. Sin embargo, existen dos inconvenientes para que los accionistas lleven a cabo estas funciones: Primero, el promedio de los accionistas carece de conocimientos sobre la industria a la cual pertenece la firma. Segundo, en general los accionistas no tienen incentivos para realizar dichas acciones de supervisión. Muchos de los accionistas poseen cantidades pequeñas de acciones comunes, en cada una de las diferentes firmas donde depositan su riqueza. Afortunadamente, existen otros monitores potenciales para los administradores. Por ejemplo: las Juntas de Directores y los bancos²³.

Fama (1980) argumenta que la Junta de Directores (o Junta de Gobierno) es quien debe vigilar y monitorear a los administradores. Este mecanismo de Gobierno Corporativo es uno de los más utilizados para aliviar el problema de agencias (ver Hermalin y Weisbach, 1988; 1991; 1998; 2003; John y Senbet, 1999 y Denis, 2001). La Junta de

²³ Aoki (2001), así como Kaplan y Minton (1994) y Kang y Shivdasani (1995) argumentan que los bancos sirven para disciplinar a las empresas mediante la amenaza creíble de no ofrecerles financiamiento.

Directores es seleccionada por los accionistas para que supervise, controle, despida, compense y asesore a los administradores de la empresa en representación de los dueños (ver Chang, 1995; Klein, 1998; Dehaene et. al, 2001 y Anderson et. al, 2004). John y Senbet (1999), así como Jensen (1993), coinciden en que la efectividad de la Junta Directiva como monitor está determinada por su independencia, tamaño y composición, entre otras características. Por ejemplo, al incrementarse el número de miembros, también aumenta la capacidad de supervisión de la Junta Directiva. Sin embargo, el beneficio logrado tiene como contraparte una menor comunicación y mayor dificultad en la toma de decisiones, que atenta contra la eficiencia de la organización (ver Lipton y Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Chaganti et al., 1985; Gilson, 1989; 1990; Yermack, 1996; Steiner, 1972 y Vafeas,1999).

Los dueños ejecutivos (accionistas dentro de la operatividad del negocio) también sirven para reducir los problemas de agencias. Morck et al. (1989); McConnell y Servaes (1990; 1995) y Singh y Davidson (2003), concluyen que los intereses de los administradores y los accionistas llegan a estar más estrechamente alineados, en la medida en que la propiedad de los administradores se incrementa. Esto da como resultado un mejoramiento en el desempeño de la firma. Sin embargo, en algunas circunstancias puede ser contraproducente el contar con dueños ejecutivos, que son contratados por razones distintas a su capacidad de gestión. Por ejemplo, existe evidencia que en tiempos de crisis macroeconómica los vínculos familiares están relacionados con bajo desempeño empresarial (ver Alba et al., 2003; Lee, 1998; Mitton, 2002 y Baek et al., 2004).

Los grupos empresariales son organizaciones donde firmas legalmente independientes son controladas por un mismo grupo, a través de una cadena de relaciones informales (ver Castañeda, 2005;

Bianco y Casavola,1999). Esta estructura puede reducir el problema agente-principal y mejorar el desempeño, al servir el grupo como monitor, asesor y acreedor (ver Khanna y Palepu, 2000^a y Castañeda, 2005). No obstante, existe la amenaza que las firmas que están en el fondo de la pirámide empresarial sean expropiadas por los agentes que controlan el grupo. Esto impone severas limitaciones al desempeño de todo el sistema, lo cual es apoyado por autores tales como Comment y Jarrell (1994); Lang y Stulz (1994) y Berger y Ofek (1995).

Los vínculos políticos también son utilizados por algunas firmas como mecanismo de Gobierno Corporativo. Estos vínculos se refieren a la participación de funcionarios públicos (actuales o pasados) en la empresa (Faccio, 2006). Para una corporación, el vínculo político implica mejores posibilidades de ganar licitaciones y mayor acceso a ciertos mercados financieros. No obstante, estos privilegios no están necesariamente relacionados con el desempeño de las firmas, lo cual puede generar ineficiencias en el sistema económico. Roberts (1990), Fisman (2001), Mak y Li (2001) y Sung y Tong (2003) muestran que el vínculo político viene en sentido opuesto al desempeño empresarial. Explican estos autores que los “directores políticos” carecen de experiencia empresarial, haciendo que los resultados de la firma disminuyan. Asimismo, se crean incentivos perversos si una empresa depende de ciertos favores por parte del gobierno para subsistir (Desai y Olofsgard, 2006). En contraste, Agrawal y Knoeber (2001) sostienen que los directores de una firma con experiencia política, pueden llegar a ser buenos consejeros de la misma, en especial si se trata de negociaciones con el gobierno.

2.4 Gobierno Corporativo y su relación con el desempeño empresarial

El Gobierno Corporativo está íntimamente relacionado con el desempeño de las firmas, tal y como lo muestran La Porta et al. (1997; 1998; 2000; 2002). Hutchinson y Gul (2004) concluyen que esta relación es especialmente relevante para las empresas que presentan oportunidades de crecimiento. Lowenstein (1996) sugiere que las buenas prácticas que se tengan de Gobierno Corporativo hacen más transparentes también las transacciones financieras, con lo que se reducen los problemas de información asimétrica. Esto permite a los proveedores de capital calcular mejor el riesgo de sus inversiones e incluso disminuir el costo del financiamiento. En síntesis, aunque es claro que el Gobierno Corporativo influye en el desempeño empresarial, lo que no queda claro es qué mecanismos de Gobierno Corporativo favorecen a este desempeño.

2.5 La crisis mexicana de 1994-1995

México es uno de los dos países, junto con Brasil, con las economías más grandes de América Latina (ver Hofman y Mulder, 1998). Ha sido también un país de crisis financieras frecuentes, la más reciente ocurrida en diciembre de 1994. Esta crisis se remonta a los inicios de los años 90, cuando se da el fenómeno de liberalización del sector financiero y de la cuenta corriente (ver Gil Díaz y Carstens, 1997; Watkins, 2003).

La liberalización financiera trajo consigo la entrada de capitales y la expansión del crédito. Entre diciembre de 1989 y junio de 1993, el crédito utilizado para consumo se incrementó en términos reales 260%, mientras que el crédito para vivienda aumentó en 275% (ver Lustig,

1998). Las empresas también acrecentaron sus deudas, particularmente en dólares estadounidenses. El aumento en los préstamos vino acompañado por un aumento significativo en el riesgo crediticio; aún si el esquema de tipo de cambio fijo de la época atenuaba el riesgo cambiario de estas operaciones crediticias, el déficit de cuenta corriente así como las tensiones políticas vigentes presionaban hacia una depreciación del peso mexicano.

La moneda finalmente se depreció el 20 de diciembre de 1994 y se dejó flotar libremente el 21 de diciembre de 1994. El sistema bancario mexicano estaba muy vulnerable, por lo que colapsó (Cárdenas, 1997), con repercusiones devastadoras sobre las empresas y familias. En 1995 el PIB real cayó 10% y la inflación fue cercana al 50% (ver Watkins, 2003).

3 OBJETIVOS, VARIABLES, HIPÓTESIS Y DATOS

3.1 Objetivos

El desempeño de una firma depende tanto de factores internos como externos. Dentro de estos factores se encuentra el Gobierno Corporativo, variable de interés en esta investigación. Específicamente, se busca establecer la relación entre el desempeño empresarial y el Gobierno Corporativo en México, así como estudiar si esta relación ha cambiado a través del tiempo. Los tres períodos de estudio que se contemplan son: período de "Pre-crisis" que comprende los años de 1990 a 1993; el período de "Crisis" que se refiere a los años de 1994 y 1995 y finalmente el período de "Post-crisis", de 1996 a 2000.

3.2 Variables

Se toma como variable dependiente de desempeño empresarial el rendimiento sobre los activos (ROA, por sus siglas en inglés de Return on Assets). También se utiliza las ventas netas sobre los activos (VNETA), como variable de sensibilidad.

La variable **ROA** se mide de la siguiente manera:

$$ROA = \frac{EBIT}{A} \quad (1)$$

EBIT representa la utilidad en operación de la empresa; la utilidad antes de intereses e impuestos (EBIT por sus siglas en inglés de Earnings Before Interests and Taxes).

A se refiere a los activos totales.

La variable **VNETA** se obtiene de la siguiente forma:

$$VNETA = \frac{VTNET}{A} \quad (2)$$

VTNET representa las ventas netas en millones de pesos.

A se refiere a los activos totales.

Las variables explicativas (factores internos de Gobierno Corporativo) que se emplean son:

1. Tamaño de la Junta de Directores. Representa una variable dicotómica (dummy) para el tamaño de las Juntas Directivas: Uno (1) para Juntas Directivas grandes (mayores o iguales a 19 miembros) y Cero (0) para Juntas Directivas pequeñas (menores a 19 miembros). De los anuarios financieros se capturaron el número y los nombres de los miembros de las Juntas Directivas, para cada año desde 1990-2000. El número de observaciones fue de 1234 y se obtuvo un

promedio para todas las empresas de 19 miembros. El máximo de miembros en una Junta Directiva fue de 60 y el valor mínimo para una Junta de Directores fue de 4. La desviación estándar fue de 8 miembros. Con esta información se tomó la decisión de que el punto de inflexión fuera de 19 miembros (valor medio) para las Juntas Directivas grandes.

2. Vínculo familiar (directores-dueños). Es una variable dicotómica (dummy) que es Cero (0) cuando los miembros de la Junta Directiva de una empresa no son hermanos o familia cercana; esto es, no tienen apellidos iguales. Toma el valor de Uno (1) cuando dos o más miembros de la Junta Directiva tienen dos apellidos iguales (o un apellido igual cuando son apellidos extranjeros, poco comunes en México).
3. Vínculo empresarial. Variable dicotómica (dummy) que es Cero (0) cuando el Presidente de la Junta Directiva de una empresa no forma parte de otra Junta Directiva en un mismo año. Toma el valor de Uno (1) cuando el Presidente de la Junta Directiva es miembro de otra u otras Juntas Directivas, para un mismo año.
4. Vínculo político. Variable dicotómica (dummy) que es Cero (0) cuando ningún miembro de la Junta Directiva es (o ha sido) parte de la burocracia gubernamental. Toma el valor de Uno (1) cuando algún miembro de la Junta de Directores es (o ha sido) Gobernador de algún Estado de la República mexicana, Diputado Federal electo, miembro del Senado o Secretario de Estado (en el espacio de tiempo comprendido entre 1990-2000).

Se utilizan las siguientes variables para comparar los resultados entre diferentes períodos de tiempo:

1. Pre-crisis. Variable dicotómica (dummy) que tiene un valor de Uno (1) para el período anterior a la crisis (1990-1993) y toma un valor de Cero (0) en cualquier otro período.
2. Crisis. Variable dicotómica (dummy) que toma un valor de Uno (1) para el período propiamente de crisis (1994-1995) y tiene un valor de Cero (0) en cualquier otro período.
3. Post-crisis. Variable dicotómica (dummy) que tiene un valor de Uno (1) para el período posterior a la crisis (1996-2000) y toma un valor de Cero (0) en cualquier otro período.

Las variables de control utilizadas son:

1. Variables rezagadas del rendimiento sobre los activos y las ventas netas: Empleadas para estimar la dinámica del modelo.
2. Tiempo - **t**: Es una variable de ajuste.
3. Apalancamiento - **Ap** (con un rezago): Se calcula como la proporción de pasivos totales a activos totales. Esta razón indica cuánto dinero prestado utiliza una empresa en relación con sus activos totales; es una medida de vulnerabilidad de la firma ante crisis económicas y afecta el desempeño empresarial (Watkins, 2003).
4. Deuda externa en dólares estadounidenses como proporción de la deuda total - **ExtDebt** (con un rezago): Es también una variable útil para medir la vulnerabilidad de las firmas ante crisis cambiarias.
5. Tamaño de la empresa - **TamFirm**: El tamaño de la empresa está representado por el logaritmo natural de los activos. Las empresas más grandes tienden a ser menos vulnerables ante las crisis financieras que las demás. Estas usualmente tienen mayor acceso a los mercados financieros y menor costo del capital, lo cual favorece al desempeño.

6. Industria - **Ind**: No todas las industrias tienen el mismo desempeño ni comportamiento durante las crisis económicas. Por ejemplo, se espera que aquellas empresas enfocadas al consumo local sean más vulnerables que las demás. Se realiza una distinción de industria a la que pertenece cada empresa, la cual se maneja como una variable dicotómica (dummy). Se emplea la clasificación de Watkins (2003):
- a. **Manuf**: Toma el valor de Uno (1) cuando la empresa pertenece a la industria de manufactura; Cero (0) en los demás casos.
 - b. **Telec**: Tiene el valor de Uno (1) para las empresas que pertenecen a la industria de telecomunicaciones y Cero (0) para las otras firmas.
 - c. **Comer**: Valor de Uno (1) para las empresas que pertenecen a la industria comercial y Cero (0) para las demás.
 - d. **Constr**: Registra el valor de Uno (1) para las empresas que pertenecen a la industria de la construcción y Cero (0) en los demás casos.
 - e. **Serv**: Tiene el valor de Uno (1) para las empresas que pertenecen a la industria de servicios y Cero (0) para las otras firmas.
 - f. **Hold**: Toma el valor de Uno (1) para las empresas que pertenecen a la industria de conglomerados (Holdings) y Cero (0) para las demás.
 - g. **Mina**: Valor de Uno (1) para las empresas que pertenecen a la industria de la minería y Cero (0) para las otras firmas.

3.3 Hipótesis

De acuerdo con lo anterior, se plantean las siguientes hipótesis:

- H1**: En tiempos normales, un mayor tamaño de la Junta de Directores está asociado con un mejor desempeño de la firma. De acuerdo a John y Senbet (1999) y Anderson et al. (2004), en general el mayor tamaño implica mejor monitoreo y por ende un incremento en el desempeño empresarial. No obstante, en tiempos de crisis, donde se

requiere mejor coordinación y acciones rápidas, las Juntas de Gobierno pequeñas favorecen el desempeño empresarial.

H2: En tiempos normales los vínculos familiares están asociados con un mayor desempeño de la firma. Lo anterior está en conformidad con Morck et al. (1989); McConnell y Servaes (1990; 1995) y Singh y Davidson (2003), quienes concluyen que estos vínculos reducen los costos de agencias de las grandes corporaciones. Esto da como resultado un mejoramiento en el desempeño de la firma. No obstante, en tiempos de crisis esta relación es inversa, debido a que las acciones más complejas necesarias para hacer frente a esta situación, pueden requerir un perfil distinto de administración; los mejores administradores no necesariamente son los miembros de la familia. Lee (1998); Mitton (2002); Alba et al. (2003) y Baek et al. (2004), muestran evidencia de esto para la crisis asiática de 1997.

H3: En tiempos normales, los vínculos empresariales se relacionan con un mejor desempeño de la firma. Chang y Choi (1988); Khanna (2000); Khanna y Palepu (2000a; 2000b) y Castañeda (2005) argumentan que la estructura de grupo puede facilitar una reasignación eficiente de fondos de las empresas superavitarias hacia las demás. La creación de estos mercados financieros internos permite el financiamiento de proyectos rentables, que pudieron ser rechazados en mercados financieros formales. El riesgo crediticio dentro de estas estructuras tiende a ser bajo, debido a la información que existe sobre las firmas dentro del grupo, así como la amenaza de expulsión si una empresa no cumple con sus obligaciones de pago. Además, el mismo grupo sirve de monitor, lo cual favorece al desempeño empresarial. No obstante, en tiempos de crisis, los accionistas minoritarios de las firmas que están en el fondo de la pirámide tienen el riesgo de expropiación por parte de los agentes

que controlan al grupo. Esto impone severas limitaciones al desempeño de todo el sistema, lo cual es apoyado por Comment y Jarrell (1994); Lang y Stulz (1994); Berger y Ofek (1995); Weinstein y Yafeh (1995; 1998); Karpoff et al. (1996); Himmelberg et al. (1999); DeAngelo y DeAngelo (2000); Zhou (2001); Woidtke et al. (2001) y Woidtke (2002). Adicionalmente, bajo estas circunstancias, la colocación de crédito mediante los mercados internos de capital incrementa el riesgo financiero del grupo. La disminución en la rentabilidad de algunas empresas puede expandirse a otras entidades internas, al subsidiar sus operaciones deficitarias con recursos de otros miembros del grupo (ver Joh, 2003 y Baek et al., 2004).

H4: Los vínculos políticos se relacionan con un menor desempeño de la firma, especialmente durante períodos de crisis. Roberts (1990); Fisman (2001); Mak y Li (2001) y Sung y Tong (2003) comentan que los directores o CEOs políticos carecen de experiencia empresarial, haciendo que los resultados de la empresa disminuyan. Asimismo, se crean incentivos perversos si una empresa depende de ciertos privilegios por parte del gobierno para subsistir (Desai y Olofsgard, 2006).

Las variables financieras, así como el tamaño y la industria de las firmas, también afectan al desempeño empresarial. Son de esperar las siguientes relaciones:

H5: El apalancamiento disminuye la flexibilidad de las empresas para enfrentar problemas internos o de entorno. Específicamente, en tiempos de crisis macroeconómica, este aumenta la probabilidad de quiebra y reduce el desempeño empresarial (ver Watkins, 2003 y Watkins et al., 2006).

H6: La deuda externa tiene un efecto negativo sobre el desempeño empresarial durante los períodos de crisis, cuando se dan devaluaciones de la moneda local. El costo de la deuda externa (en moneda nacional) se incrementa, tal como lo argumentan Johnson et al. (2000).

