

LA ESTRUCTURA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO: EVIDENCIA EN LOS SECTORES DE MATERIALES E INDUSTRIAL DE LAS EMPRESAS COTIZADAS MEXICANAS

Área de investigación: Finanzas

Luis Ángel García Estrada

Facultad de Contaduría y Administración
Universidad Autónoma de San Luis Potosí
México
Luis_Wicho_32@hotmail.com

Guadalupe del Carmen Briano Turrent

Facultad de Contaduría y Administración
Universidad Autónoma de San Luis Potosí
México
guadalupe.briano@uaslp.mx

XX
CONGRESO
INTERNACIONAL
DE
CONTADURÍA
ADMINISTRACIÓN
E
INFORMÁTICA





LA ESTRUCTURA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO: EVIDENCIA EN LOS SECTORES DE MATERIALES E INDUSTRIAL DE LAS EMPRESAS COTIZADAS MEXICANAS

Resumen

Bajo el enfoque de la teoría de la agencia, nuestro estudio analiza la relación entre el nivel de endeudamiento y la composición del consejo de administración (tamaño, independencia, participación femenina y dualidad COB-CEO) de las empresas cotizadas mexicanas. Particularmente nos centramos en el sector industrial y de materiales ya que capturan alrededor del 50% del total de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Nuestra muestra está integrada por 48 empresas y 207 observaciones correspondientes al periodo 2009-2013. Utilizando un análisis de regresión múltiple, los resultados ponen de manifiesto que el tamaño e independencia del consejo inciden en el nivel de endeudamiento. Además determinadas características empresariales como el sector industrial, la edad de la empresa, la rentabilidad y el tamaño de la empresa influyen en el nivel de apalancamiento en las empresas cotizadas mexicanas. Este estudio es pionero en analizar estas variables en México, ya que la literatura previa se ha centrado en países desarrollados y anglosajones. Nuestros resultados proporcionan evidencia práctica tanto para los responsables de emitir las políticas y principios de gobierno corporativo así como para las empresas bajo análisis.

Palabras clave: Consejo de Administración, Endeudamiento, Gobierno Corporativo.





Introducción

En los últimos años se ha llevado a cabo una fuerte presión para reforzar los mecanismos de Gobierno Corporativo (GC) en México y el mundo. El GC tuvo sus orígenes a inicios de 1990, cuando los inversionistas se vieron en la necesidad de demandar una mayor representación en los órganos administrativos de las empresas. Sin embargo, el tema de GC pasó a ser de gran importancia a finales de 2001 y comienzos del año 2002, cuando se presentó una crisis de confianza en el mercado de valores de EE.UU. derivada de los escándalos en los que se vieron afectadas grandes empresas como Enron y WorldCom, quienes manipulaban la información financiera con el fin de presentar a los inversionistas una situación que no correspondía a lo que realmente estaba viviendo la empresa. En estos supuestos, lo que hicieron algunos administradores fue dejar a un lado la ética, la regulación y los principios contables, logrando poner en duda la transparencia y confiabilidad de la información financiera así como la confianza de los inversionistas. La experiencia internacional ha señalado que entre mayor transparencia e información exista, mayor será la confianza de los inversionistas en los mercados. Es por ello que para evitar la ocurrencia de fraudes o malas prácticas y lograr competitividad, es que se propone la correcta aplicación del GC en las empresas. El GC se refiere a las reglas, los procesos y las leyes que se aplican en la operación, el control y la regulación de las empresas. Define los derechos y las responsabilidades de los participantes corporativos, como los accionistas, el consejo de administración (CA), los funcionarios y administradores, y otros participantes empresariales, así como las reglas y los procedimientos para la toma de decisiones corporativas.