H7: Las empresas que tienen un mayor tamaño son relativamente más flexibles que las pequeñas. Esto les permite tener un mejor acceso a los mercados financieros, por lo que son menos vulnerables a los períodos de crisis que otras (ver Hutchinson y Gul, 2004). Asimismo, el costo de la deuda tiende a ser menor para estas organizaciones, ya que su riesgo crediticio es más bajo (por ejemplo, muchas veces son empresas más diversificadas y con mayor poder de mercado que las demás). Lo anterior favorece al desempeño empresarial.

H8: Siguiendo a Watkins (2003), las empresas pertenecientes a industrias enfocadas a la economía local (por ejemplo, servicios) son más vulnerables ante las crisis internas que aquellas que dependen menos de la economía nacional (por ejemplo, la minería). Esto se ve reflejado en el desempeño empresarial.

3.4 Datos

La información recopilada es de 171 firmas que cotizan (o cotizaron) en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV, por sus siglas en castellano). Todas las variables monetarias son presentadas en términos reales, a pesos del año 2000. La base de datos no es balanceada; para algunos años no está disponible toda la información requerida.

Para los primeros años del período de tiempo que maneja la investigación, se obtienen los datos financieros directamente de la

BMV²⁴. Esta información está accesible por medio de microfilmación. La gran mayoría de los datos es obtenida de manera electrónica en el Sistema Integral de Valores Automatizados (SIVA, por sus siglas en castellano), así como en Infosel Financiero.

La información sobre los miembros de las Juntas Directivas se registra de manera manual de los Anuarios Financieros que se encuentran en el Centro de Información²⁵ de la BMV. Los nombres de los políticos se obtienen directamente de la Oficina de la Presidencia de la República y del Congreso de la Nación y sus respectivas páginas en internet. A partir de estos datos se construyen las variables dicotómicas de Gobierno Corporativo²⁶: tamaño de Junta Directiva, vínculo familiar, vínculo empresarial y vínculo político.

4 Estadística descriptiva

4.1 Características de Gobierno Corporativo

En la tabla 1 se agrupan las empresas de acuerdo a sus características de Gobierno Corporativo. La muestra consta de un total de 171 firmas no-financieras. Sin embargo, entre 1990 y 1993, se pudo capturar información de Juntas Directivas para 116 empresas; para el período comprendido entre 1994 y 1995 este número aumentó a 126 firmas; finalmente, para los años de 1996 a 2000 la cantidad de empresas estudiadas llegó a 148. El número de empresas por período no es homogéneo, debido a que algunas firmas desaparecieron de la BMV (sobre todo en el período de la crisis) y otras nuevas se fueron listando a través del tiempo. Del total de 171 empresas, 69 participaron

²⁴ Se agradece a Gonzalo Castañeda por permitir el acceso a su base de datos financieros de las empresas; a Jaime Díaz por proporcionar el acceso al SIVA.

²⁵ Se agradece a Simón Cruz por la ayuda en la recopilación de datos en el Centro de Información de la BMV.

²⁶ Se agradece a Ana Antón, Montserrat Ángel, Erick Sánchez y Manuel Garzón por su colaboración en la captura de los nombres de los miembros de las Juntas Directivas.

en la BMV durante todos los años de 1990 a 2000.

Tabla 1: Número de empresas listadas en la BMV durante los períodos de Pre-crisis (1990-1993), Crisis (1994-1995) y Post-crisis (1996-2000), de acuerdo con características de Gobierno Corporativo

Número de Firmas						
Características de las						
empresas	Pre-crisis		Crisis		Post-crisis	
Total de firmas	116	(100%)	126	(100%)	148	(100%)
Vínculo empresarial	97	(84%)	97	(77%)	101	(68%)
Vínculo político	28	(24%)	35	(28%)	47	(32%)
Vínculo familiar	90	(78%)	83	(66%)	100	(68%)
Junta Directiva grande	43	(37%)	50	(40%)	56	(38%)

Las cantidades en paréntesis representan la proporción de empresas, en cada período de estudio, que poseen la característica de Gobierno Corporativo en cuestión. Se tiene vínculo empresarial cuando el Presidente de una Junta Directiva está participando en el mismo año como miembro de otra u otras Juntas Directivas. Cuando un miembro de la Junta de Directores de una compañía ha sido Gobernador de algún Estado, Diputado Federal electo mediante votación popular, Senador de la República o Secretario de Estado (de 1990 a 2000), se dice que esa empresa posee vínculo político. El vínculo familiar se establece cuando una empresa tiene en un año en particular, dos o más miembros de su Junta Directiva con los mismos apellidos (o al menos un apellido igual, cuando se trata de extranjeros). Se considera una empresa con Junta de Directores grande cuando el número de miembros es de 19 o más.

Aoki (2001) argumenta que la mayoría de las empresas de países emergentes poseen vínculos familiares y empresariales. En cuanto a los vínculos políticos, Faccio (2006) afirma que éstos se presentan con regularidad en este tipo de economías. Las aseveraciones anteriores se confirman con la información de la tabla 1. Puede observarse que en los tres períodos de estudio, la gran mayoría de las firmas contempladas tiene vínculo empresarial y/o familiar. El vínculo familiar declina durante la crisis y se estabiliza durante la post-crisis. Los lazos empresariales disminuyen también durante la crisis, manteniendo la tendencia hacia la baja hasta la post-crisis. En cuanto al vínculo

político, éste se presenta en aproximadamente un tercio de las empresas, mostrando una tendencia creciente desde la pre-crisis hasta la post-crisis. Finalmente, la preferencia empresarial en cuanto al tamaño de las Juntas Directivas es que éstas sean pequeñas, lo cual es la norma en los tres períodos de tiempo considerados.

4.2 Desempeño empresarial

En la Tabla 2 se muestra un resumen del comportamiento de las variables de desempeño, para cada uno de los períodos de estudio.

Se observa una gran volatilidad en el ROA durante los períodos de crisis y post-crisis. Los valores extremos (outliers) para el ROA alcanzan cifras superiores a 1000 por ciento en el período de crisis, para dispararse a más de 50 mil por ciento en el período de post-crisis. Estos valores extremos ocasionan que el ROA promedio aumente exponencialmente a través del tiempo, lo cual sugiere un incremento significativo en el desempeño empresarial de 1990-2000. Sin embargo, los valores de la mediana indican una reducción en el desempeño empresarial en el período de crisis, con una recuperación parcial para el período de post-crisis, lo cual coincide con investigaciones previas (ver Watkins, 2004).

Los valores extremos para el ROA son eliminados, los cuales representan 42 observaciones. Con base en la información de la tabla 2, el valor máximo permisible para el ROA es de 130%, mientras que el valor mínimo es de -80%. Para las ventas netas sobre los activos, no se eliminó ninguna observación, debido a que estos valores no presentan cambios bruscos y hay correspondencia entre la media y la mediana. La conclusión a la que se llega con VNETA es la misma que con ROA: durante la crisis se redujo el desempeño empresarial, el cual se

recuperó parcialmente en la post-crisis.

Tabla 2: Estadística descriptiva para el rendimiento sobre los activos (ROA) y las ventas netas sobre los activos (VNETA), durante los períodos de pre-crisis (1990-1993), crisis (1994-1995) y post-crisis (1996-2000)

Estadísticas	ROA			VNETA		
	Pre-crisis	Crisis	Post-crisis	Pre-crisis	Crisis	Post-crisis
Media	7.08%	12.99%	129.98%	0.92	0.81	0.85
Mediana	6.62%	2.02%	4.73%	0.72	0.62	0.70
Máximo	127.07%	1183.72%	50717.59%	24.98	14.72	16.70
Mínimo	-30.24%	-63.42%	-79.86%	0.03	0.00	0.00
Desviación						
Estándar	10.13	93.44	1959.82	1.48	1.10	0.92

4.3 Gobierno Corporativo y desempeño empresarial promedio

La Tabla 3 muestra el valor promedio (y la desviación estándar) para ROA y VNETA, de acuerdo a los mecanismos de Gobierno Corporativo implementados por las empresas (para cada período de tiempo). Esta tabla se construye excluyendo los 42 valores extremos del ROA.

En el período de pre-crisis las políticas de Gobierno Corporativo adoptadas por las empresas tienen un efecto neutral sobre los resultados empresariales. Los valores tanto del ROA promedio como de VNETA promedio son similares para todas las firmas (cerca del 7% y 0.7, respectivamente). Sin embargo, la desviación alrededor de este valor promedio es relativamente mayor para aquellas empresas con vínculos empresariales, lo cual refleja más volatilidad en el desempeño de esta clase de corporaciones. La menor volatilidad relativa se

presenta en aquellas firmas con vínculos políticos.

Tabla 3: Valores promedio para el rendimiento sobre los activos (ROA) y las ventas netas sobre los activos (VNETA), durante los períodos de pre-crisis (1990-1993), crisis (1994-1995) y post-crisis (1996-2000), de acuerdo con las características de la firma

Características de la Firma	ROA			VNETA		
	Pre-crisis	Crisis	Post-crisis	Pre-crisis	Crisis	Post-crisis
Todas la firmas	7.08%	2.40%	4.87%	0.92	0.81	0.85
	(10.13)	(16.38)	(13.96)	(1.48)	(1.10)	(0.92)
Vínculo empresarial	6.94%	0.81%	5.49%	0.78	0.67	0.79
	(10.62)	(15.36)	(12.31)	(0.59)	(0.46)	(0.80)
Vínculo político	7.15%	-1.36%	3.30%	0.78	0.63	0.65
	(5.67)	(13.19)	(14.63)	(0.36)	(0.34)	(0.36)
Vínculo familiar	7.00%	1.35%	4.57%	0.77	0.68	0.88
	(8.91)	(14.93)	(12.88)	(0.61)	(0.47)	(0.79)
Junta Directiva						
Grande	6.74%	-0.91%	3.90%	0.72	0.61	0.80
	(7.63)	(11.58)	(12.29)	(0.33)	(0.33)	(1.28)

En la tabla 3 se presentan los valores promedio (promedio simple) para las dos variables de desempeño: rendimiento sobre los activos (ROA) y ventas netas sobre los activos (VNETA). Se calculan estos promedios por período y de acuerdo a las características de Gobierno Corporativo de las empresas. Entre paréntesis se muestra la desviación estándar. Los valores de ROA mayores a 130% y menores a -80% son eliminados como valores extremos, los cuales representan 42 observaciones. Para el caso de VNETA, no se eliminó ningún valor.

Durante la crisis, las empresas que muestran mejor desempeño son aquellas que no poseen ninguna de las características de Gobierno Corporativo estudiadas. A estas le siguen las empresas familiares, luego aquellas con vínculos empresariales y muy por debajo las firmas con vínculos políticos y Juntas Directivas grandes. En estos dos últimos

casos, el ROA promedio es negativo, lo cual señala los efectos perversos de estas políticas corporativas sobre el desempeño empresarial en tiempos de crisis.

En la post-crisis, nuevamente los peores resultados los presentan las corporaciones con vínculos políticos. Por otra parte, se observa un buen desempeño para aquellas empresas con vínculos empresariales y familiares. En síntesis, durante 1990-2000 las mejores prácticas de Gobierno Corporativo en México contemplan vínculos empresariales y familiares, aunque en el período propiamente de crisis los resultados de las firmas que no poseen ninguno de los mecanismos estudiados son superiores a los demás. Es así que el concepto de “buen” Gobierno Corporativo en México cambia de acuerdo a la situación económica en particular.

4.4 Estrategias de Gobierno Corporativo y desempeño empresarial

A continuación se presenta el análisis correspondiente a los resultados de las decisiones o “estrategias” de Gobierno Corporativo seguidas por las empresas mexicanas, durante los tres períodos de estudio.

4.4.1 Vínculo empresarial

En la tabla 4 se exponen los resultados promedio de las estrategias (con respecto al vínculo empresarial) adoptadas por las empresas mexicanas listadas en la BMV entre 1990 y 2000.

Tabla 4: Resultados de las estrategias adoptadas con respecto al vínculo empresarial, para las empresas mexicanas listadas en la BMV (1990-2000)

Estrategia	Número de Firmas	ROA promedio	Ventas Netas promedio
Empresas con vínculo empresarial en todos los períodos	62	6.16%	0.76
Empresas con vínculo empresarial sólo en Precrisis	14	-0.46%	0.67
Empresas con vínculo empresarial sólo en Crisis	2	4.08%	0.83
Empresas con vínculo empresarial sólo en PostCrisis	2	2.93%	0.80
Empresas con vínculo empresarial en Pre-Crisis y Crisis	0	NA	NA
Empresas con vínculo empresarial en Crisis y Post-Crisis	0	NA	NA
Empresas con vínculo empresarial en Pre-Crisis y Post-Crisis	0	NA	NA
Empresas sin vínculo empresarial en todos los períodos	11	7.42%	0.81

Se considera que una firma tiene vínculo empresarial cuando el Presidente de la Junta Directiva está participando en el mismo año como miembro de otra u otras Juntas Directivas. Si la empresa en particular tiene este vínculo en al menos un año del período en cuestión (pre-crisis, crisis o post-crisis), entonces se contabiliza como una empresa con vínculo empresarial durante ese período de tiempo. El ROA promedio y el promedio de las ventas netas sobre los activos totales (VNETA promedio) se obtiene como un promedio simple de los valores de estas variables (1990-2000), para las empresas que presentan cada estrategia en particular. Se eliminan los valores extremos para el ROA (valores mayores a 130% y menores a -80%), los cuales representan 42 observaciones. Para el caso de VNETA, no se encontró ningún valor extremo.

Se observa que casi el 40% de las empresas consideradas poseen vínculos empresariales durante todos los períodos. Esto sugiere una actitud constante, poco dinámica, sobre las decisiones en materia de Gobierno Corporativo. Las estrategias dominantes en cuanto a los resultados de desempeño son: tener el vínculo empresarial sólo en la post-crisis, seguido por no poseer este vínculo en ningún momento y

finalmente sostener los lazos empresariales durante todos los períodos.

4.4.2 Vínculo político

En la tabla 5 se presentan los resultados promedio de las estrategias adoptadas con respecto al vínculo político, para las empresas mexicanas listadas en la BMV entre 1990 y 2000.

Tabla 5: Resultados de las estrategias adoptadas con respecto al vínculo político, para las empresas mexicanas listadas en la BMV (1990-2000)

Estrategia	Número	ROA promedio	Ventas Netas promedio
Empresas con vínculo político en todos los períodos	22	6.46%	0.79
Empresas con vínculo político sólo en Precrisis	2	11.30%	0.47
Empresas con vínculo político sólo en Crisis	4	0.13%	0.35
Empresas con vínculo político sólo en PostCrisis	9	3.59%	0.52
Empresas con vínculo político en Pre-Crisis y Crisis	0	NA	NA
Empresas con vínculo político en Crisis y Post-Crisis	0	NA	NA
Empresas con vínculo político en Pre-Crisis y Post-Crisis	0	NA	NA
Empresas sin vínculo político en todos los períodos	54	5.14%	0.82

Se considera que una firma tiene vínculo político cuando algún miembro de la Junta de Directores es (o ha sido) Gobernador de algún Estado de la República mexicana, Diputado Federal electo, miembro del Senado o Secretario de Estado (en el espacio de tiempo comprendido entre 1990-2000). Si la empresa en particular tiene este vínculo en al menos un año del período en cuestión (pre-crisis, crisis o post-crisis), entonces se contabiliza como una empresa con vínculo político durante ese período de tiempo. El ROA promedio y el promedio de las ventas netas sobre los activos totales (VNETA promedio) se obtiene como un promedio simple de los valores de estas variables (1990-2000), para las empresas que presentan cada estrategia en particular. Se eliminan los valores extremos para el ROA (valores mayores a 130% y menores a -80%), los cuales representan 42 observaciones. Para el caso de VNETA, no se encontró ningún valor extremo.

La gran mayoría de las firmas (69%) no presenta vínculo político en ninguno de los períodos estudiados. A esta estrategia le sigue el tener el vínculo político en todos los períodos, lo cual muestra nuevamente que las decisiones con respecto a Gobierno Corporativo tienden a ser estáticas. En cuanto a los resultados empresariales, las estrategias dominantes son no tener este vínculo en ningún momento del tiempo, mantener el vínculo político en todos los períodos y finalmente poseer vínculos políticos sólo en la pre-crisis.

4.4.3 Vínculo familiar

En la tabla 6 se muestran los resultados promedio de las estrategias adoptadas con respecto al vínculo familiar, para las empresas mexicanas listadas en la BMV entre 1990 y 2000.

Al igual que en las estrategias anteriores, dominan las decisiones pasivas: mantener el vínculo familiar en todos los períodos (36% del total de empresas) y no tenerlo en ningún momento (26% de las firmas). El rendimiento promedio es mayor para aquellas empresas con vínculo familiar sólo en la post-crisis, seguido por las corporaciones sin este lazo en todos los períodos de tiempo. La peor estrategia consiste en poseer vínculo familiar sólo en la pre-crisis.

Tabla 6: Resultados de las estrategias adoptadas con respecto al vínculo familiar, para las empresas mexicanas listadas en la BMV (1990-2000)

Estrategia	Número	ROA promedio	Ventas Netas promedio
Empresas con vínculo familiar en todos los períodos	62	5.41%	0.78
Empresas con vínculo familiar sólo en Precrisis	11	2.37%	0.51
Empresas con vínculo familiar sólo en Crisis	0	NA	NA
Empresas con vínculo familiar sólo en PostCrisis	1	4.61%	0.56
Empresas con vínculo familiar en Pre-Crisis y Crisis	0	NA	NA
Empresas con vínculo familiar en Crisis y Post-Crisis	0	NA	NA
Empresas con vínculo familiar en Pre-Crisis y Post-Crisis	0	NA	NA
Empresas sin vínculo familiar en ningún período	17	6.65%	0.85

Se considera que una firma tiene vínculo familiar cuando dos o más miembros de la Junta Directiva tienen dos apellidos iguales (o un apellido igual cuando son apellidos extranjeros, poco comunes en México). Si la empresa en particular tiene este vínculo en al menos un año del período en cuestión (pre-crisis, crisis o post-crisis), entonces se contabiliza como una empresa con vínculo familiar durante ese período de tiempo. El ROA promedio y el promedio de las ventas netas sobre los activos totales (VNETA promedio) se obtiene como un promedio simple de los valores de estas variables (1990-2000), para las empresas que presentan cada estrategia en particular. Se eliminan los valores extremos para el ROA (valores mayores a 130% y menores a -80%), los cuales representan 42 observaciones. Para el caso de VNETA, no se encontró ningún valor extremo.

4.4.4 Tamaño de la Junta de Directores

En la tabla 7 se presentan los resultados promedio de las estrategias adoptadas con respecto al tamaño de la Junta Directiva, para las empresas mexicanas listadas en la BMV entre 1990 y 2000.

Tabla 7: Resultados de las estrategias adoptadas con respecto al tamaño de la Junta Directiva, para las empresas mexicanas listadas en la BMV (1990-2000)

Estrategia	Número	ROA promedio	Ventas Netas promedio
Junta Directiva grande en los tres períodos	25	4.65%	0.59
Junta Directiva pequeña en los tres períodos	35	6.79%	0.85
Empresas con variación en el tamaño de su Junta Directiva de Grande-Chica-Chica	5	2.49%	0.72
Empresas con variación en el tamaño de su Junta Directiva de Grande-Chica-Grande	0	NA	NA
Empresas con variación en el tamaño de su Junta Directiva de Grande-Grande-Chica	7	2.13%	0.83
Empresas con variación en el tamaño de su Junta Directiva de Chica-Grande-Grande	6	4.84%	0.72
Empresas con variación en el tamaño de su Junta Directiva de Chica-Grande-Chica	3	4.33%	0.80
Empresas con variación en el tamaño de su Junta Directiva de Chica-Chica-Grande	3	5.69%	0.54
Empresas cuyo tamaño de Junta Directiva es ambiguo	7	0.00%	0.00

Se considera que una firma tiene Junta Directiva grande cuando el número de miembros es mayor o igual a diecinueve. Si la empresa en particular tiene Junta Directiva grande en al menos 60% de los años del período en cuestión (pre-crisis, crisis o post-crisis), entonces se contabiliza como una empresa con Junta Directiva grande durante ese período de tiempo (análogo para Junta Directiva pequeña). En los casos en los cuales no se alcanza el 60%, se clasifica a la empresa como una de tamaño de Junta Directiva ambiguo. El ROA promedio y el promedio de las ventas netas sobre los activos totales (VNETA promedio) se obtiene como un promedio simple de los valores de estas variables (1990-2000), para las empresas que presentan cada estrategia en particular. Se eliminan los valores extremos para el ROA (valores mayores a 130% y menores a -80%), los cuales representan 42 observaciones. Para el caso de VNETA, no se encontró ningún valor extremo. N.A.: No aplica.

En la mayor parte de los casos no es posible determinar el tamaño de la Junta Directiva, ya que debe cumplirse que la empresa en particular tenga el mismo tamaño de Junta de Directores en al menos 60% de los años del período en cuestión. De las que sí se pueden catalogar, casi el 40% mantiene una política estable en cuanto al tamaño de la Junta Directiva a través del tiempo; 15% de las firmas posee Junta de Directores grande en los tres períodos y 22% presenta Junta Directiva chica durante todo el horizonte temporal estudiado. En concordancia con las conclusiones para las demás variables de Gobierno Corporativo, la estrategia óptima es implementar una estrategia pasiva y no cambiar el tamaño de Junta de Directores a través de los años: el mejor desempeño se observa en aquellas firmas con Junta Directiva pequeña de 1990-2000.

5 RESULTADOS ECONOMÉTRICOS

5.1 Metodología

Las hipótesis propuestas sobre las relaciones entre Gobierno Corporativo y desempeño empresarial (antes, durante y posterior a la crisis mexicana de 1994), son sometidas a comprobación mediante modelos de panel dinámicos. Se incluyen efectos aleatorios para las 171 firmas, utilizando el estimador Swamy y Arora (1972) de los componentes de varianza. Adicionalmente, se establece un efecto fijo año (**Year**), para estudiar la correspondencia de cada año con el desempeño de las empresas. Los valores t se basan en errores estándar que son robustos en presencia de heterocedasticidad (White, 1980). Las ecuaciones de los modelos así planteados son las siguientes:

$$ROA_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 ROA_{i(t-1)} + \beta_3 Ap_{i(t-1)} + \beta_4 ExtDebt_{i(t-1)} + \beta_5 TamFirm_{it} + \sum_{j=1}^6 \gamma_j Ind_j + \sum_{t=1}^{11} \delta_t Year_t + \sum_{l=1}^4 \sum_{m=1}^3 \theta_{lm} P_m X_l + \mu \quad (3)$$

$$VNETA_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 t + \alpha_2 VNETA_{i(t-1)} + \alpha_3 Ap_{i(t-1)} + \alpha_4 ExtDebt_{i(t-1)} + \alpha_5 TamFirm_{it} + \sum_{j=1}^6 \lambda_j Ind_j + \sum_{t=1}^{11} \phi_t Year_t + \sum_{l=1}^4 \sum_{m=1}^3 \varpi_{lm} P_m X_l + \mu \quad (4)$$

$i=1,...,171$ empresas;

$j=1,...,6$ industrias (Manuf, Telec, Comer, Constr, Hold, Mina; la industria de referencia es Serv);

$t=1,...,11$ años (1990,..., 2000);

$l=1,..., 4$ variables de Gobierno Corporativo (tamaño de Junta Directiva, vínculo familiar, vínculo empresarial, vínculo político);

$m=1,..., 3$ períodos (pre-crisis, crisis, post-crisis);

Donde:

- i. ROA y VNETA son dos variables de desempeño empresarial: rendimiento sobre los activos y ventas netas sobre los activos.
- ii. Las variables de control son: variables de desempeño rezagadas un período, apalancamiento y deuda en dólares como porcentaje de deuda total (con un rezago), tamaño de la empresa expresado como logaritmo natural de sus activos, industria a la que pertenece la empresa y efecto fijo año.
- iii. Las variables de Gobierno Corporativo se representan mediante el vector X: tamaño de Junta Directiva, vínculo familiar, vínculo empresarial y vínculo político.

- iv. Los distintos períodos de tiempo que contempla la investigación se representan por el vector P: Pre-crisis, Crisis y Post-crisis.
- v. $\beta_0, \dots, \beta_5, a_0, \dots, a_5; \gamma_j, \gamma_j; d_t, f_t; \gamma_{lm}, \gamma_{lm}$ son los parámetros asociados a la constante; el tiempo (t); las variables de control y las variables de Gobierno Corporativo (en este último caso, para cada período de tiempo en estudio).
- vi. μ son los términos de error.

5.2 Resultados econométricos para el rendimiento sobre los activos (ROA)

En la segunda y tercera columna de la tabla A1 del apéndice, se muestran los resultados de la ecuación (3). Se observa que durante el período de tiempo en estudio (1990-2000), el rendimiento sobre los activos presenta una ligera tendencia a la baja. El coeficiente obtenido para la variable tiempo (t) es de -0.01 (significativo al 1%). Esto da indicios que durante la década de los noventa, el sector real de la economía mexicana estuvo estancado.

En cuanto a las variables de control, son significativas al 1% las relaciones encontradas entre el ROA y el ROA rezagado un período, así como entre el ROA y el apalancamiento rezagado un período. Como es de esperar, la correspondencia entre ROA y ROA rezagado es positiva; el rendimiento pasado afecta directamente al rendimiento actual. Por el contrario, la relación entre ROA y apalancamiento (con un rezago) es inversa; el apalancamiento limita el rendimiento futuro, ya que disminuye la flexibilidad de las empresas para hacer frente a problemas internos o externos (Watkins, 2003). Para las industrias, se encuentra que todas presentan comparativamente un mayor rendimiento sobre los activos que servicios (sector enfocado a la economía local), siendo este

resultado significativo al 10% para comercio, construcción, manufactura y conglomerados. No se observa un efecto tamaño ni tampoco es significativa la correspondencia negativa entre deuda externa (como porcentaje de deuda total) y ROA. Finalmente, el efecto fijo año resulta significativo (y directo) para todos los años, excepto 1994. El coeficiente más bajo se observa en 1994, que coincide con el año en que inicia la crisis financiera mexicana.

Respecto a las relaciones entre las variables de Gobierno Corporativo y el ROA, se percibe que durante el período de crisis, las Juntas Directivas grandes (mayores a 19 miembros) se asocian negativamente con el rendimiento. Esto va en línea con los argumentos de autores tales como Yermack (1996) y Lipton y Lorsch (1992); al haber muchos miembros en las Juntas Directivas, se dificulta llegar a acuerdos, con efectos perversos sobre el desempeño de las empresas. En períodos normales no se observa ninguna relación significativa entre el tamaño de la Junta Directiva y el ROA. En cuanto a los vínculos familiares y los vínculos políticos, los resultados muestran que no existe ninguna asociación significativa con el ROA. Sin embargo, los signos de los coeficientes sugieren que los vínculos políticos no favorecen al desempeño empresarial en ninguno de los tres períodos considerados; en cuanto a los vínculos familiares, los signos de los coeficientes son negativos para los períodos de crisis y post-crisis. Finalmente, durante la época de crisis, los vínculos empresariales se relacionan negativamente con el rendimiento sobre los activos. Este resultado es apoyado por autores tales como Comment y Jarrell (1994); Lang y Stulz (1994); Berger y Ofek (1995) y Baek et al. (2004). Durante las crisis aumenta el riesgo de expropiación por parte de los socios que controlan al grupo empresarial (con efectos negativos sobre el desempeño del grupo), así como un mayor riesgo de colapso financiero del sistema.

Posterior a la crisis, la correspondencia entre el vínculo empresarial y el ROA es positiva, lo cual señala los efectos favorables de los mercados internos de capital y el monitoreo dentro de esta estructura de grupo (Castañeda, 2005; Khanna y Palepu, 2000a).

5.3 Verificación de la robustez: Ventas netas sobre los activos (VNETA)

En la cuarta y quinta columna de la tabla A1 del apéndice, se muestran los resultados de la ecuación (4), para VNETA. En concordancia con el ROA, durante la década de los noventa, las ventas netas sobre los activos muestran una leve tendencia decreciente (significativa al 5%).

El coeficiente de la variable de control VNETA rezagada es positivo y significativo al 1%; esto comprueba que el desempeño pasado afecta directamente al desempeño actual. En cuanto a las industrias, acorde con el análisis para el ROA, se encuentra que todas presentan comparativamente mayores ventas netas sobre los activos que servicios. Este resultado es significativo al 1% para telecomunicaciones, comercio y manufactura. Al igual que para el ROA, no se observa un efecto tamaño ni tampoco es significativa la correspondencia negativa entre deuda externa (como porcentaje de deuda total) y VNETA. No obstante, a diferencia del ROA, no es relevante la relación entre el apalancamiento y las ventas netas sobre los activos totales. Por último, aún si el efecto fijo año resulta significativo para todos los años, el coeficiente asociado no presenta el mismo signo a través del tiempo. De 1993 a 1995 se observa una correspondencia negativa con VNETA; a partir de 1996 el signo se vuelve positivo. Esto refleja la caída en el

desempeño empresarial durante los años de crisis²⁷ y su posterior recuperación. Como es de esperar, el efecto negativo más fuerte sobre VNETA se da en el año 1994.

En línea con el ROA, hay indicios que durante el período de crisis, las Juntas Directivas grandes se relacionan negativamente con VNETA (mas no de forma significativa). En cuanto a los vínculos políticos, se comprueba que éstos no favorecen al desempeño empresarial en ninguno de los tres períodos estudiados (siendo este resultado robusto para los períodos de crisis y post-crisis). Con respecto a los vínculos familiares, el signo del coeficiente sigue siendo negativo para el período post-crisis (significativo al 5%). No obstante, durante el período de crisis la asociación entre el vínculo familiar y las ventas netas sobre los activos es directa (pero no significativa). Dado esto, no es posible determinar la relación entre el vínculo familiar y el desempeño empresarial. Por último, aunque no es un resultado estadísticamente significativo, durante la época de crisis los vínculos empresariales también se relacionan negativamente con VNETA. En síntesis, en general se confirman los resultados obtenidos en el apartado anterior, donde la variable de desempeño considerada es el rendimiento sobre los activos.

6 CONCLUSIONES

Durante los años noventa, la economía mexicana se vio envuelta en el proceso de liberalización financiera. El crédito se expandió considerablemente, nuevos servicios y bancos empezaron operaciones y las empresas se apalarcaron no sólo en pesos mexicanos sino también en dólares estadounidenses. El riesgo crediticio se incrementó y las

²⁷ Esto indica que los efectos negativos de la crisis macroeconómica (que inicia oficialmente en diciembre 1994) se perciben con anterioridad en los resultados empresariales. Este hallazgo favorece la hipótesis de las raíces corporativas de las crisis financieras (ver Pomerleano, 1998).

corporaciones se vieron expuestas a mayor vulnerabilidad ante choques locales y externos. No obstante, las expectativas eran muy favorables y pocos economistas pudieron anticipar la crisis financiera que inició en diciembre de 1994.

Esta crisis financiera tuvo su origen en las tensiones políticas de la época (el asesinato de Luis Donaldo Colosio y el conflicto armado en Chiapas, por citar algunos casos), las altas tasas de interés internacionales y el déficit creciente de cuenta corriente. La salida de capitales imposibilitó seguir sosteniendo el tipo de cambio, por lo que el Banco de México depreció la moneda el 20 de diciembre de 1994. El efecto fue devastador tanto para las familias como para las empresas. Los resultados de este trabajo muestran que la caída en el desempeño empresarial se dio particularmente en 1994, aunque existe cierta evidencia que los problemas corporativos venían presentándose desde 1993. La recuperación en la post-crisis fue sólo gradual, ya que no se alcanzaron los niveles de desempeño previos al inicio de la crisis. Lo que es más grave aún es que en toda la década de 1990-2000, el sector real de la economía mexicana estuvo estancado.

Aún cuando la crisis tuvo efectos negativos generales, no todas las empresas se vieron afectadas de la misma forma. En este estudio se demuestra que las firmas pertenecientes a industrias menos expuestas a las condiciones de la economía local, en especial comercio y manufactura, tuvieron mejor desempeño empresarial que las demás durante 1990-2000. Asimismo, se encontró una relación directa entre los resultados corporativos de períodos previos y posteriores; el desempeño pasado impactó los resultados futuros (inercia).

En cuanto a las políticas de Gobierno Corporativo de las empresas, se concluye que éstas se relacionan también con el desempeño empresarial. No obstante, los “buenos” mecanismos de Gobierno

Corporativo variaron de acuerdo al momento en el tiempo. En la pre-crisis, las firmas exhibieron niveles de desempeño similares, aún con prácticas distintas de Gobierno Corporativo. Durante la crisis, los mejores resultados fueron obtenidos por las empresas que no poseían ninguna de las características de Gobierno Corporativo contempladas: vínculo político, vínculo empresarial, vínculo familiar y Junta Directiva grande. A éstas le siguieron las empresas familiares, lo cual va en línea con los argumentos de autores tales como Morck et al. (1989); McConnell y Servaes (1990; 1995) y Singh y Davidson (2003). Ellos explican que los intereses de los administradores y los accionistas llegan a estar más estrechamente alineados, en la medida en que la propiedad de los administradores se incrementa (con consecuencias favorables sobre los resultados empresariales). Las corporaciones con vínculos políticos y Juntas Directivas grandes tuvieron bajo desempeño (incluso el ROA fue negativo para estos casos), lo cual muestra los efectos perversos de estas políticas corporativas en tiempos de crisis. Roberts (1990), Fisman (2001), Mak y Li (2001) y Sung y Tong (2003) revelan que el vínculo político viene en sentido opuesto al desempeño, por la falta de experiencia empresarial de estos agentes. Por otro lado, Yermack (1996), Lipton y Lorsch (1992) y Vafeas (1999) señalan que las Juntas Directivas pequeñas son más efectivas que las grandes, pues permiten mayor comunicación y facilidad para la toma de decisiones (con implicaciones positivas sobre la eficiencia y el desempeño de la firma). En la post-crisis, nuevamente los peores resultados los presentaron las empresas con vínculos políticos; las mejores prácticas corporativas las constituyeron los lazos empresariales. Este último resultado evidencia los hallazgos de autores tales como Khanna y Palepu (2000a; 2000b) y Castañeda (2005), quienes argumentan que la estructura de grupo sirve de monitor y permite una reasignación

eficiente de fondos de las empresas superavitarias hacia las demás (con efectos favorables sobre el desempeño de todo el sistema).

Los datos revelan una preferencia por estrategias pasivas de Gobierno Corporativo; es decir, a través del tiempo la mayoría de las empresas no cambiaron sus políticas. En términos generales, esto resultó comparativamente favorable para el desempeño empresarial. Para las cuatro variables de Gobierno Corporativo estudiadas (vínculo familiar, vínculo político, vínculo empresarial y tamaño de la Junta de Directores), se encontró que la mejor estrategia fue no variar las decisiones adoptadas a través de los años.