Una dimensión de GC que ha sido ampliamente estudiada en la literatura internacional es el CA, el cual se define como el máximo órgano de gobierno de la sociedad, en el que los accionistas y propietarios de las empresas delegan su responsabilidad. Es el lugar en el que se toman las decisiones que afectarán a todos los ámbitos de la empresa. Además estas decisiones conformarán la pauta de funcionamiento de los ejecutivos de la compañía. La creación de un CA implica, según la legislación, el cumplimiento de una serie de requisitos formales como lo es su registro, estructura y reglamentos que convierte a sus miembros en gestores y responsables de la compañía. La composición del CA se refiere a su tamaño, porcentaje de consejeros independientes, porcentaje de mujeres que integran el CA y la dualidad COB-CEO¹. Por su parte, la estructura de capital se define como la mezcla específica de deuda a largo plazo y de capital. La estructura óptima de capital surgió desde inicios de la década de 1950 con el concepto tradicional de estructura financiera, que defendía la idea de una combinación óptima entre capital propio y deuda, buscando minimizar el costo de capital y maximizar el valor de la empresa.

¹ La dualidad COB-CEO se refiere cuando una persona ocupa ambas posiciones, en donde COB es el presidente del CA y CEO es la posición ejecutiva más alta de la empresa (director general).



Luego apareció el concepto de irrelevancia sobre el valor de la empresa propuesta por Modigliani y Miller en 1958, en donde se enuncia que en mercados perfectos las decisiones de estructura financiera no afectan el valor de la empresa. Estas dos tesis basan sus supuestos en mercados de capitales perfectos y a su vez resultan contradictorias en sus resultados. Ya en 1963 dichos autores publicaron otro artículo en donde incluían en su modelo inicial los impuestos de sociedades, dando marcha atrás a sus conclusiones iniciales y sugiriendo que la empresa debe endeudarse al máximo para aprovechar la ventaja fiscal de la deuda (Zambrano-Vargas y Acuña-Corredor, 2011).

El objetivo de este estudio es analizar la influencia de la composición del CA sobre el nivel de endeudamiento en empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) en los sectores de materiales e industrial durante el periodo 2009-2013. Nuestra muestra de estudio se integra de 20 empresas del sector de materiales y de 28 empresas del sector industrial, dando un total de 48 empresas. El total de observaciones empresa-año es de 207. El trabajo pretende responder a las siguientes preguntas de investigación: ¿Cuál es el efecto de la composición del consejo sobre el nivel de endeudamiento en las empresas cotizadas mexicanas? ¿Existen diferencias significativas en la estructura del consejo y el nivel de endeudamiento en los sectores bajo estudio? El trabajo está estructurado de la siguiente forma. En la segunda sección se describe el marco teórico. En el apartado tres se muestra la metodología de investigación. En la sección cuatro se analizan los resultados del estudio, y finalmente en la última sección se describen las conclusiones, limitaciones y futuras de líneas de investigación.



Marco Teórico

Contexto del gobierno corporativo a nivel mundial

El entorno global actual requiere de mayor transparencia y mejores prácticas de GC. Los inversionistas buscan mejores condiciones de seguridad y responsabilidad en la presentación de la información y en las políticas y procedimientos de administración y gobierno. Mediante las presiones de los inversionistas, varios países han emitido lineamientos y principios de GC a través de los Códigos de Mejores Prácticas (CMP). Estos códigos muestran diferencias que van en línea con el entorno institucional, legal y estructura económica de cada país. El primer código de buen gobierno publicado fue en 1992 en Reino Unido, el “Cadbury Report”, a raíz del cual se han emitido una serie de códigos a nivel internacional. En España fue el Código Olivencia de 1998 el que establece las bases de GC en el contexto español, al que le siguió el Código Aldama en 2003. Hoy en día las recomendaciones del Código Olivencia y Aldama han quedado estandarizadas a través del Código Unificado de buen gobierno o Código Conthe, aprobado en mayo de 2006. De acuerdo con el Instituto Europeo de Gobierno Corporativo, desde 1992 a marzo de 2009, 73 países habían emitido 253 códigos de buen gobierno, principios y recomendaciones de GC no siempre siendo el gobierno el órgano





impulsor de éstos (Puentes-Poyatos, Velasco-Gámez y Vilar-Hernández, 2010). Estos códigos han configurado lo que se denomina “Buen Gobierno Corporativo”. En Latinoamérica, el desarrollo más importante de GC surge a principios de los años noventa. Latinoamérica ofrece una oportunidad para que las empresas envíen señales confiables hacia los inversionistas con la adopción voluntaria de prácticas y políticas de buen GC, que compensen parcialmente la deficiencia legal que opera en el entorno (Garay y González, 2008).