De estas conclusiones se desprenden algunas recomendaciones en materia empresarial, con el fin de fomentar el crecimiento económico en México y reducir la vulnerabilidad de las firmas ante futuras crisis financieras:

1. Incrementar la exposición en los mercados internacionales, para reducir así la dependencia ante las condiciones económicas locales.
2. Implementar políticas de largo plazo de Gobierno Corporativo; es decir, no variar estas decisiones constantemente.
3. Fomentar la participación de Juntas Directivas pequeñas, ya que la evidencia muestra que éstas son más efectivas en México que las de gran tamaño.
4. Evitar contar con directores políticos, pues se observa una relación inversa entre el vínculo político y el desempeño empresarial en México.

7 APÉNDICE

Tabla A1: Relación entre las variables de desempeño empresarial y las variables internas de Gobierno Corporativo, durante los períodos de pre-crisis (1990-1993), crisis (1994-1995) y post-crisis (1996-2000) en México.

Variables	Rendimiento sobre los activos		Ventas netas sobre los activos	
	Coeficiente	Estadístico t	Coeficiente	Estadístico t
Junta Directiva Grande				
Pre-Crisis	-0.01	(-0.88)	0.00	(0.14)
Crisis	-0.03**	(-1.81)	-0.03	(-0.73)
Post-Crisis	0.00	(0.08)	0.01	(0.43)
Vínculo familiar				
Pre-Crisis	0.02	(1.16)	-0.02	(-0.58)
Crisis	-0.04	(-1.10)	0.08	(1.11)
Post-Crisis	-0.00	(-0.33)	-0.03***	(-1.97)
Vínculo empresarial				
Pre-Crisis	-0.00	(-0.43)	0.00	(0.11)
Crisis	-0.01*	(-1.49)	-0.00	(-0.20)
Post-Crisis	0.02****	(2.76)	-0.01	(-0.76)
Vínculo político				
Pre-Crisis	-0.00	(-0.05)	-0.03	(-1.12)
Crisis	-0.01	(-0.30)	-0.10**	(-1.63)
Post-Crisis	-0.01	(-1.02)	-0.05*	(-1.42)
Constante (C)	28.77****	(5.31)	23.59***	(2.13)
Tiempo (t)	-0.01****	(-5.30)	-0.01***	(-2.12)
ROA (rezagado 1 período), VNETA (con 1 rezago)	0.50****	(4.80)	0.55****	(4.07)
Apalancamiento (con 1 rezago)	-0.05****	(-2.51)	0.04	(0.77)
Deuda externa / Deuda total (con 1 rezago)	-0.00	(-0.10)	-0.00	(-0.05)
Tamaño de la firma (LN activos)	0.00	(0.46)	-0.00	(-0.14)
Telecomunicaciones	0.03*	(1.46)	0.16****	(3.37)
Comercio	0.03***	(2.31)	0.38****	(3.54)
Construcción	0.02***	(2.02)	0.05	(1.18)
Manufactura	0.04**	(1.80)	0.16****	(4.19)
Holdings	0.04**	(1.85)	0.00	(0.03)
Minería	0.03	(1.36)	0.00	(0.07)
T=1993	0.04****	(10.33)	-0.02**	(-1.88)
T=1994	0.03	(1.04)	-0.08****	(-2.64)
T=1995	0.12****	(4.77)	-0.06***	(-1.89)
T=1996	0.06****	(2.66)	0.10****	(3.22)
T=1997	0.07****	(2.93)	0.14****	(3.63)
T=1998	0.08****	(3.31)	0.14****	(3.63)
T=1999	0.12****	(4.37)	0.11****	(2.68)

T=2000 0.11**** (3.95) 0.16**** (3.61)
 *, **, ***, **** niveles de significancia al 15%, 10%, 5% y 1%, respectivamente.

En la tabla A1 se presentan los resultados para las ecuaciones (3) y (4), empleando una metodología de panel dinámico. Se incluyen efectos aleatorios para las 171 firmas, utilizando el estimador Swamy y Arora (1972) de los componentes de varianza. Adicionalmente, se establece un efecto fijo año, para estudiar la correspondencia de cada año (1993-2000; no fue posible tomar en cuenta 1990-1992 por problemas de grados de libertad) con el desempeño de las empresas. Los valores t (entre paréntesis) se basan en errores estándar que son robustos en presencia de heterocedasticidad. La muestra incluye datos anuales desde 1990 hasta el año 2000. Los valores extremos para el ROA (valores mayores a 130% y menores a -80%) son eliminados de la muestra, los cuales representan 42 observaciones. Para el caso de VNETA, no se encontró ningún valor extremo.

8 REFERENCIAS

- Agrawal, Anup y Charles R. Knoeber (2001), *Do some outsider directors play a political role?*, Journal of Law and Economics 44, 179-199.
- Alba, Pedro, Claessens, Stijn y Simeon Djankov (2003), *Thailand's corporate financing and governance structures*, The World Bank, Policy Research Working Paper, Washington.
- Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi y David M. Reeb (2004), *Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt*, Journal of Accounting and Economics 37, 315-342.
- Aoki, Masahiko (2001), *Toward a comparative institutional analysis*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang y Kyung Suh Park (2004), *Corporate Governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis*, Journal of Financial Economics 71, 265-313.
- Berger, Philip G. y Eli Ofek (1995), *Diversification's effect on firm value*, Journal of Financial Economics 37, 39-65.
- Berle, Adolf A. y Gardiner C. Means (1932), *The modern corporation and private property*, New York: MacMillan.
- Bianco, Magda y Paola Casavola (1999), *Italian corporate governance: Effects on financial structure and firma performance*, European Economic Review 43, 1057-1069.
- Boubakri, Narjess, Jean-Claude Cosset y Omrane Guedhami (2005), *Post privatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection*, Journal of Financial Economics 76, 369-399.
- Cárdenas, Enrique (1997), *Estabilización, cambio estructural y colapso, 1988-1994*, La Política Económica en México 1950-1994, Fondo de Cultura Económica, 153-190.
- Castañeda, Gonzalo (2005), *Consequences of firms' relational financing in the aftermath of the 1995 Mexican banking crisis*, Journal of Applied Economics, 8, 53-79.
- Chaganti, Rajeswararao S., Vijay Mahajan y Subhash Sharma (1985), *Corporate board size, composition and corporate failures in the retailing industry*, Journal of Management Studies 22, 400-417.
- Chang, C. (1995), *Performance-based compensation and outside interventions as alternative incentive mechanisms and the commitment role of the board*, Working Paper, University of Minnesota, Minneapolis, MN.
- Chang, Sea Jin y Unghwan Choi (1988), *Strategy, structure and performance of Korean business groups: A transactions cost approach*, Journal of Industrial Economics 37, 141-158.
- Comment, Robert y Gregg A. Jarrell (1994), *Corporate focus and stock returns*, Journal of Financial Economics 37, 67-87.

- DeAngelo, Harry y Linda DeAngelo (2000), *Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company*, Journal of Financial Economics 56, 153-207.
- Dehaene, Alexander, Veerle de Vuyst y Hubert Ooghe (2001), *Corporate performance and board structure in Belgian companies*, Long Range Planning 34, 383-398.
- Denis, Diane K. (2001), *Twenty-five years of corporate governance research ...and counting*, Review of Financial Economics 10, 191-212.
- Desai, Raj M. y Anders Olofsgard (2006), *The political advantage of soft budget constraints*, European Journal of Political Economy 22, 370-387.
- Diacon, Stephen R. y Noel O'Sullivan (1995), *Does corporate governance influence performance? Some evidence from U.K. insurance companies*, International Review of Law and Economics 15, 405-424.
- Faccio, Mara (2006), *Politically connected firms*, American Economic Review 96, 369-386.
- Fama, Eugene F. (1980), *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy 88, 288-307.
- Fama, Eugene y Michael C. Jensen (1983), *Agency problems and residual claims*, Journal of Law and Economics 26, 327-349.
- Fisman, Raymond (2001), *Estimating the value of political connections*, American Economic Review 91, 1095-1102.
- Garvey, Gerald T. y Peter L. Swan (1994), *The economics of corporate governance: Beyond the marshallian firm*, Journal of Corporate Finance 1, 139-174.
- Gil Díaz, Francisco y Agustín Carstens (1997), *Pride and prejudice: The economics profession and Mexico's financial crisis: Anatomy of an emerging-market crash*, Brookings Institute Press, 165-196.
- Gilson, Stuart C. (1989), *Management turnover and financial distress*, Journal of Financial Economics 25, 241-262.
- Gilson, Stuart C. (1990), *Bankruptcy, board, banks, and blockholders*, Journal of Financial Economics 27, 355-387.
- Hermalin, Benjamin E. y Michael S. Weisbach (1988), *The determinants of board composition*, RAND Journal of Economics 19, 589-606.
- Hermalin, Benjamin E. y Michael S. Weisbach (1991), *The effects of board composition and direct incentives on firm performance*, Financial Management 20, 101-112.
- Hermalin, Benjamin E. y Michael S. Weisbach (1998), *Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO*, The American Economic Review 88, 96-118.

- Hermalin, Benjamin E. y Michael S. Weisbach (2003), *Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature*, *Economic Policy Review* 9, 7-26.
- Himmelberg, Charles P., R. Glenn Hubbard y Darius Palia (1999), *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- Hofman, André y Nanno Mulder (1998), *The comparative productivity performance of Brazil and Mexico, 1950-94*, en J. Coatsworth y A. Taylor (eds.), *Latin America and the World Economy in the Nineteenth and Twentieth Centuries: Explorations in Quantitative Economic History*, Harvard University Press.
- Hutchinson, Marion y Ferdinand A. Gul (2004), *Investment opportunity set, corporate governance practices and firm*, *Journal of Corporate Finance* 10, 595-614.
- Jensen, Michael C. (1993), *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, *Journal of Finance* 48, 831-880.
- Jensen, Michael C. y William Meckling (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure*, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Joh, Sung Wook (2003), *Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis*, *Journal of Financial Economics* 68, 287-322.
- John, Kose y Lemma W. Senbet (1999), *Corporate Governance and board effectiveness*, *Journal of Banking & Finance* 22, 371-403.
- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach y Eric Friedman (2000), *Corporate Governance in the Asian financial crisis*, *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.
- Kang, Jun-Koo y Anil Shivdasani (1995), *Firm performance, corporate governance, and top executive turnovers in Japan*, *Journal of Financial Economics* 38, 29-58.
- Kaplan, Steven N. y Bernadette A. Minton (1994), *Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers*, *Journal of Financial Economics* 36, 225-258.
- Karpoff, Jonathan M., Paul H. Malatesta y Ralph A. Walking (1996), *Corporate Governance and shareholder initiatives: Empirical evidence*, *Journal of Financial Economics* 42, 365-395.
- Khanna, Tarun (2000), *Business groups and social welfare in emerging markets: Existing evidence and unanswered questions*, *European Economic Review* 44, 748-762.
- Khanna, Tarun y Krishna Palepu (2000a), *Is group membership profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups*, *Journal of Finance* 55, 867-891.

- Khanna, Tarun y Krishna Palepu (2000b), *The future of business groups in emerging markets: long run evidence from Chile*, *Academy of Management Journal* 43, 268-285.
- Klein, April (1998), *Firm performance and board committee structure*, *Journal of Law and Economics* 41, 137-165.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1997), *Legal determinants of external finance*, *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1998), *Law and finance*, *Journal of Political Economy* 106, 1115-1155.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (2000), *Investor protection and corporate governance*, *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (2002), *Investor protection and corporate valuation*, *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- Lang, Larry H. P. y René M. Stulz (1994), *Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance*, *Journal of Political Economy* 102, 142-174.
- Lee, Jisoon (1998), *Causes for business failures: Understanding the 1997 Korean crisis*, *Journal of Asian Economics* 9, 637-651.
- Lipton, Martin y Jay W. Lorsch (1992), *A modest proposal for improved Corporate Governance*, *Business Lawyer* 59, 59-77.
- Lowenstein, Louis (1996), *Financial transparency and Corporate Governance: You manage what you measure*, *Columbia Law Review* 96, 1335-1353.
- Lustig, Nora (1998), *Slow growth and the peso crisis, Mexico: The remaking of an economy*, *The Brookings Institution*, 143-171.
- Mak, Yuen Teen y Yuan Li (2001), *Determinants of corporate ownership and board structure: Evidence from Singapore*, *Journal of Corporate Finance* 7, 235-256.
- McConnell, John J. y Henri Servaes (1990), *Additional evidence on equity ownership structure and firm performance*, *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- McConnell, John J. y Henri Servaes (1995), *Equity ownership and the two faces of debt*, *Journal of Financial Economics* 39, 131-157.
- Mitton, Todd (2002), *A cross-firm analysis of the impact of Corporate Governance on the East Asian financial crisis*, *Journal of Financial Economics* 64, 215-241.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1989), *Alternative mechanisms of corporate control*, *American Economic Review* 79, 842-852.

- Myers, Stewart C. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics 5, 147-175.
- Pomerleano, Michael (1998), *The East Asia crisis and corporate finances: The untold micro story*, Emerging Markets Quarterly 2, 14-27.
- Roberts, Brian E. (1990), *A dead senator tells no lies: Seniority and the distribution of federal benefits*, American Journal of Political Science 34, 31-58.
- Singh, Manohar y Wallace N. Davidson III (2003), *Agency costs, ownership structure and Corporate Governance mechanisms*, Journal of Banking & Finance 27, 793-816.
- Steiner, Ivan D. (1972), *Group process and productivity (Social Psychological Monograph)*, Academic Press Inc., New York, U.S.
- Sung, Qian y Wilson H. S. Tong (2003), *China share issue privatization: The extent of its success*, Journal of Financial Economics 70, 183-222.
- Swamy, P.A.V.B. y Swarnjit S. Arora (1972), *The exact finite sample properties of the estimators of coefficients in the error components regression models*, Econometrica 40, 261-275.
- Vafeas, Nicos (1999), *Board meeting frequency and firm performance*, Journal of Financial Economics 53, 113-142.
- Watkins, Karen (2003), *Previeron las empresas mexicanas la crisis financiera de 1995-1996? Un análisis de empresas*, El Trimestre Económico 277, 81-107.
- Watkins, Karen, Dick van Dijk y Jaap Spronk (2004), *Macroeconomic crisis and individual firm performance*, Tinbergen Institute Discussion Paper 057/2, 1-40.
- Watkins, Karen, Jaap Spronk y Dick van Dijk (2006), *Corporate Governance and performance during the aftermath of the 1994 Mexican crisis*, EconoQuantum 2, 35-48.
- Weinstein, David E. y Yishay Yafeh (1995), *Japan's corporate groups: Collusive or competitive? An empirical investigation of keiretsu behavior*, Journal of Industrial Economics 43, 359-376.
- Weinstein, David E. y Yishay Yafeh (1998), *On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan*, Journal of Finance 53, 635-672.
- White, Halbert (1980), *A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity*, Econometrica 48, 817-838.
- Woidtke, Tracie M. (2002), *Agent watching agents: Evidence from pension fund ownership and firm value*, Journal of Financial Economics 63, 99-132.

- Woidtke, Tracie M., Yin-hua Yeh y Tsun-siou Lee (2001), *Family control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan*, International Review of Finance 2, 1-28.
- Yermack, David (1996), *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, Journal of Financial Economics 40, 185-211.
- Zhou, Xianming (2001), *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: Comment*, Journal of Financial Economics 62, 559-571.

CAPÍTULO 4:

GOBIERNO CORPORATIVO Y REEMPLAZOS DE LOS PRESIDENTES DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN EN MÉXICO

1. INTRODUCCIÓN

El desempeño de las empresas está relacionado con la gestión de los Presidentes de los Consejos de Administración. El reemplazo de estos funcionarios representa una decisión importante por parte de los accionistas de las firmas, por sus repercusiones sobre el rendimiento empresarial. Es también una medida de Gobierno Corporativo, que favorece la alineación de objetivos empresariales, ya que la amenaza creíble de un reemplazo limita a los agentes de los beneficios privados obtenidos mediante el poder en las empresas.

Existen diferentes motivos por los que se llegan a dar estos reemplazos. Las variaciones del mercado representan uno de estos factores, ya que no todos los Presidentes de los Consejos de Administración son aptos para cualquier contingencia. Un segundo factor se refiere a la competencia en el mercado de directivos; entre más competitivo sea este mercado, mayor es la probabilidad que ocurran los reemplazos. El pobre desempeño empresarial representa una tercera causa para cambiar a los directores, con lo que se espera un mejoramiento en los resultados corporativos. Existen también ciertos mecanismos de Gobierno Corporativo que se relacionan con la probabilidad de reemplazo del Presidente de la Junta Directiva.

El presente trabajo estudia la repercusión de cuatro variables de Gobierno Corporativo sobre la probabilidad de reemplazo de los Presidentes de los Consejos de Administración en México. Las variables que se analizan son: los vínculos familiares, los vínculos empresariales, los vínculos políticos y el tamaño de la Junta de Directores. Adicionalmente, se busca establecer la relación entre el desempeño y el

tamaño de la firma con el cambio de estos altos funcionarios. Finalmente, se contemplan las posibles diferencias sobre las decisiones de reemplazo de estos directivos, durante situaciones de crisis financiera y posterior a la misma, así como su impacto sobre los resultados corporativos.

Las conclusiones a las que se llegan en general difieren del resto de la literatura revisada. Esto se debe a que la realidad empresarial mexicana es distinta a la observada en muchos otros países. La alta incidencia de dueños mayoritarios dentro de la presidencia de las Juntas Directivas hace que las variables de Gobierno Corporativo estudiadas no tengan impacto en las decisiones de reemplazo. Incluso, la significancia de variables tales como el tamaño de la firma y el desempeño empresarial sobre la probabilidad de reemplazo se explica con argumentos distintos, ajenos a la teoría de agencias.

Este trabajo está organizado de la siguiente manera: la sección dos presenta la revisión de la literatura y la teoría relevante sobre las variables de Gobierno Corporativo y sus implicaciones en la probabilidad de reemplazo de los altos funcionarios. Este apartado termina con las consecuencias del reemplazo sobre el desempeño empresarial. La sección tres presenta los objetivos, hipótesis, los datos y las variables empleadas, así como la metodología del estudio. Para verificar las hipótesis se utilizan modelos Logit. En la sección cuatro se presenta la estadística descriptiva pertinente para esta investigación. La sección cinco hace referencia a los resultados econométricos y finalmente la sección seis concluye.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

El reemplazo tanto del Director General como del Presidente del Consejo de Administración de cualquier compañía se puede dar por diferentes motivos²⁸. Uno de ellos se refiere a las variaciones que se presentan en el mercado; esto es, existe la posibilidad de que el funcionario ya no tenga la capacidad para continuar dirigiendo el destino de la compañía, debido al tamaño o complejidad que ha alcanzado el mercado al que se está enfrentando (ver Hermalin y Weisbach, 1998; Fee y Hadlock, 2000; Fung y Rui, 2006 y Jenter y Kanaan, 2006). Otro causante del reemplazo es el mercado laboral de ejecutivos y directivos, el cual implica tanto competencia interna (entre funcionarios dentro de la misma firma) como externa (ver Manne, 1965; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Morck et al. 1989; McNeil et al., 2004 y Nair, 2005). Una tercera motivación para sustituir a un alto ejecutivo o directivo es el bajo desempeño empresarial. Los accionistas de empresas que experimentan rendimientos pobres vigilan más de cerca a sus administradores y directores, lo cual favorece el reemplazo (ver Jovanovic, 1979; Coughlan y Schmidt, 1985; McKenna, 1986; Murphy, 1986; Warner et al., 1988; Weisbach, 1988; Conyon y Florou, 2002; Fee y Hadlock, 2004 y Jenter y Kanaan, 2006).

La posibilidad de sustituir agentes, tales como el Director General o el Presidente del Consejo de Administración de una compañía, favorece la alineación de objetivos empresariales. La Porta et al. (1998); Nenova (2000); Claessens et al. (2002) y Dyck y Zingales (2004) sostienen que el sistema legal protege a los inversionistas mediante el otorgamiento de derechos para disciplinar a los administradores por medio de su reemplazo. Lo anterior puede ser visto

²⁸ Varios autores, entre los que se encuentra Florou (2005), muestran que existe una relación directa entre el reemplazo del Director General y del Presidente de la Junta de Directores. Cuando se da uno, repercute en el abandono de funciones del otro, debido a la gran proximidad que tienen dentro de una empresa.

como una forma para hacer cumplir los contratos tal y como están diseñados, de manera que limiten a los gerentes de los beneficios privados obtenidos mediante el control de las firmas. En este sentido, los reemplazos constituyen un mecanismo de Gobierno Corporativo (ver Manne, 1965; Harrison et al., 1988; Warner et al., 1988 y Gibson, 2003). Por otro lado, existen otras medidas de Gobierno Corporativo que a su vez se relacionan con los reemplazos.

2.1 Mecanismos de Gobierno Corporativo y su relación con los reemplazos

Ciertos mecanismos de Gobierno Corporativo implementados por las empresas pueden influenciar la probabilidad de que se lleguen a presentar reemplazos de los altos ejecutivos o directores. Algunas de estas variables son: la existencia de vínculos familiares, los vínculos empresariales, los vínculos políticos y el tamaño de la Junta de Directores²⁹.

2.1.1 Vínculos familiares y reemplazos de altos funcionarios

Los gerentes-dueños (o familias) que dirigen empresas tienen motivaciones personales y financieras para incrementar el valor de sus compañías. Pero al mismo tiempo, también tienen fuertes incentivos para obtener beneficios personales y control sobre las firmas, a expensas de los accionistas minoritarios y demás interesados³⁰ (ver Anderson y Reeb, 2003a; Villalonga y Amit, 2006 y Bennedsen et al., 2007). Según Hillier y McColgan (2004), la mayoría de estas compañías contratan a miembros de sus familias como ejecutivos y directores de

²⁹ Para una exposición sobre mecanismos de Gobierno Corporativo en México ver Dávila y Watkins (2008).

³⁰ Que es congruente con la hipótesis de atrincheramiento expuesta por Fama y Jensen (1983a, 1983b) y Stulz (1988).

las mismas, por lo que el nepotismo es una característica importante en este tipo de organizaciones. De acuerdo a Lausten (2002) y Volpin (2002), bajo estas condiciones la relación entre el reemplazo y el desempeño de la firma es débil, lo cual evidencia el atrincheramiento (ver Denis et al., 1997; Dahya et al., 1998 y Hillier y McColgan, 2004). Esto lo ejemplarizan Borokhovich et al. (1996); Tosi et al. (2003) y Agrawal et al. (2006) al mostrar que los Directores Generales, que no son miembros de la familia, tienen mayor probabilidad de reemplazo que los ejecutivos que sí forman parte de la misma. Es así que el vínculo familiar en una firma hace que la probabilidad de que cambie un ejecutivo o director se reduzca.

Por el contrario, Kaplan (1994b) y Firth et al. (2006) argumentan que los accionistas de empresas familiares supervisan minuciosamente a sus ejecutivos y directores (aún si éstos son miembros de la familia), ya que son muchos sus intereses en la firma. Por ende, la probabilidad de que estos agentes sean despedidos es mayor que en empresas no familiares, particularmente si se presenta un bajo desempeño empresarial.

2.1.2 Vínculos empresariales y reemplazos de altos funcionarios

El vínculo empresarial implica cierto grado de integración entre compañías³¹. Este permite que exista un mercado interno de ejecutivos y miembros de los Consejos de Administración, los cuales compiten por dirigir los destinos de las empresas más importantes del grupo. Aquellos que logran participar en las firmas que forman parte de la cúspide de la pirámide empresarial, obtienen mayor prestigio y poder, lo cual constituye un objetivo de los agentes.

³¹ La integración puede ser horizontal o vertical.

Chang y Shin (2006) encuentran que la probabilidad de que se presenten reemplazos de altos funcionarios es mayor en aquellas compañías que forman parte de un grupo empresarial. El mercado interno de ejecutivos y miembros de los Consejos de Administración reduce el problema de la información asimétrica en la contratación, haciendo que estos agentes sean más fácilmente promovidos y destituidos.

Por el contrario, autores tales como Gompers et al. (2003); Fich y Shivdasani (2006); Maury (2006); Bebchuk et al. (2008, 2009) y Bhagat y Bolton (2008), señalan que el atrincheramiento está también presente en este tipo de compañías. La probabilidad de destituir a un alto funcionario está negativamente asociada con la cuota de poder que tiene el mismo en el grupo empresarial. Es por ello que la probabilidad de reemplazar a un ejecutivo o director puede ser menor que en firmas sin este tipo de vínculos.

2.1.3 Vínculos políticos y reemplazos de altos funcionarios

De acuerdo con Faccio (2006), el vínculo político se establece cuando algún miembro de la burocracia gubernamental forma parte de la empresa. Esto es, pertenece a la Junta Directiva (Consejo de Administración), es un ejecutivo o un accionista de la firma.

El político-empresario tiene menor probabilidad de ser reemplazado, cuando su presencia implica mejores posibilidades de ganar licitaciones y mayor acceso a ciertos mercados financieros (ver Agrawal y Knoeber, 2001 y Fan et al., 2007b). Sin embargo, estos agentes muchas veces careen de experiencia empresarial, lo cual los vuelve más vulnerables ante el reemplazo. Esta situación se agudiza

cuando la firma muestra resultados desfavorables (ver Roberts, 1990; Fisman, 2001; Mak y Li, 2001 y Sung y Tong, 2003).

2.1.4 Tamaño de las Juntas Directivas y reemplazos de altos funcionarios

Para Mak y Li (2001) y Ferris et al. (2003), las Juntas Directivas (Consejos de Administración) pequeñas poseen mayores problemas de información asimétrica que las grandes; por ende, pueden cometer más errores en las decisiones de contratación de los altos ejecutivos y directores. Esto repercute posteriormente en la substitución de funcionarios, por lo que la probabilidad de reemplazo puede ser superior que en empresas con Juntas Directivas grandes. En línea con esto, Lipton y Lorsch (1992); Jensen (1993); Yermack (1996) y Eisenberg et al. (1998) sostienen que las Juntas Directivas pequeñas (entre ocho y diez miembros) gozan de mejor coordinación y eficiencia en las actividades de monitoreo de las firmas. Por lo tanto, la probabilidad de reemplazar agentes puede ser mayor que en aquellas compañías con Juntas Directivas más grandes.

Sin embargo, autores como Bhagat y Black (2002) no encuentran una relación entre el tamaño de la Junta de Directores y la probabilidad de reemplazo de altos funcionarios.

2.2 Otras variables que influyen en el reemplazo de altos funcionarios

Las variables de Gobierno Corporativo antes expuestas se relacionan con la posibilidad de sustituir ejecutivos y directores. Asimismo, existen otros factores que influyen en la probabilidad de reemplazar funcionarios. La literatura revisada menciona el tamaño de

la firma y el desempeño pasado como variables relevantes, las cuales se describen a continuación.

2.2.1 Tamaño de las firmas y reemplazos de altos funcionarios

El tamaño de la empresa es una variable importante que hay que considerar al estudiar los reemplazos de los funcionarios. Según Lausten (2002) y Conyon (1998), entre más grande sea una firma, más baja es la probabilidad de que se despida a un alto ejecutivo (lo mismo aplica para los miembros del Consejo de Administración). Esto se debe al conocimiento que este agente ha adquirido en el manejo complejo de una organización de magnas dimensiones, lo cual es difícil de sustituir. Además, entre más grande sea una firma, más fácil resulta esconder errores de gestión, lo cual evita que el funcionario sea fácilmente despojado de su cargo (ver Agrawal y Knoeber, 1996).

Adicionalmente a lo anterior, en las empresas grandes el salario y las compensaciones que reciben los altos funcionarios tienden a ser mayores que en las demás corporaciones (ver Perry, 1999). Esto permite contratar personas más capacitadas y eficientes, lo cual reduce las probabilidades de despido. Las favorables condiciones salariales ayudan también a aliviar el problema de agencias, alineando los intereses de los accionistas y los administradores (tal y como lo mencionan Aggarwal y Samwick, 1999; Bebchuk et al., 2002 y Bebchuk y Fried, 2003); lo anterior reduce la probabilidad de reemplazo.

En contraste, Denis et al. (1997) y Warner et al. (1988) señalan que en las empresas de gran tamaño la probabilidad de sustituir altos funcionarios es mayor que en las demás. Argumentan estos autores que en este tipo de empresas existe mayor propensión de despedir agentes ante caídas en el desempeño empresarial; además, la

competencia por puestos en el mercado laboral interno de las empresas grandes es superior que en el resto, lo cual favorece los reemplazos.

2.2.2 Desempeño de las empresas y reemplazos de altos funcionarios

De acuerdo a la teoría de agencias, el agente muchas veces trabaja en concordancia con los objetivos de los accionistas por el temor a ser despedido de su cargo. El objetivo principal de una empresa es maximizar las utilidades; esto significa que la probabilidad de que un alto funcionario sea sustituido aumenta cuando la empresa presenta bajo desempeño (ver Alchian y Demsetz, 1972; Fama y Jensen, 1983a, 1983b; Puffer y Weintrop, 1991; Hotchkiss 1995; Conyon, 1998; Hoskisson et al. 1999; Lausten, 2002; Hillier et al., 2005; Maury, 2006 y Fan et al., 2007a). Los inversionistas generalmente ven con buenos ojos los anuncios de cambios de los agentes, debido a que éstos en promedio implican un mejoramiento en los resultados financieros de la firma (ver Barro y Barro, 1990; Jensen y Murphy, 1990; Gibbons y Murphy, 1990; Denis y Denis, 1995; Cosh y Hughes, 1997; Parrino, 1997; DeFond y Park, 1999; Kaplan, 1994b; Coffee, 1999; Weisbach, 1988; Bonnier y Bruner, 1989; Kim, 1996; DeFond y Hung, 2004 y Huson et al., 2004). No obstante, Khanna y Poulsen (1995) y Firth et al. (2006) encuentran evidencia empírica que una vez que se da el reemplazo de un alto ejecutivo, el desempeño de la empresa cae. Esto se puede explicar por los costos de aprendizaje, por las decisiones incorrectas de contratación o por lineamientos de gestión inadecuados.

2.3 Diferencias en decisiones de reemplazo durante situaciones de crisis y normales

Chang y Shin (2006) y Heaney et al. (2007) mencionan que es mayor la probabilidad de que se dé el reemplazo de un alto ejecutivo posterior a una crisis, especialmente cuando la firma presenta bajo desempeño empresarial. Esto se debe a las políticas más exigentes de monitoreo implementadas por las empresas, como consecuencia de la crisis sistémica.

En tiempos propiamente de crisis, no se espera una alta correlación entre los resultados empresariales y los reemplazos. Bajo estas circunstancias no es posible culpar a los agentes de la disminución del desempeño empresarial³², ya que la crisis afecta a todo el mercado y es exógena a la firma; puede deberse a factores macroeconómicos locales o internacionales, problemas políticos, falta de competitividad, u otras situaciones que se escapan del control de la empresa.

3. OBJETIVOS, HIPÓTESIS, DATOS, VARIABLES Y METODOLOGÍA

3.1 Objetivos e hipótesis

El objetivo principal que se persigue en esta investigación es encontrar factores de Gobierno Corporativo, que influyan en la probabilidad de reemplazo de los Presidentes de los Consejos de Administración (Juntas Directivas) en México. Se busca también establecer la relación entre el desempeño y el tamaño de la firma con el cambio de estos altos funcionarios. Para esto se utiliza información de las empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), de 1990 a 2000.

³² A menos que se cumpla la teoría del "chivo expiatorio", expuesta por Furtado y Karan (1990) y Khanna y Poulsen (1995).

Por otro lado, se estudian las posibles diferencias sobre las decisiones de reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas, durante situaciones normales y de crisis. Específicamente, se comparan los períodos antes de la crisis financiera de 1994 (1990-1993), con los tiempos de crisis (1994-1995) y la época posterior a la misma (1996-2000).

De acuerdo con lo anterior, se plantean las siguientes hipótesis:

- H1:** Los vínculos familiares se relacionan de forma inversa con la probabilidad de reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas. Autores como Stulz (1988), Fama y Jensen (1983a, 1983b) y Hillier y McColgan (2004) señalan que la mayoría de estas empresas contratan a miembros de sus familias como altos funcionarios de las mismas, lo cual propicia mayor estabilidad laboral.
- H2:** Los vínculos empresariales favorecen a que la probabilidad de que un Presidente del Consejo de Administración sea reemplazado sea baja. Gompers et al. (2003); Bebchuk et al. (2009) y Bhagat y Bolton (2008) mencionan que los directivos de este tipo de firmas tienen altos grados de poder, por lo que sustituirlos es menos probable que en otro tipo de organizaciones.
- H3:** El vínculo político fomenta que los Presidentes de las Juntas Directivas tengan una menor probabilidad de ser cambiados. Faccio et al. (2006) argumentan que los políticos-empresarios se afianzan de sus cargos, debido a las concesiones y negociaciones que logran obtener con el gobierno (las cuales benefician a la compañía que representan).
- H4:** Entre más grande sea el tamaño de la Junta Directiva, menor es la probabilidad de reemplazo para el Presidente del Consejo de Administración. Autores como Mak y Li (2001) y Ferris et al.

(2003) muestran que las firmas con Juntas Directivas grandes tienen mayor capacidad de contratar acertadamente altos ejecutivos y directores, lo cual favorece la estabilidad de sus puestos.

Existen otras variables que pueden influir en la remoción de los Presidentes de las Juntas Directivas. Dos de ellas vastamente mencionadas en la literatura son el tamaño y el desempeño de las firmas. Son de esperar las siguientes relaciones:

- H5:** La probabilidad de reemplazo del Presidente del Consejo de Administración se relaciona inversamente con el tamaño de la empresa. Según Lausten (2002), entre más grande sea una firma, más compleja es su gestión, y por ende es más baja la probabilidad de que se sustituya a un alto funcionario.
- H6:** Un bajo desempeño empresarial implica una mayor probabilidad de reemplazo del Presidente de la Junta Directiva. Barro y Barro (1990); Jensen y Murphy (1990); Gibbons y Murphy (1990); Denis y Denis (1995); Cosh y Hughes (1997); Parrino (1997); DeFond y Park (1999); Kaplan (1994b); Coffee (1999) y Huson et al. (2004) presentan evidencia de que los directivos son forzados a dejar las firmas cuando hay una larga y significativa caída en los resultados empresariales.

Respecto a las diferencias sobre las decisiones de reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas, durante situaciones normales y de crisis, se esperan los siguientes resultados:

- H7:** El número de reemplazos de los Presidentes de los Consejos de Administración se incrementa posterior a una crisis. De acuerdo a

Chang y Shin (2006) y Heaney et al. (2007), esto se debe al minucioso monitoreo y control implementados en las empresas como consecuencia de la crisis.

H8: En épocas de crisis cae el número de reemplazos de los Presidentes de la Juntas Directivas. Durante las crisis no es posible responsabilizar a estos agentes por la caída de los resultados de las firmas, ya que este episodio afecta negativamente a todo el mercado.