Son diversos los factores que hacen que los sistemas de GC difieran e impacten en el desempeño de la empresa. Por un lado, los aspectos propios a la firma como su estructura de capital, mecanismos de compensación a sus ejecutivos, toma de decisiones y sistemas de control. Por otro lado, factores externos, como el sistema legal, el mercado de control corporativo, el mercado laboral gerencial y el grado de competencia (García-Meca y Sánchez-Ballesta, 2009). El concepto de GC surge a través de inconformidades nacionales e internacionales de los organismos empresariales, ya que su objeto era mejorar la confiabilidad y la transparencia desde el ámbito económico. Es por ello, que la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) estableció en el año de 1999 por primera vez unos “Principios de GC”, los cuales se han convertido en un referente mundial para los responsables políticos, inversionistas, empresas y otras partes interesadas de todo el mundo. Los principios son un instrumento vivo que ofrece normas no vinculantes y buenas prácticas, así como orientación sobre la aplicación, que puede ser adaptada a las circunstancias específicas de los distintos países y regiones. Estos principios han sido actualizados para mejorar el contexto de GC (OCDE, 2004). Según la OCDE, el GC es el mecanismo que asegura la eficiencia, equidad, transparencia y resultados mediante acciones directivas seguidas por la organización, a fin de lograr razonabilidad, rendición de cuentas, resultados, transparencia y responsabilidad. Por otro lado, el Código de Mejores Prácticas Corporativas (CMPC) define el GC como el sistema bajo el cual las sociedades son dirigidas y controladas. Esta definición involucra al conjunto de principios y mecanismos que diseñan e integran los órganos de gobierno de la empresa (CCE, 2010).



Contexto del gobierno corporativo en México

Hoy en día México enfrenta una situación económica y social cada vez más difícil, lo que desde el punto de vista de las empresas, representa una mayor vulnerabilidad ante los mercados globales y mayores retos para los directivos. El desarrollo del GC en México ha ido ligado a la evolución del mercado de valores debido a la necesidad que hay de establecer reglas precisas de responsabilidad administrativa y ética, así como de revelar y transparentar la información de las empresas públicas. A iniciativa del Consejo Coordinador Empresarial (CCE) se constituye un Comité de Mejores Prácticas Corporativas en junio de 1999, emitiendo la primera versión del CMPC. En noviembre de 2006 se realizó la primera revisión del CMPC y se publica la segunda versión, y la tercera revisión fue en abril de 2010. El código no es de





observancia obligatoria, sino que propone conductas y parámetros para las funciones de los órganos administrativos. El CMPC en México integra las dimensiones de asamblea de accionistas, CA, función de auditoría, función de evaluación y compensación y función de finanzas y planeación, las cuales a su vez están integradas de 51 prácticas de GC.

El CMPC y la Nueva Ley del Mercado de Valores buscan establecer mecanismos de confianza para atraer inversión, incrementar la competitividad de las empresas, buscar mayor transparencia en la información corporativa y establecer controles que eviten manejos indebidos de la información. Por otra parte, la nueva Ley de Mercado de Valores de México, vigente a partir de 2006, incorpora prácticas y principios de buen GC contenidos como recomendaciones en el CMPC para hacerlas aplicables a las emisoras de valores en la Bolsa. En México, el control de la propiedad de la mayoría de las empresas cotizadas se encuentra en manos de la familia, por lo que la administración puede llegar a ser manipulada, implicando fallas en los controles internos; es decir, en muchos casos los familiares ocupan cargos directivos, sin tomar en cuenta que pueden no ser las personas idóneas para ocupar dichos puestos, lo que genera incompetencia y la posibilidad de que se den fraudes en la empresa (Briano, Argente y Rodríguez, 2011). En este contexto, la Circular Única de Emisoras (CUE) modificada en 2009, obliga a las empresas cotizadas a publicar su reporte anual y el grado de adhesión al CMPC.