Por último, se espera la siguiente relación entre el reemplazo del Presidente del Consejo de Administración y el desempeño empresarial:

H9: De acuerdo con autores tales como Barro y Barro, 1990; Jensen y Murphy, 1990 y Gibbons y Murphy, 1990, posterior al reemplazo se presenta un mejoramiento en el desempeño de la firma.

3.2 Datos

La información recopilada es de 171 firmas que cotizan (o cotizaron) en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) de 1990 a 2000. Todas las variables monetarias son presentadas en términos reales, a pesos del año 2000.

Para los primeros años del período de tiempo que maneja la investigación, se obtienen los datos financieros (rendimiento sobre los activos como variable de desempeño y activos totales como variable de tamaño empresarial) directamente de la BMV³³. Esta información se encuentra disponible a manera de microfilmación. La gran mayoría de los datos es obtenida de manera electrónica en el Sistema Integral de

³³ Se agradece a Gonzalo Castañeda por permitir el acceso a su base de datos financieros de las empresas, a Jaime Díaz por proporcionar el acceso al SIVA.

Valores Automatizados (SIVA, por sus siglas en castellano), así como en Infosel Financiero.

La información sobre los miembros de las Juntas Directivas se registra de manera manual del Anuario Financiero que se encuentra en el Centro de Información³⁴ de la BMV. Los nombres de los políticos-empresarios se obtienen directamente de la Oficina de la Presidencia de la República y del Congreso de la Nación y sus respectivas páginas en internet. A partir de esta información se construyen las variables categóricas de Gobierno Corporativo³⁵: vínculo familiar, vínculo empresarial, vínculo político y tamaño de la Junta Directiva.

3.3 Variables

Se toma como variable dependiente el reemplazo de los Presidentes de los Consejos de Administración (Juntas Directivas) en México³⁶. Se entiende por reemplazo el cambio del Presidente de la Junta Directiva de una firma en un año en particular. Esta variable toma el valor de uno (1) en el año en que se presenta el reemplazo y cero (0) en los demás casos³⁷.

Las variables de Gobierno Corporativo que se contemplan son:

1. Vínculo familiar (directores-dueños) (**Familiar**): Es una variable dicotómica (dummy) que toma el valor de Uno (1) cuando en un año en particular el Presidente de la Junta Directiva comparte al menos un apellido con otro(s) miembro(s) del mismo Consejo de Administración. Es Cero (0) en los demás casos.

³⁴ Se agradece a Simón Cruz por la ayuda en la recopilación de datos en el Centro de Información de la BMV.

³⁵ Se agradece a Ana Antón, Montserrat Ángel, Erick Sánchez y Manuel Garzón por su colaboración en la captura de los nombres de los miembros de las Juntas Directivas.

³⁶ En México, la información histórica de los altos ejecutivos no es pública; por ende, se trabaja exclusivamente con los Presidentes de los Consejos de Administración.

³⁷ De 1990-2000, una firma puede presentar más de un reemplazo. Para estas empresas, la variable Reemplazo toma el valor de 1 más de una vez.

2. Vínculo empresarial (**Empresarial**): Variable dicotómica (dummy) que es Cero (0) cuando el Presidente de la Junta Directiva de una empresa no forma (o ha formado) parte de otra Junta Directiva en un mismo año durante el período 1990-2000. Toma el valor de Uno (1) cuando el Presidente de la Junta Directiva es (o ha sido) miembro de otra u otras Juntas Directivas, para el mismo año, en el período comprendido entre 1990-2000.
3. Vínculo político (**Político**): Variable dicotómica (dummy) que es Cero (0) cuando el Presidente del Consejo de Administración no es (o no ha sido) parte de la burocracia gubernamental. Toma el valor de Uno (1) cuando el Presidente de la Junta de Directores es (o ha sido) Gobernador de algún Estado de la República mexicana, Diputado Federal electo, miembro del Senado o Secretario de Estado (en el espacio de tiempo comprendido entre 1990-2000).
4. Tamaño de la Junta de Directores (**TJD**): Representa una variable dicotómica (dummy) para el tamaño de las Juntas Directivas: Uno (1) para Juntas Directivas grandes (mayores o iguales a 19 miembros) y Cero (0) para Juntas Directivas pequeñas (menores a 19 miembros). De los anuarios financieros se capturaron tanto los nombres de los miembros de las Juntas Directivas, como el número de miembros de las mismas. El número de observaciones fue de 1234 y se obtuvo un promedio para todas las empresas de 19.31 miembros. El máximo de miembros en una Junta Directiva fue de 60 y el valor mínimo para una Junta de Directores fue de 4. La desviación estándar fue de 7.58 miembros. Con esta información se tomó la decisión de que el punto de inflexión fuera de 19 miembros para las Juntas Directivas grandes.

Las variables de control empleadas son:

1. Cambio en el desempeño de la empresa (**?ROA₋₂**): Se refiere al cambio en el rendimiento sobre los activos, rezagado dos períodos. Este permite observar cómo las variaciones en el desempeño pasado influyen en la probabilidad de reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas. ?ROA se construye como $ROA_t - ROA_{t-1}$
2. Tamaño de la empresa (**Tamaño**): El tamaño de la empresa está representado por el logaritmo natural de los activos totales.

3.4 Metodología

Para estimar la probabilidad de reemplazo de los Presidentes de los Consejos de Administración, de acuerdo a las características de Gobierno Corporativo de las firmas, se utiliza un modelo Logit. La función estimada es la siguiente:

$$\text{Reemplazo} = f [\text{Familiar}_{-1}, \text{Empresarial}_{-1}, \text{Político}_{-1}, \text{TJD}, \text{Tamaño}, \text{?ROA}_{-2} * (\text{Crisis}), \text{?ROA}_{-2} * (\text{Post-Crisis})] \quad (1)$$

Las variables vínculo familiar, vínculo empresarial y vínculo político se construyen a partir de la figura del Presidente de la Junta Directiva; es decir, si éste es reemplazado, es probable que en ese mismo año también cambie el valor de la variable de Gobierno Corporativo en cuestión. Por ende, para evitar errores de especificación, en (1) estas tres variables se rezagan un período.

Por otro lado, en (1) se hace la interacción del cambio en el rendimiento sobre los activos (rezagado dos períodos) con los años de crisis y de post-crisis. Esto permite diferenciar el efecto de ?ROA₋₂

sobre la probabilidad de reemplazo del Presidente de la Junta Directiva en la época de crisis y posterior a la misma.

4. ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA

4.1 Reemplazos y características de Gobierno Corporativo

En la tabla 1 se muestran los reemplazos que se dieron en las empresas mexicanas, de acuerdo a sus características de Gobierno Corporativo. La muestra consta de un total de 171 firmas no-financieras, listadas en la Bolsa Mexicana de Valores. Se puede observar que de esa muestra, en total se presentaron reemplazos en sólo 121 ocasiones. Para el período de pre-crisis (1990-1993) únicamente se tuvieron 31, mismos que empezaron a aumentar ligeramente a través del tiempo. Para el período de crisis (1994-1995) fueron 40 y en el período de post-crisis (1996-2000) se llegaron a 50 reemplazos.

Se observa que existe una relación entre los cambios de los Presidentes de las Juntas Directivas y los vínculos familiares y empresariales, ya que las empresas con estas características son las que más reemplazos presentan. El vínculo familiar generó la cantidad más alta de reemplazos en la pre-crisis y la post-crisis, mientras que el vínculo empresarial lo tuvo en la crisis. De acuerdo a la literatura, los dueños de las empresas familiares realizan un mayor monitoreo sobre sus ejecutivos y directores (aún si éstos son miembros de la familia), ya que tienen más intereses en juego (ver Kaplan, 1994b y Firth et al., 2006). Es por eso que la posibilidad de que los directivos sean destituidos aumenta en este tipo de empresas, sobre todo si existe un desempeño empresarial pobre. En cuanto a la asociación entre el reemplazo y el vínculo empresarial, se observa que en estas estructuras

de grupo existe un mercado interno de ejecutivos y miembros de los consejos de administración, lo cual favorece la posibilidad del reemplazo. Los problemas de información asimétrica se reducen, sobre todo en el momento de las contrataciones, por lo que los agentes son más fáciles de ser promovidos e incluso removidos de sus cargos (ver Chang y Shin, 2006).

Tabla 1: Número de reemplazos de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, durante las épocas de pre-crisis (1990-1993), crisis (1994-1995) y post-crisis (1996-2000), de acuerdo a distintas características de Gobierno Corporativo.

Características de las firmas	<u>Número de Reemplazos</u>			
	Todos los años	Pre-Crisis	Crisis	Post-Crisis
Todas las firmas	121 100%	31 100%	40 100%	50 100%
Vínculo familiar	58 48%	18 58%	16 40%	24 48%
Vínculo empresarial	61 50%	15 48%	28 70%	18 36%
Vínculo político	25 21%	3 10%	11 28%	11 22%
Junta Directiva Grande	47 39%	14 45%	15 38%	18 36%

Se entiende por reemplazo al cambio del Presidente del Consejo de Administración de una empresa, en un año en particular. Es así que para una misma firma, puede haber más de un reemplazo en el período de 1990-2000. Las 4 características (eliminando la categoría "todas las firmas") que se muestran en la tabla 1 no son mutuamente excluyentes. Es decir, cada empresa puede pertenecer a más de una categoría de Gobierno Corporativo. El vínculo familiar se establece cuando el Presidente de la Junta Directiva de una empresa tiene en un año en particular, algún apellido igual a otro miembro del mismo Consejo de Administración. Se considera que una firma tiene vínculo familiar en la pre-crisis, crisis y/o post-crisis si posee este nexo en al menos uno de los años del período en cuestión. Se tiene vínculo empresarial cuando el Presidente de una Junta Directiva está participando en el mismo año como miembro de otra u otras Juntas Directivas. Se cataloga a una empresa con vínculo empresarial en la pre-crisis, crisis y/o post-crisis si tiene este vínculo en al menos uno de los años del período en cuestión. Cuando el Presidente de la Junta de Directores de una compañía ha sido Gobernador de algún Estado, Diputado Federal electo mediante votación popular, Senador de la República o Secretario de Estado (de 1990 a 2000), se dice que esa empresa posee vínculo político. Se contempla que una firma tiene vínculo político en la pre-crisis, crisis y/o post-crisis si posee este nexo en al menos uno de los años del período en cuestión. Se considera una empresa con Junta de Directores Grande cuando el número de miembros es de 19 o más. Si la empresa en particular tiene Junta Directiva grande en al menos 60% de los años del período en estudio (pre-crisis, crisis o post-crisis), entonces se contabiliza como una empresa con Junta Directiva grande durante ese tiempo.

4.2 Estrategias de Gobierno Corporativo y reemplazos

En la tabla 2 se muestra la repercusión de las decisiones o “estrategias” de Gobierno Corporativo seguidas por las empresas mexicanas, durante los tres sub-períodos de estudio, sobre los reemplazos de los Presidentes de los Consejos de Administración de las empresas mexicanas consideradas. Estas estrategias son combinaciones de las variables de Gobierno Corporativo estudiadas.

Con respecto a todo el período de estudio (1990-2000), la mayor cantidad de reemplazos (34) se tuvieron en aquellas empresas que no presentaron ninguna de las estrategias de Gobierno Corporativo consideradas (NGC), lo cual hace sospechar que estas variables no son las más relevantes en las decisiones de reemplazo en México (lo cual no se observa en la literatura para otros países). A esto le sigue una estrategia en la que se combinan el vínculo familiar, empresarial y las Juntas Directivas grandes (FEG-15); de ahí en adelante, se tienen reemplazos en las empresas que sólo presentaron vínculos empresariales (12) y familiares (11), así como en aquellas que combinaron los vínculos familiares, empresariales, políticos y Juntas Directivas grandes (FEPG-10); estas son las cinco estrategias dominantes.

Observando esta tabla en cada uno de los sub-períodos de estudio, no existe una norma de comportamiento clara; sin embargo, tanto en la crisis como en la post-crisis, el mayor número de reemplazos se dio en aquellas firmas que no poseen ninguna de las estrategias de Gobierno Corporativo contempladas.

Tabla 2: Número de reemplazos de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, durante las épocas de pre-crisis (1990-1993), crisis (1994-1995) y post-crisis (1996-2000), de acuerdo a distintas estrategias de Gobierno Corporativo

Características de las firmas	<u>Número de Reemplazos</u>							
	Todos los años		Pre-Crisis		Crisis		Post-Crisis	
Todas las firmas	121	100%	31	100%	40	100%	50	100%
Vínculo familiar	11	9%	4	13%	2	5%	5	10%
Vínculo empresarial	12	10%	4	13%	7	17%	1	2%
Vínculo político	1	1%	0	0%	0	0%	1	2%
Junta Directiva Grande (JDG)	2	2%	1	3%	0	0%	1	2%
Vínculo familiar y empresarial	9	7%	3	10%	3	8%	3	6%
Vínculo familiar y político	1	1%	0	0%	0	0%	1	2%
Vínculo familiar y JDG	8	7%	3	10%	0	0%	5	10%
Vínculo empresarial y político	3	2%	0	0%	1	2%	2	4%
Vínculo empresarial y JDG	5	4%	1	3%	3	8%	1	2%
Vínculo político y JDG	2	2%	1	3%	0	0%	1	2%
Vínculo familiar, empresarial y político	3	2%	0	0%	2	5%	1	2%
Vínculo familiar, empresarial y JDG	15	13%	7	23%	4	10%	5	10%
Vínculo familiar, político y JDG	1	1%	1	3%	0	0%	0	0%
Vínculo empresarial, político y JDG	4	3%	0	0%	3	8%	1	2%
Vínculo familiar, empresarial, político y JDG	10	8%	1	3%	5	12%	4	8%
Firmas con ninguna de estas características	34	28%	5	16%	10	25%	18	36%

Se entiende por reemplazo al cambio del Presidente del Consejo de Administración de una empresa, en un año en particular. Es así que para una misma firma, puede haber más de un reemplazo en el período de 1990-2000. Las 16 características (excluyendo la categoría "todas las firmas") que se muestran en la tabla 2 son mutuamente excluyentes y exhaustivas. El vínculo familiar se establece cuando el Presidente de la Junta Directiva de una empresa tiene en un año en particular, algún apellido igual a otro miembro del mismo Consejo de Administración. Se considera que una firma tiene vínculo familiar en la pre-crisis, crisis y/o post-crisis si posee este nexo en al menos uno de los años del período en cuestión. Se tiene vínculo empresarial cuando el Presidente de una Junta Directiva está participando en el mismo año como miembro de otra u otras Juntas Directivas. Se cataloga a una empresa con vínculo empresarial en la pre-crisis, crisis y/o post-crisis si tiene este vínculo en al menos uno de los años del período en cuestión. Cuando el Presidente de la Junta de Directores de una compañía ha sido Gobernador de algún Estado, Diputado Federal electo mediante votación popular, Senador de la República o Secretario de Estado (de 1990 a 2000), se dice que esa empresa posee vínculo político. Se contempla que una firma tiene vínculo político en la pre-crisis, crisis y/o post-crisis si posee este nexo en al menos uno de los años del período en cuestión. Se

considera una empresa con Junta de Directores Grande cuando el número de miembros es de 19 o más. Si la empresa en particular tiene Junta Directiva grande en al menos 60% de los años del período en estudio (pre-crisis, crisis o post-crisis), entonces se contabiliza como una empresa con Junta Directiva grande durante ese tiempo.

4.3 Desempeño previo, durante y posterior a los reemplazos

En la tabla 3 se muestra el rendimientos sobre los activos (ROA) promedio que tuvieron las firmas mexicanas en situaciones previas, durante y posteriores a los reemplazos de los Presidentes de las Juntas Directivas, de acuerdo a las estrategias de Gobierno Corporativo adoptadas.

Se observa que en muchos de los casos, el rendimiento previo al reemplazo fue negativo. Esto indica que el cambio en el Presidente de la Junta Directiva pudo darse por mal desempeño. No obstante, en general el cambio en el Presidente de la Junta Directiva no favoreció al desempeño empresarial ni en el corto plazo (durante el año del reemplazo) ni en el mediano plazo (un año posterior al cambio). Algunas excepciones notables de esto se dieron en aquellas empresas con desempeño muy pobre previo al reemplazo.

Tabla 3: Promedio del rendimiento sobre los activos previo, durante y posterior al reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, de acuerdo a características de Gobierno Corporativo.

Características de las firmas	ROA promedio (%)					
	Previo		Durante		Posterior	
Todas las firmas	3.6	(16.5)	3.5	(16.5)	2.5	(12.2)
Vínculo familiar	6.2	(8.9)	6.5	(6.5)	6.7	(7.2)
Vínculo empresarial	16.3	(45.9)	16.1	(40.5)	13.7	(18.2)
Vínculo político	-0.6	(3.2)	-2.8	(0.0)	12.5	(0.0)
Junta Directiva Grande (JDG)	-29.6	(7.8)	-1.0	(5.4)	0.4	(0.0)
Vínculo familiar y empresarial	1.2	(4.0)	2.4	(6.2)	3.0	(5.4)
Vínculo familiar y político	-21.8	(15.1)	12.1	(0.0)	8.3	(0.0)
Vínculo familiar y JDG	8.0	(5.5)	6.3	(6.4)	3.1	(6.1)
Vínculo empresarial y político	10.2	(9.1)	-5.1	(4.3)	2.2	(0.0)
Vínculo empresarial y JDG	-2.8	(11.8)	-4.1	(6.0)	-3.3	(8.2)
Vínculo político y JDG	-23.7	(16.3)	6.4	(8.3)	6.5	(8.5)
Vínculo familiar, empresarial y político	-32.5	(0.0)	3.5	(10.0)	4.5	(6.1)
Vínculo familiar, empresarial y JDG	6.3	(7.9)	3.9	(14.0)	2.6	(12.6)
Vínculo familiar, político y JDG	-12.2	(0.0)	5.0	(0.0)	-2.9	(13.1)
Vínculo empresarial, político y JDG	-19.8	(21.8)	-1.7	(9.0)	-2.0	(10.5)
Vínculo familiar, empresarial, político y JDG	2.2	(7.7)	5.6	(18.0)	0.7	(15.0)
Firmas con ninguna de estas características	2.3	(13.9)	-2.8	(12.1)	-2.4	(12.3)

Las 16 características (excluyendo la categoría “todas las firmas”) que se muestran en la tabla 3 son mutuamente excluyentes y exhaustivas. Para cada empresa, el ROA previo al reemplazo del Presidente de la Junta Directiva se refiere al observado el año anterior al mismo; el ROA durante el reemplazo es aquel propiamente en el año en que se da este evento; el ROA posterior al reemplazo se refiere al observado un año luego del cambio de este funcionario. Para calcular el ROA promedio (promedio simple) previo, durante y posterior al reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas de las empresas en cuestión, primero se eliminan los 42 valores extremos (ROA mayor a 130% y menor a -80%, en el período de 1990 a 2000). Entre paréntesis se encuentra la desviación estándar. El vínculo familiar se establece cuando el Presidente de la Junta Directiva de una empresa tiene en un año en particular, algún apellido igual a otro miembro del mismo Consejo de Administración. Se tiene vínculo empresarial cuando el Presidente de una Junta Directiva está participando en el mismo año como miembro de otra u otras Juntas Directivas. Cuando el Presidente de la Junta de Directores de una compañía ha sido Gobernador de algún Estado, Diputado Federal electo mediante votación popular, Senador de la República o Secretario de Estado (de 1990 a 2000), se dice que esa empresa posee vínculo político. Se considera una empresa con Junta de Directores Grande cuando el número de miembros para un año en particular es de 19 o más.

5. RESULTADOS ECONOMETRICOS

5.1 Modelo econométrico

Para verificar las hipótesis planteadas se corren modelos Logit, con el método de Huber/White. Como se explica en la metodología, la función estimada se expresa de la siguiente manera:

$$\text{Reemplazo} = f [\text{Familiar}_{-1}, \text{Empresarial}_{-1}, \text{Político}_{-1}, \text{TJD}, \text{Tamaño}, \text{? ROA}_{-2} * (\text{Crisis}), \text{? ROA}_{-2} * (\text{Post-Crisis})] \quad (1)$$

La función (1) se amplía para contemplar también el efecto de las cinco estrategias dominantes de Gobierno Corporativo (de acuerdo a la estadística descriptiva), sobre la probabilidad de reemplazo del Presidente del Consejo de Administración:

$$\text{Reemplazo} = f [\text{NGC}_{-1}, \text{FEG}_{-1}, \text{FEPG}_{-1}, \text{Familiar}_{-1}, \text{Empresarial}_{-1}, \text{Tamaño}, ? \text{ROA}_{-2} * (\text{Crisis}), ? \text{ROA}_{-2} * (\text{Post-Crisis})] \quad (2)$$

5.2 Resultados

En la primera columna de la tabla A1 del apéndice, se muestran los coeficientes obtenidos para la función (1). En la segunda y tercera columna de la misma tabla se presentan los errores estándar y los valores z, con los que se estipulan los grados de significancia de cada uno de los coeficientes. Tal como se puede observar, sólo las variables tamaño de la firma y cambio en el ROA (con dos rezagos) en el período de post-crisis son significativas (al 1% y 10%, respectivamente). Los signos negativos en ambos casos implican que a mayor tamaño de la empresa menor es la probabilidad de reemplazo del Presidente de la Junta Directiva, y que entre mayor sea el desempeño pasado, menor es la probabilidad de reemplazo en la post-crisis. Ambos hallazgos se corroboran con la tabla A2, que se refiere a los resultados de la función 2, y con la literatura: Según Lausten (2002), entre más grande sea una firma, más compleja es su gestión, y por ende es más baja la probabilidad de que se sustituya a un alto funcionario. Por otro lado, autores tales como Kaplan (1994b); Coffee (1999) y Huson et al. (2004) presentan evidencia de que los directivos son forzados a dejar las firmas cuando hay una larga y significativa caída en los resultados empresariales. De acuerdo a Chang y Shin (2006) y Heaney et al. (2007), esto es más evidente en las post-crisis, debido al minucioso monitoreo y control implementados en las empresas como consecuencia de estos episodios.

No obstante, de las tablas A1 y A2 se deduce también que las variables y estrategias de Gobierno Corporativo estudiadas no tienen

ningún impacto sobre la probabilidad de reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, lo cual no es consistente con la literatura para otros países. Esto hace parecer que la alta incidencia de dueños en las Juntas Directivas de las firmas mexicanas (ya que aproximadamente el 70% de las empresas en México son familiares; ver Dávila y Watkins, 2008) tiene mayor preponderancia en las decisiones de reemplazo que cualquiera de los factores estudiados en la presente investigación. De hecho, se observa gran estabilidad en estos puestos, lo cual favorece el argumento anterior; el 52% de las empresas de la muestra no presentaron reemplazos durante el período de estudio 1990-2000.

Un ejemplo de lo antes expuesto es que en Cementos Mexicanos, S.A. de C.V. (CEMEX por su clave en la BMV) Lorenzo Zambrano funge como Presidente del Consejo de Administración, así como Director General (CEO por sus siglas en inglés de Chief Executive Officer) y socio mayoritario con el 51% de las acciones comunes de la compañía. Además de ser una empresa con vínculos familiares³⁸ muy claros, se presentan los vínculos empresariales muy acentuados, ya que el mismo Lorenzo Zambrano está presente en varios consejos de administración como lo son ICA, FEMSA, TLEVISA, VITRO y ALFA³⁹, entre otros.

Ese mismo caso se da con Teléfonos de México, S.A. de C.V. (TELMEX por su clave en la BMV) en donde Carlos Slim es el Presidente de la Junta de Directores y a su vez es el socio mayoritario con más del 51% de las acciones comunes de la empresa. Es también una compañía con vínculos tanto familiares como empresariales, ya que al igual que en CEMEX, hijos y hermanos del socio mayoritario tienen posiciones dentro de la misma empresa así como en Juntas de Directores de otras firmas.

³⁸ Ya que varios de los hermanos e hijos de los dueños aparecen como miembros, tanto de las Juntas de Directores, como de los cargos ejecutivos de la misma firma.

³⁹ Se muestran los nombres de las claves que tienen estas empresas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), para una mejor identificación y referencia de las mismas.

Estos dos ejemplos (que corresponden a dos de las empresas más grandes del país) se pueden extender para otras firmas, tales como BIMBO, ELEKTRA, TLEVISA y TVAZTCA, entre otras, donde los socios mayoritarios son además Presidentes de las Juntas Directivas. Esto hace que los resultados econométricos para el modelo planteado no tengan significancia estadística, ya que la “realidad” mexicana es diferente a la observada en la literatura para la mayoría de los países (dos excepciones son Italia⁴⁰ y Alemania).

Dada la incongruencia entre la estructura empresarial mexicana y la identificada en la literatura para otros países, las relaciones entre tamaño de la firma y desempeño pasado en la post-crisis, con la probabilidad de reemplazo, deberían darse por factores distintos a los considerados. Específicamente, podrían explicarse por la misma estructura empresarial, donde evidentemente los dueños que son además Presidentes de las Juntas Directivas no son reemplazados. Para verificar esto primero se manejó la base de datos para determinar tres rangos de empresas, de acuerdo al valor de sus activos totales: las pequeñas (0-3,5 millones de pesos, 92 empresas), las medianas (3,5-11,5 millones de pesos, 40 firmas) y las grandes (más de 11,5 millones de pesos, 39 compañías), encontrándose que efectivamente, las empresas grandes tienen una mayor composición de dueños que podrían ser también Presidentes de las Juntas de Directores (ya que alrededor del 85% del total de estas firmas son familiares). En cambio, esta característica se presenta en el 68% de las empresas medianas y el 59% de las pequeñas.

En cuanto al desempeño pasado y su repercusión significativa sobre la probabilidad de reemplazo del Presidente del Consejo de Administración, se observa que en la mayoría de los casos (52%) estos

⁴⁰ Una explicación más amplia se encuentra en Kaplan (1994b) y Brunello et al. (2003).

reemplazos se dan dentro de las mismas familias que controlan a una firma. Lo anterior puede interpretarse como un castigo por mala gestión sin que se afecte la estructura familiar de la empresa. Por otro lado, el 48% de las veces el reemplazo se debió a una recomposición en el control de la empresa, donde la familia que controlaba a la firma deja de ser su dueña.

6. CONCLUSIONES

La conclusión principal de este estudio es que las variables de Gobierno Corporativo analizadas no tienen impacto sobre la probabilidad de reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas de las empresas mexicanas. Este hallazgo no es consistente con la literatura para otros países, lo que sugiere que México es un caso especial. El 70% de las empresas en México son familiares; la alta incidencia de dueños en las Juntas Directivas de estas firmas tiene mayor preponderancia en las decisiones de reemplazo que cualquiera de los factores estudiados en la presente investigación. Esta estructura empresarial favorece la estabilidad en los puestos de los Presidentes de las Juntas Directivas; de hecho, la mayoría de las compañías estudiadas no presentaron reemplazos durante el período de estudio (1990-2000) y el número total de reemplazos fue de tan solo 121. Al analizar cada sub-período de tiempo, se observa que este número va aumentando aproximadamente en un 30%, pasando de 30 reemplazos en la pre-crisis a 40 durante la crisis y finalmente 51 en la post-crisis. No es de esperar un aumento en los cambios de Presidentes de las Juntas Directivas en tiempos de crisis, pero sí en la post-crisis, donde como reacción ante la crisis hay mayor monitoreo y control, y posiblemente desgaste de quienes ocuparon cargos altos en la organización durante

este episodio. En general se aprecia que posterior a los reemplazos cae el desempeño empresarial, al menos en el corto plazo.

Otro resultado interesante es que a mayor tamaño de la firma, menor la probabilidad de reemplazo del Presidente de la Junta Directiva. Esta conclusión se observa también en la literatura para otros países, donde se argumenta que la complejidad de labores de las grandes corporaciones favorece la estabilidad de estos cargos. Sin embargo, para México la explicación es otra: prácticamente el 85% de las empresas más grandes son familiares (y por ende los reemplazos son casi inexistentes); este porcentaje es del 68% para las empresas medianas y de tan sólo 59% para las firmas pequeñas.

Por último, en cuanto al desempeño pasado y su repercusión sobre la probabilidad de reemplazo del Presidente del Consejo de Administración, se observa que en la mayoría de los casos estos reemplazos se dan dentro de las mismas familias que controlan a una firma. Lo anterior puede interpretarse como un castigo por mala gestión sin que se afecte la estructura familiar de la empresa mexicana. En el resto de las veces el reemplazo se debió a una recomposición en el control de la empresa, donde la familia que controlaba a la firma deja de ser su dueña.

7. APÉNDICE

Tabla A1: Probabilidad de reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, durante el período de estudio 1990-2000, de acuerdo a variables de Gobierno Corporativo.

Variable	Coeficiente Estadístico Z		Error estándar
Vínculo familiar (-1)	-0.28	0.41	-0.69
Vínculo empresarial (-1)	0.41	0.32	1.28
Vínculo político (-1)	0.50	0.66	0.76
Junta Directiva Grande	-0.04	0.76	-0.05
Tamaño de la firma	-0.14**	0.01	-15.96
Cambio en ROA (-2) crisis	-1.88	2.19	-0.86
Cambio en ROA (-2) post-crisis	-1.00*	0.60	-1.66

*, **, niveles de significancia al 10% y 1%, respectivamente.

En la tabla A1 se presentan los resultados de las estimaciones del modelo econométrico (1), empleando una estimación Logit.

Tabla A2: Probabilidad de reemplazo de los Presidentes de las Juntas Directivas en México, durante el período de estudio 1990-2000, de acuerdo a las estrategias dominantes de Gobierno Corporativo.

Variable	Coeficiente Estadístico Z		Error estándar
Vínculo familiar (-1)	-0.62	0.55	-1.12
Vínculo empresarial (-1)	0.08	0.47	0.18
Vínculo familiar, empresarial y Junta Directiva grande (-1)	0.21	0.47	0.44
Vínculo familiar, empresarial, político y Junta Directiva grande (-1)	-0.43	0.52	-0.83
Sin ninguna estrategia	-0.67*	0.41	-1.65
Tamaño de la firma	-0.11**	0.03	-4.25
Cambio en ROA (-2) crisis	-1.92	2.25	-0.85
Cambio en ROA (-2) post-crisis	-1.16*	0.70	-1.66

*, **, niveles de significancia al 10% y 1%, respectivamente.

En la tabla A2 se presentan los resultados de las estimaciones del modelo econométrico (2), empleando una estimación Logit.

8. REFERENCIAS

- Aggarwal, Rajesh K. y Andrew A. Samwick (1999), *Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence*, Journal of Finance 54, 1999-2043.
- Agrawal, Anup y Charles R. Knoeber (1996), *Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 31, 377-397.
- Agrawal, Anup y Charles R. Knoeber (2001), *Do some outsider directors play a political role?*, Journal of Law and Economics 44, 179-199.
- Agrawal, Anup, Charles R. Knoeber y Theofanis Tsoulouhas (2006), *Are Outsiders Handicapped in CEO Successions?*, Journal of Corporate Finance 12, 619-644.
- Alchian, Armen A. y Harold Demsetz (1972) *Production, Information Cost, and Economic Organization*, American Economic Review, 62, 777-795.
- Anderson, Ronald C. y David M. Reeb (2003a), *Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500*, Journal of Finance 58, 1301-1328.
- Barro, Jason R. y Robert J. Barro (1990), *Pay, performance and turnover of Bank CEOs*, Journal of Labor Economics 8, 448-481.
- Bebchuk, Lucian A. y Jesse M. Fried (2003), *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives 3, 71-92.
- Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen y Allen Ferrell (2009), *What matters in corporate governance?*, Review of Financial Studies 22, 783-827.
- Bebchuk, Lucian A., Jesse M. Fried y David I. Walker (2002), *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, University of Chicago Law Review 69, 751-846.
- Bebchuk, Lucian A., Martijn Cremers y Urs C. Peyer (2008), *CEO Centrality*, Harvard University working papers.
- Bennedsen, Morten, Kasper M. Nielsen, Daniel Wolfenzon y Francisco Pérez-González (2007), *Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance*, The Quarterly Journal of Economics 122, 647-691.
- Bhagat, Sanjai y Bernard S. Black (2002), *The non-correlation between board independence and long term performance*, Journal of Corporation Law 27, 231-274.
- Bhagat, Sanjai y Brian Bolton (2008), *Corporate governance and firm performance*, Journal of Corporate Finance, 118 (1), 107-155
- Bonnier, Karl A. y Robert F. Bruner (1989), *An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms*, Journal of Accounting and Economics 11, 95-106.

- Borokhovich, Kenneth A., Robert Parrino y Teresa Trapani (1996), *Outside directors and CEO selection*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 31, 337-355.
- Brunello, Giorgio, Clara Graziano y Bruno Parigi (2003), *CEO Turnover in Insider Dominated Boards: the Italian Case*, Journal of Banking and Finance 27, 1027-1051.
- Chang, James J. y Hyun-Han Shin (2006) *Governance System Effectiveness Following the Crisis: the case of Korean business group headquarters*, Corporate Governance 14, 85-97.
- Claessens, Stijn., Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan y Larry H.P. Lang (2002), *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, Journal of Finance 57, 2741-2772.
- Coffee, John C. (1999), *The Future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications*, Northwestern University Law Review 93, 641-708.
- Conyon, Martin J. (1998) *Directors' pay and Turnover: An application to a Sample of Large UK Firms*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics 60, 485-507.
- Conyon, Martin J. y Annita Florou (2002), *Top Executive Dismissal, Ownership and Corporate Performance*, Accounting and Business Research 32, 209-226.
- Cosh, Andy y Alan Hughes (1997), *Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings*, International Journal of Industrial Organization 15, 469-492.
- Coughlan, Anne T. y Ronald M. Schmidt, (1985), *Executive compensation, management turnover and firm performance: an empirical investigation*, Journal of Accounting and Economics 7, 43-66.
- Dahya, Jay, A. Alasdair Lonie y David M. Power (1998), *Ownership structure, firm performance, and top executive change: An analysis of UK firms*, Journal of Business Finance and Accounting 25, 1089-1118.
- Dâvila, Martín y Karen Watkins (2008), *Corporate Governance and Firm Performance Lessons from de Mexican Crisis (1994-1995)*, Making Capital Markets Work Through Corporate Governance, ed. World Council for Corporate Governance, London 2008, 45-73.
- DeFond, Mark L. y Chul W. Park (1999), *The effect of competition en CEO turnover*, Journal of Accounting and Economics 27, 35-56.
- DeFond, Mark L. y Mingyi Hung (2004) *Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover*, Journal of Accounting Research 42, 269-312.
- Denis, David J. y Diane K. Denis (1995), *Performance changes following top management dismissals*, Journal of Finance 50, 1029-1057.