Dimensiones del gobierno corporativo

El GC se integra por diversas dimensiones que garantizan la operatividad de las empresas la toma de decisiones efectiva. El CA constituye una de las dimensiones más relevantes de GC y es un mecanismo de supervisión de los accionistas. Su objetivo fundamental es contribuir con opiniones basadas en la experiencia empresarial que permitan de manera efectiva proteger y acrecentar el valor del negocio. El CA debe en principio tener clara la definición de sus responsabilidades para a partir de ello, habilitar una actuación profesional que derive en alto valor para la compañía, cuidando en todo momento no subsidiar, no duplicar y no dejar de hacer sus funciones, lo cual implica un ejercicio de dirección estratégica y fortalecimiento del negocio (ACAD, 2012). El endeudamiento es una dimensión relevante dentro de la empresa ya que constituye un mecanismo supervisor del desempeño corporativo y establece la política de dividendos con el fin de aumentar la retribución anual de los accionistas y fomentar el buen funcionamiento del GC (Palacín-Sánchez, 1997). Castrillo-Lara y San Martín-Reyna (2007) muestran que el incremento en la deuda se puede traducir en una buena inversión para la empresa ya que la posibilidad de quiebra induce a los directivos a tomar un comportamiento que trata de reducir la probabilidad de dicha quiebra, en consecuencia, los directivos intentarán tomar decisiones más efectivas que propicien la creación de valor de la empresa.





Desarrollo de hipótesis de estudio

Los problemas relacionados con la separación de la propiedad y el control fueron analizados desde los economistas institucionales clásicos. Veblen (1914) visualizó el efecto de las finanzas corporativas sobre la propiedad y el control de la firma (Rutherford, 2001); mientras que Berle y Means (1932) y Coase (1937) sostuvieron que la propiedad de las grandes empresas estaba dispersa entre un elevado número de accionistas, lo cual implicaba que el control estuviese en manos de los directivos de las empresas. De esta manera, se identifica un conflicto de intereses entre accionistas y directivos, ya que los primeros solo buscan los beneficios monetarios mientras que la gestión va en busca del prestigio, dinero y poder de la empresa (García-Soto, 2003). La teoría de la agencia surge en EE.UU. y Reino Unido, siendo el contexto legal e institucional de estos países favorable a la aplicación eficiente de los contratos de agencia (Peng, 2003). La teoría de la agencia está relacionada con la teoría de los derechos de propiedad y la teoría de los costos de transacción y define a la firma como una serie de relaciones contractuales entre los individuos, quienes poseen derechos residuales sobre los activos y flujos de efectivo de la organización. Se entiende que una relación de agencia surge cada vez que un individuo depende de la acción de otro, y da lugar a un contrato bajo el cual una o más personas (el principal) encarga a otra persona (el agente) el desempeñar algunos servicios en su nombre (Pratt y Zeckhauser, 1991; Jensen y Meckling, 1976).

De acuerdo con García-Soto (2003) dentro de la teoría de la agencia se pueden distinguir dos corrientes de investigación diferenciadas, la teoría positiva de la agencia y la teoría del principal-agente, las cuales comparten características similares que proponen que los costos de agencia se minimizan a través del proceso de contratación. La teoría positiva de la agencia, se caracteriza por estar poco formalizada, carecer de orientación matemática, ser de carácter empírico y centrarse, fundamentalmente, en el estudio de grandes empresas. La segunda corriente, llamada teoría principal-agente, se caracteriza por ser menos abstracta que la primera, posee una orientación matemática y a diferencia de la primera teoría que se centra en el estudio de grandes empresas, ésta lo hace en un conjunto más amplio de organizaciones.

La independencia del consejo y el nivel de endeudamiento

Para la teoría de la agencia, el CA es un instrumento de control que reduce los costos de agencia para maximizar la riqueza de los accionistas. Es una herramienta que disminuye la tensión entre la dirección y los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). El CA debe estar integrado por consejeros independientes de acuerdo con el marco regulatorio o códigos de buen gobierno. Las responsabilidades de los consejeros independientes incluyen contribuir a la estrategia y la supervisión gerencial, así como garantizar la dotación necesaria de personal de los comités de apoyo. Las decisiones de los





consejeros independientes generalmente velan por los intereses de la empresa dejando a un lado los intereses personales de los miembros de la familia.

Con respecto a la relación entre el CA y el nivel de endeudamiento de la empresa, Fatma y Dufour (2005) muestran evidencia de una relación positiva entre la presencia de los consejeros independientes y el apalancamiento de la empresa. Es decir, los miembros independientes, cuya función es asegurar la asignación de recursos permite a la empresa aumentar su credibilidad y por lo tanto su capacidad para endeudarse. Por el contrario los consejeros familiares prefieren mantener el control exclusivo y evitan el financiamiento externo. La presencia de consejeros independientes disminuye el costo de la deuda siempre y cuando las condiciones crediticias sean favorables o la demanda de las empresas por el endeudamiento sea baja (Bradley y Chen, 2015). Por el contrario, el costo de la deuda aumenta cuando las condiciones de crédito son desfavorables o la demanda de endeudamiento empresarial es alta. La deuda se percibe como una variable representativa del nivel de dependencia del consejo, ya que son precisamente los CA independientes los que cuentan con la reputación y credibilidad necesaria para acceder con mayor facilidad al préstamo bancario (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 2000). Es decir, los consejeros independientes suelen establecer políticas corporativas que aumentan el riesgo empresarial lo cual pudiera incidir en un mayor endeudamiento. Por lo tanto la hipótesis a comprobar en este estudio es la siguiente.

H1. A mayor proporción de consejeros independientes mayor nivel de endeudamiento en las empresas cotizadas mexicanas.

El tamaño del consejo y el nivel de endeudamiento

Según Cai, Keasey y Short (2006), los CA pequeños han ganado popularidad, dado que los de mayor tamaño generan mayores costos y burocracia, lo que lleva a disminuir la transparencia corporativa. Según Gandía (2008), el CA deberá estar integrado por un número razonable de consejeros. El tamaño óptimo del consejo incide en su buen funcionamiento y en su capacidad supervisora. Existe un debate en la literatura en relación al efecto del tamaño del CA sobre la política y estructura financiera de la empresa. Por un lado, John y John (1993) sostienen que la discusión de las decisiones en grupos pequeños favorece una política de financiamiento agresiva. En la misma línea, Wang (2012) pone en evidencia que las empresas que constituyen CA pequeños adoptan políticas más conservadoras de endeudamiento, aunque prefieren tomar mayor riesgo en las decisiones de inversión. Es decir, entre más pequeños sean los consejos se debe seguir una política conservadora de endeudamiento. Dado lo expuesto se establece la siguiente hipótesis.

H2. A mayor tamaño del consejo, mayor nivel de endeudamiento en las empresas cotizadas mexicanas.



La participación femenina en el consejo y el nivel de endeudamiento

Diversos son los trabajos empíricos cuyos resultados se muestran a favor de la mejora de la gestión empresarial gracias a la participación de la mujer en los cargos de alta dirección, tanto desde un enfoque laboral, organizativo y financiero. En este contexto, Burke (1997), concluye que las empresas que contaban con mujeres en el consejo poseían una ventaja competitiva que se traducía en mayores ventas. Bilimoria (2000) apoya el argumento de que la presencia femenina no solo mejora la reputación, sino que también mejora la dirección estratégica al integrar una visión más global de la empresa. Conforme a la literatura de GC tradicional, tanto la deuda como la participación directiva representan dos mecanismos de control básicos en la empresa, dada su capacidad para alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas. La independencia del CA fortalece el entorno institucional en países con baja protección del accionista minoritario al contrarrestar la discrecionalidad de los grupos mayoritarios (Pindado y De la Torre, 2006). Existe además una relación menos patente pero efectiva entre esa participación femenina y el nivel de deuda, lo que puede explicarse desde la creencia, compartida en otros países, de que la diversidad es un detonante fundamental de la independencia del CA y de que son precisamente los CA independientes los que logran la reputación y credibilidad necesaria para acceder más fácilmente al financiamiento. No obstante, la falta de relación entre la presencia femenina y el grado de participación directiva cabría hacer pensar que esta independencia del consejo es percibida desde el exterior, pero no se cumple en el seno de la empresa. Por lo tanto la hipótesis que planteamos en esta investigación es la siguiente.