- Denis, David J., Diane K. Denis y Atulya Sarin (1997), *Ownership structure and top executive turnover*, Journal of Financial Economics 52, 187-223.
- Dyck, Alexander y Luigi Zingales (2004), *Private benefits of control: an international comparison*, Journal of Finance 59, 537-600.
- Eisenberg, Theodore, Stefan Sundgren y Martin T. Wells (1998) *Larger board size and decreasing and increasing firm solvency*, Journal of Financial Economics 48, 35-54.
- Faccio, Mara (2006), *Politically connected firms*, American Economic Review 96, 369-386.
- Faccio, Mara, Ronald W. Masulis y John J. McConnell (2006), *Political Connections and Corporate Bailouts*, Journal of Finance 61, 2597-2635.
- Fama, Eugene F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*, Journal of Political Economy 88, 288-307.
- Fama, Eugene F. y Michael C. Jensen (1983a), *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics 26, 301-325.
- Fama, Eugene F. y Michael C. Jensen (1983b), *Agency problems and residual claims*, Journal of Law and Economics 26, 327-349.
- Fan, Dennis K.K.; Chung-Ming Lau y Michael Young (2007a) *Is China's corporate governance beginning to come of age? The case of CEO turnover*, Pacific-Basin Finance Journal, 15, 105-120.
- Fan, Joseph P. H., Tak J. Wong y Tianyu Zhang (2007b), *Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms*, Journal of Financial Economics, 84, 330-357.
- Fee, C. Edward y Charles J. Hadlock (2000), *Management Turnover and product market competition: empirical evidence from the U.S. newspaper industry*, Journal of Business 73, 205-243.
- Fee, C. Edward y Charles J. Hadlock (2004), *Management Turnover across the Corporate Hierarchy*, Journal of Accounting and Economics 37, 3-38.
- Ferris, Stephen P., Murali Jagannathan y Adam C. Pritchard (2003), *Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments*, Journal of Finance 58, 1087-1111.
- Fich, Eliezar M. y Anil Shivdasani (2006) *Are Busy Boards Effective Monitors?*, The Journal of Finance 51, 689-724.
- Firth, Michael, Peter M. Y. Fung y Oliver M. Rui (2006) *Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy*, Journal of Management Studies 43, 1289-1330.
- Fisman, Raymond (2001), *Estimating the value of political connections*, American Economic Review 91, 1095-1102.

- Florou, Anita (2005) *Top Director Shake-up: The link between Chairman and CEO Dismissal in the UK*, Journal of Business Finance & Accounting 43, 97-128.
- Fung, Peter M.Y. y Oliver M. Rui (2006), *Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy*, Journal of Management Studies 43, 1289-1330.
- Furtado, Eugene P.H. y Vijay Karan (1990), *Causes, consequences and shareholder wealth effects of management turnover: a review of the empirical evidence*, Financial Management 19, 60-75.
- Gibbons, Robert y Kevin J. Murphy (1990), *Relative performance evaluation for Chief Executive Officers*, Industrial and Labor Relations Review 43, 30S-51S.
- Gibson, Michael S. (2003) *Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 231-250.
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii y Andrew Metrick (2003), *Corporate governance and equity prices*, Quarterly Journal of Economics, 118 (1), 107-155.
- Harrison, J. Richard, David L. Torres y Sal Kukalis (1988), *The changing of the guard: turnover and structural change in the top-management positions*, Administrative Science Quarterly 33, 211-232.
- Heaney, Richard, Tony Naughton, Thanh Truong, Sinclair Davidson, Tim Fry y Michael McKenzie (2007), *The link between performance and changes in the size and stability of a firm's officers and directors*, Journal of Multinational Financial Management, 17, 16-29.
- Hermalin, Benjamin E. y Michael S. Weisbach (1998), *Endogenously chosen Boards of directors and their monitoring of the CEO*, The American Economic Review 88, 96-118.
- Hillier, David J. y Patrick M. L. McColgan (2004), *Firm Performance, Entrenchment and managerial Succession in Family Firms*, University of Aberdeen working paper.
- Hillier, David J., Scott C. Linn y Patrick M. L. McColgan (2005) *Equity Issuance, CEO Turnover and Corporate Governance*, European Financial Management 11, 515-538.
- Hoskisson, Robert E., Michael A. Hitt, William P. Wan y Daphne Yiu (1999) *Theory and research, in strategic management: swings of a pendulum*, Journal of Management 25, 417-456.
- Hotchkiss, Edith S. (1995) *Postbankruptcy performance and management turnover*, Journal of Finance 50, 3-21.
- Huson, Mark R.; Paul H. Malatesta y Robert Parrino (2004), *Managerial succession and firm performance*, Journal of Financial Economics 74, 237-275.

- Jensen, Michael C. (1993), *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the failure of internal control systems*, Journal of Finance 48, 831-880.
- Jensen, Michael C. y Kevin J. Murphy (1990), *Performance pay and top management incentives*, Journal of Political Economy 98, 225-264.
- Jenter, Dirk C. y Fadi Kanaan (2006), *CEO Turnover and Relative Performance Evaluation*, MIT Sloan Research Paper, no. 4594-06.
- Jovanovic, Boyan (1979), *Job Matching and the Theory of Turnover*, Journal of Political Economy 87, 972-990.
- Kaplan, Steven N. (1994b), *Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany*, Journal of Law Economics and Organization 10, 142-159.
- Khanna, Naveen y Annette B. Poulsen (1995), *Managers of financially distressed firms: villains or scapegoats?*, Journal of Finance 50, 919-940.
- Kim, Yung-san (1996), *Long-term firm performance and chief executive turnover: an empirical study of the dynamics*, Journal of Law, Economics, and Organization 12, 480-496.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1998), *Law and finance*, Journal of Political Economy 106, 1115-1155.
- Lausten, Mette (2002), *CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms*, International Journal of Industrial Organization 20, 391-414.
- Lipton, Martin y Jay W. Lorsch (1992), *A modest proposal for improved Corporate Governance*, Business Lawyer 59, 59-77.
- Mak, Yuen Teen y Yuan Li (2001), *Determinants of corporate ownership and board structure: Evidence from Singapore*, Journal of Corporate Finance 7, 235-256.
- Manne, Henry G. (1965), *Mergers and the Market for Corporate Control*, Journal of Political Economy, 110-120.
- Maury, Benjamin (2006) *Corporate Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Finland*, European Financial Management 12, 221-248.
- McKenna, Christopher J. (1986), *Equilibrium Wage Offers and Turnover in a Simple Search Market*, The Economic Journal 96, 785-797.
- McNeil, Chris; Greg Niehaus y Eric Powers (2004), *Management Turnover in Subsidiaries of Conglomerates Versus Stand-alone Firms*, Journal of Financial Economics 72, 63-96.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1989), *Alternative mechanisms of corporate control*, American Economic Review 79, 842-852.

- Murphy, Kevin J. (1986), *Incentives, Learning and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts*, Rand Journal of Economics 17, 59-76.
- Nair, Vinay B. (2005), *Corporate Governance and Internal Organization*, Wharton School at University of Pennsylvania working paper.
- Nenova, Tatiana (2003), *The value of corporate votes and control: a cross-country analysis*, Journal of Financial Economics 68, 325-351.
- Parrino, Robert (1997), *CEO turnover and outside succession: a cross-sectional analysis*, Journal of Financial Economics 46, 165-197.
- Perry, Tod (1999), *Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover*, Arizona State University working paper.
- Puffer, Sheila M. y Joseph B. Weintrop (1991), *Corporate performance and CEO turnover: the role of performance expectations*, Administrative Science Quarterly 36, 1-19.
- Roberts, Brian E. (1990), *A dead senator tells no lies: Seniority and the distribution of federal benefits*, American Journal of Political Science 34, 31-58.
- Stulz, René M. (1988), *Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control*, Journal of Financial Economics 20, 25-54.
- Sung, Qian y Wilson H. S. Tong (2003), *China share issue privatization: the extent of its success*, Journal of Financial Economics 70, 183-222.
- Tosi, Henry L., Wei Shen y Richard J. Gentry (2003), *Why Outsiders on Boards Can't Solve the Corporate Governance Problem*, Organizational Dynamics 32, 180-192.
- Villalonga, Belén y Raphael Amit (2006), *How do family ownership, control, and management affect firm value?*, Journal of Financial Economics 80, 385-417.
- Volpin, Paolo F. (2002), *Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy*, Journal of Financial Economics 64, 61-90.
- Warner, Jerold B.; Ross L. Watts y Karen H. Wruck, (1988), *Stock prices and top management changes*, Journal of Financial Economics 20, 461-492.
- Weisbach, Michael S. (1988), *Outside directors and CEO Turnover*, Journal of Financial Economics 20, 431-460.
- Yermack, David (1996), *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, Journal of Financial Economics 40, 185-211.

CAPÍTULO 5:

CONCLUSIONES

El Gobierno Corporativo es un conjunto de mecanismos que utilizan las empresas para aliviar el problema de agencias. La finalidad de los mismos es alinear los objetivos de los agentes con los de los dueños; es decir, buscar la maximización de beneficios para los accionistas.

El Gobierno Corporativo influye en el desempeño empresarial, sin embargo no existe consenso sobre cuáles mecanismos de Gobierno Corporativo favorecen al mismo. La presente investigación indaga al respecto, utilizando como caso de estudio 176 empresas mexicanas (no financieras) que cotizaron en la Bolsa Mexicana de Valores de 1990 a 2000. Este período de tiempo permite estudiar las diferencias durante tiempos normales y de crisis, de los efectos de ciertas políticas de Gobierno Corporativo sobre el desempeño corporativo. Las variables de Gobierno Corporativo utilizadas son los vínculos familiares, los vínculos empresariales, los vínculos políticos y el tamaño de las Juntas de Directores.

Se concluye que no existen “buenos” mecanismos de Gobierno Corporativo, ya que éstos varían de acuerdo al momento en el tiempo (épocas en las que se presentan las crisis y períodos en los que no se observan las crisis financieras). No obstante, el mantener durante todo el período en estudio las mismas características de Gobierno Corporativo resultó ser, desde el punto de vista del desempeño, la mejor estrategia de todas (independientemente de si se enfrentan las firmas a episodios de crisis o no). De esta conclusión se desprende la recomendación empresarial de implementar políticas de largo plazo de Gobierno Corporativo. Por otro lado, en general las Juntas Directivas pequeñas

muestran ser más efectivas en México que las de gran tamaño y en promedio se observa una relación inversa entre el vínculo político y el desempeño empresarial.

Si bien el Gobierno Corporativo se relaciona con el desempeño empresarial, éste no impacta significativamente en la probabilidad de reemplazo de los Presidentes de las Juntas de Directores en México. Lo anterior es un resultado particular para este país, ya que la literatura revisada muestra que existe una alta relación entre las políticas de Gobierno Corporativo y el desempeño empresarial, sobre la probabilidad de reemplazo.

Al parecer, la explicación radica en que las Juntas de Directores de las firmas mexicanas tienen una gran incidencia de dueños en ellas; aproximadamente el 70% de las empresas en México son familiares. Esto hace pensar que esta realidad tiene mayor preponderancia en las decisiones de reemplazo que cualquiera de los otros factores estudiados. Se observó gran estabilidad en estos puestos, ya que el 52% de las empresas de la muestra no presentaron reemplazos durante el período de estudio. Se observa también que a mayor tamaño de la firma, menor la probabilidad de reemplazo del Presidente de la Junta de Directores. Esto se explica ya que prácticamente el 85% de las empresas más grandes son familiares; de las empresas medianas el 68% son familiares y de las pequeñas el 59% presenta esta característica.

Si bien se dan reemplazos por mala gestión (bajo desempeño empresarial), normalmente éstos no impactan la estructura familiar de las firmas. En algunos casos el reemplazo se da por otras razones, tales como la recomposición del control de la empresa, donde la familia que controlaba a la firma deja de ser su dueña.

Este libro ha aportado algunas ideas adicionales a la literatura existente. Se cubren las relaciones entre las variables de Gobierno Corporativo con el desempeño empresarial y también con la decisión de reemplazo en las empresas mexicanas. Se deja para futuras investigaciones el incluir más años y otros períodos de crisis; asimismo, se recomienda ampliar la base de datos tanto financiera como de los miembros de las Juntas de Directores, de tal forma que se pueda tener un mayor conocimiento sobre el comportamiento del Gobierno Corporativo en México.

ANEXO 1: Presentación en "XII Congreso de ACACIA, Tijuana, B.C (2008)".



CETYS
UNIVERSIDAD
BAJA CALIFORNIA

**Congreso Internacional
de Investigación
en Ciencias Administrativas**



XII



ACACIA
Academia de Ciencias
Administrativas A.C.

La Academia de Ciencias Administrativas, A.C.
y CETYS Universidad de Baja California otorga el presente:

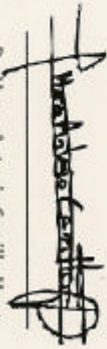
RECONOCIMIENTO

A: Martín Dávila y Karen Watkins

Por su presentación de la ponencia "**Gobierno Corporativo y Desempeño Empresarial en Tiempos Normales y de Crisis**" en la mesa *Finanzas y Economía*, en el XII Congreso Internacional de Investigación en Ciencias Administrativas.



Dra. Bertha Emilia Madrigal Torres
Presidenta de la Academia de Ciencias
Administrativas A.C.



Dr. Marco Antonio Carrillo Maza
Vicerrector del Sistema
CETYS Universidad

Tijuana B.C. Mayo del 2008

ANEXO 2: Presentación en "9th International Conference on Corporate Governance London, Great Britain (2008)".

**9th International Conference on Corporate Governance
18-19 September 2008, London**

Certificate

This is to certify that

Martin Davila

*participated in the
International Conference on Corporate Governance
held in London on
18 & 19 September 2008*

19 September 2008

Director General



**WORLD COUNCIL
FOR CORPORATE
GOVERNANCE**

ISSUED BY : World Council For Corporate Governance, 1Northumberland Avenue, Trafalgar Square, London WC2N 5BW

MAKING CAPITAL MARKETS WORK THROUGH CORPORATE GOVERNANCE



WORLD COUNCIL
FOR CORPORATE
GOVERNANCE

Making Capital Markets Work through Corporate Governance

Contents

Foreword	iv
Contents	vi
1 Policing Risk in Volatile Markets <i>J S Ahluwalia</i>	1 - 5
2 Board Evaluation: Governance, Regulation And Shared Prosperity <i>Dr Darlene M Andert</i>	6 - 18
3 Compliance with ESG Issues - NRE Act & Exportability of the French Experience <i>Viviane de Beaufort</i>	19 - 33
4 Sustainable Development Of New Europe & The Capital Market Adjustment <i>Dr Tatyana Boikova</i>	34 - 44
5 Corporate Governance And Firm Performance Lessons From The Mexican Crisis (1994-1995) <i>Martín Dávila & Dra. Karen Watkins</i>	45 - 73
6 The Role Of Investor Protection In The Corporate Governance In India <i>Dr. V. Prabhu Dev & Dr. T. V. Raju</i>	74 - 83
7 How Should The Hedge Funds Be Governed? <i>Hugues Bouthinon-Dumas</i>	84 - 88
8 Challenging 'Comply or Explain' <i>Björn Fasterling</i>	89 - 97
9 Corporate Governance in Croatia: Capital Market Perspective <i>Dr.sc.Hana Horak</i>	98 - 108
10 Corporate Policies And Praxes - Key To Improved Governance <i>Lalit Jain</i>	109 - 121

ANEXO 3: MENCIÓN HONORÍFICA EN EL "XXIV Premio Internacional de Investigación Financiera IMEF-Deloitte".





La Fundación de Investigación del
Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C.
tiene el honor de otorgar el presente reconocimiento

Al

MSc. Martín Dávila Delgado

Por su valiosa participación en el XXIV Premio Internacional
de Investigación Financiera IMEF-Deloitte

México, D.F., 16 de octubre 2008

Lic. Federico Casas-Alatrister Urquiza
Presidente Nacional del IMEF

C.P.C. Jaime Espinosa de los Monteros Cadena
Presidente de la Fundación
de Investigación IMEF

C.P.C. Ernesto González Dávila
Presidente XXIV Premio Internacional
de Investigación Financiera IMEF-Deloitte

ANEXO 4: Carta de aceptación al 44th Euro Working Group on Financial Modelling Meeting en San José, Costa Rica (2009)

44th Euro Working Group on Financial Modelling Meeting

July 11th, 2009

Dear Martín Dávila:

This is to acknowledge that your abstract ("Corporate Governance and Turnovers in Mexico") submitted for presentation at the 44th EWGFM Meeting (Costa Rica; December 7-9, 2009) is formally accepted. However, please note the inclusion of your abstract in the conference program is contingent on paper submission (deadline: November 5th, 2009), conference registration (deadline: September 12th, 2009), and payment of the registration fees (by bank transfer; deadline: September 12th, 2009). All information for the latter can be found at:

<http://www.ewgfm2009.fce.ucr.ac.cr/index.html>

To make hotel reservation at Hotel Bougainvillea please click: https://www.hb.co.cr/complete_form.html The deadline for hotel reservation is September 19th, 2009. After this date the hotel will no longer block rooms for EWGFM participants. Please be sure to use the organizational name (EWGFM) in the additional comments or special needs box, to obtain the reduced conference rate. All reservations must be guaranteed with a major credit card.

The meeting program is shaping up to reflect a wonderful event. We hope you will be able to fully participate at the conferences and take advantage of all the benefits this meeting and Costa Rica offers its participants and attendees. If you have any question about any aspect of the meeting or logistics, do not hesitate to contact us at ewgfmcr2009@gmail.com

Kind regards,

Profs. Drs. Juan Rafael Vargas, Karen Watkins, Yanira Xirinachs, and
Jose Zaglul
Co-Chairs of the 2009 EWGFM Meeting, Costa Rica