H3. La participación femenina incrementa el nivel de endeudamiento en las empresas cotizadas mexicanas.

COB-CEO dualidad y el nivel de endeudamiento

La dualidad COB-CEO se refiere a la práctica en que una sola persona ocupa ambas posiciones. Esta variable ha sido de gran interés para investigadores, profesionales y académicos en las dos últimas décadas. El CA está configurado para monitorear a la gerencia así como al director general en la representación de los intereses de los accionistas. De acuerdo con el estudio realizado por Vintilá (2013) existe una correlación negativa entre el nivel de endeudamiento y la dualidad COB-CEO, destacando que ésta beneficia a la creación de valor dentro de la compañía debido a que trabaja con estrecha relación colaborativa con el CA. Los resultados del estudio citado muestran que la dualidad COB-CEO tiene un impacto negativo en el nivel de endeudamiento. Por tanto la hipótesis propuesta es:

H4. La dualidad COB-CEO disminuye el nivel de endeudamiento en las empresas cotizadas mexicanas.





Metodología de la Investigación

Muestra de estudio

El estudio se centra en las empresas cotizadas en la BMV, correspondientes a los sectores de materiales e industrial, ya que estos sectores representan cerca del 50% de las empresas cotizadas en México, excluyendo las empresas que pertenecen al sector bancario y de seguros, dado que su regulación es más estricta y son sujetas a un mayor escrutinio en términos de normativa y GC (Garay y González, 2008). Para el análisis se excluyeron aquellas empresas cuya información no se encontraba disponible en sus informes anuales o sitios web. En la tabla 1 se observa la integración de la muestra de estudio.

Tabla 1. Número de empresas que integran la muestra de estudio

Sector	Número de empresas	Número de observaciones
Materiales	20	90
Industrial	28	117
Total empresas	48	207

Fuente: Elaboración propia

Tipo de investigación

Se adopta un enfoque de investigación cuantitativo, ya que se trabaja tanto con variables cuantitativas (razones financieras), así como con algunas variables dicotómicas. El modelo de regresión múltiple proporciona un nivel explicativo al estudio. Se utilizará el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) para estudiar la relación entre el nivel de endeudamiento y las variables relacionadas a la composición del CA. La información relacionada con las variables del CA, las razones financieras y variables de control se recolectaron de cada una de los informes anuales a través de la técnica de análisis de contenido (Samaha et al., 2012). De acuerdo con Kothari (2009), el principio que rige en el análisis de contenido es que las palabras de un texto se pueden clasificar en categorías, y por tanto ser sujetas de comparación. La técnica utilizada para la recolección de la información fue el análisis de contenido, la cual se centra en el análisis e identificación de la información contenida en los informes anuales, ya sea a través de la búsqueda de palabras clave o por la lectura cuidadosa de la información. Una vez terminada la base de datos, se llevó a cabo el tratamiento de outliers o valores extremos, dado que éstos pueden afectar la confiabilidad de los resultados.

Especificación del modelo y medición de las variables de estudio

El análisis empírico busca analizar si el nivel de endeudamiento está asociado a la composición del consejo (tamaño del CA, independencia del CA, participación femenina en el CA y dualidad COB-CEO). La ecuación [1]



muestra el modelo a estimar, mientras que la tabla 2 describe las variables integradas en el modelo.

Ecuación 1. Modelo empírico

$$Lev = \alpha_i + \beta_1 BS_i + \beta_2 BI_i + \beta_3 Gender_{it} + \beta_4 Duality_{it} + \beta_j [controls_{it}] + \mu_i$$

Donde:

$\beta_j [controls_i]$ = Conjunto de variables de control (tamaño y edad de la empresa, años cotizando en la bolsa, rentabilidad de la empresa (ROA y ROE) y las variables dummies para el sector industrial y el año de estudio) (Wang, 2012).

μ_i = Término de error.

Tabla 2. Definición y medición de las variables de estudio

Variable	Definición	Signo esperado	Fuente
<i>Variable dependiente</i>			
<i>Lev</i>	Nivel de endeudamiento (Valor en libros del total de deuda/Activos Totales)		Wang (2012)
<i>Variables independientes</i>			
<i>BI</i>	Independencia del consejo: Proporción de consejeros externos con respecto al total de miembros en el consejo.	+	Fatma y Dufour (2005); La Porta et al. (2000)
<i>BS</i>	Tamaño del consejo: Número de miembros en el CA.	+	John y John (1993)
<i>Gender</i>	Porcentaje de mujeres que participan en el consejo con respecto al total de consejeros.	+	Bilimoria (2000) Pindado y De la Torre (2006)
<i>Duality</i>	Dualidad del COB-CEO: Variable dicotómica que toma el valor de 1 si ambas posiciones son sostenidas por la misma persona y de 0 en caso contrario.	-	Vintilá (2013)

Fuente: Elaboración propia.

Análisis de Resultados

Análisis descriptivo

En la tabla 3 se muestran los estadísticos descriptivos para las variables correspondientes al CA. Se observa que la independencia del consejo en el sector industrial tiene una media de 0.69, en tanto que en el sector de materiales se registra un promedio de 0.34. Con respecto al tamaño del CA, el sector industrial obtiene un término medio de 12 consejeros, en tanto que el sector de materiales de 11 consejeros. Se observa un índice de participación





femenina muy bajo en el sector de materiales (2%), en comparación con el industrial, el cual obtiene un 9%. Finalmente, los resultados muestran mayor dualidad COB-CEO en el sector industrial (32.5%), en tanto que el sector de materiales obtiene un 16.7%.

Tabla 3. Estadísticos descriptivos para el consejo de administración

Variables del consejo de administración	Sector industrial									
	MATERIALES					INDUSTRIAL				
	Media	Máximo	Mínimo	Desviación estándar	% de la columna	Media	Máximo	Mínimo	Desviación estándar	% de la columna
Tamaño del consejo	11	18	6	3		12	21	7	3	
Independencia del consejo	.34	.75	0.00	.24		.69	7.00	0.00	1.27	
Índice de feminidad	.02	.22	0.00	.05		.09	3.00	0.00	.35	
Dualidad No dualidad					83.3%					67.5%
COB-CEO Dualidad					16.7%					32.5%

Fuente: Elaboración propia

La tabla 4 muestra los estadísticos descriptivos para las variables financieras y corporativas. Se observa que las empresas de materiales son más antiguas con una mediana de 3.37. Se puede decir que el sector de materiales es más rentable con una media de .07. Se señala que las empresas del sector industrial son las más endeudadas con una media de .53. Además en los resultados las empresas que tiene más tiempo cotizando son las de materiales con una media de 23.29.

Tabla 4. Estadísticos descriptivos para variables financieras y corporativas

Variables financieras y corporativas de la empresa	Sector industrial										
	MATERIALES					INDUSTRIAL					
	Media	Máximo	Mediana	Mínimo	Desviación estándar	Media	Máximo	Mediana	Mínimo	Desviación estándar	
Ln edad de la empresa	3.03	4.41	3.37	0.00	1.22	3.07	4.44	3.22	1.10	.73	
Años de cotización	23.29	62.00	19.00	-1.00	18.35	17.62	62.00	14.00	0.00	14.43	
ROA	.07	.54	.04	-.23	.12	.04	.28	.04	-.11	.07	
ROE	.14	1.87	.10	-.30	.26	.05	.54	.09	-2.74	.34	
Endeudamiento total	.44	1.70	.43	0.00	.28	.53	.98	.53	0.00	.20	
Tamaño de la empresa (Ln)	14.47	19.59	14.64	10.91	1.67	13.09	19.39	14.13	0.00	4.31	

Fuente: Elaboración propia

Análisis de correlación

La tabla 5 describe un número de correlaciones significativas entre la variable dependiente (nivel de endeudamiento) y las variables independientes (estructura del consejo) y de control. Se observa que el nivel de endeudamiento está relacionado de forma significativa y positiva con el tamaño del consejo, la independencia del CA, dualidad COB-CEO, el sector industrial, la edad de la empresa y los años de cotización. Por su parte, el análisis pone en evidencia una asociación negativa entre el nivel de endeudamiento y la rentabilidad y tamaño de la empresa. Estas correlaciones muestran valor P (significancia) de 0.01 y 0.05.





Análisis de regresión múltiple

La tabla 6 muestra que el modelo multivariable es significativo (P valor = 0.000). Las variables explicativas referidas a la composición del consejo y las de control explican el 46.2% del modelo (valor de R), en tanto que el R cuadrado es del 21.4%, lo cual va en línea con literatura previa en el área de GC. Para evaluar la multicolinealidad potencial entre las variables, se analizaron las variables explicativas y de control y se calcularon los factores de inflación de la varianza (VIF), los cuales mostraron estar por debajo de 2 y el nivel de tolerancia por encima de 0.60, lo cual descarto los problemas de correlación y multicolinealidad entre variables. La tabla 7 muestra dichos estadísticos y los resultados del análisis de regresión múltiple.



Para comprobar las relaciones entre el nivel de endeudamiento y la composición del CA se realizó el análisis de regresión múltiple. El modelo en sí se derivó de la agregación de la variable a explicar, es decir el nivel de endeudamiento total, y las variables explicativas referidas a la estructura del CA (tamaño, independencia, participación femenina y dualidad COB-CEO), así como las variables de control. Las variables que resultaron ser significativas en el modelo fueron: tamaño del CA con una asociación positiva (valor de $p = 0.01$), independencia del consejo con una influencia negativa (valor de $p = 0.05$), el sector industrial (valor de $p = 0.10$), la edad de la empresa con influencia negativa (valor de $p = 0.10$), la rentabilidad con una asociación negativa (valor de $p = 0.01$) y el tamaño de la empresa que influye negativamente (valor de $p = 0.01$). Ver tabla 7.



En este contexto, la hipótesis aceptada es la 2 la cual sostiene que el tamaño del CA incide positivamente en el nivel de endeudamiento, en tanto que la hipótesis 1 a pesar de ser significativa, su impacto es negativo, lo cual nos lleva a rechazar esta hipótesis. En el caso de las empresas cotizadas mexicanas del sector industrial y de materiales, los resultados empíricos muestran que los consejos de mayor tamaño favorecen un endeudamiento más alto ($p = 0.01$), mientras que la independencia del CA tiene un efecto contrario al menos en el caso de México ($p = 0.05$). Esto podría deberse al entorno institucional y normativo de México, el cual se caracteriza por ser débil y con una baja protección de los inversionistas, lo que incide en una aversión al riesgo y al endeudamiento, además de no contar con un entorno favorable al crédito. Se observa además que las variables de control referidas al sector industrial ($p = 0.10$), la edad de la empresa (0.10), la rentabilidad [ROA] (0.01) y el tamaño de la empresa ($p = 0.01$) son factores que inciden en el nivel de endeudamiento. Por ejemplo, es de esperarse que las empresas de más edad, más rentables y de mayor tamaño, estén menos endeudadas, ya que son autosuficientes y pueden autofinanciarse en nuevos proyectos (Wang, 2012). Por su parte, las variables que no resultaron significativas son las de participación femenina en el CA, dado que su participación es mínima en México en comparación con otros países, la dualidad COB-CEO, el año de estudio, los años de cotización y el ROE.





Tabla 5. Análisis de correlación entre las variables de estudio

Variables	Endeudamiento total	Tamaño del consejo	Independencia del consejo	Índice de feminidad	Dualidad COB-CEO	Sector industrial	Año de estudio	Ln edad de la empresa	Años de cotización	ROA	ROE	Tamaño de la empresa (Ln)
Endeudamiento total	1.00											
Tamaño del consejo	.226 ^{**}	1.00										
Independencia del consejo	.148 [*]	.165 [*]	1.00									
Índice de feminidad	.035	.172 [*]	-.024	1.00								
Dualidad COB-CEO	.197 ^{**}	.217 ^{**}	.273 ^{**}	.001	1.00							
Sector industrial	.171 [*]	.049	.174 [*]	.124	.180 ^{**}	1.00						
Año de estudio	.201 ^{**}	.077	-.033	-.063	.058	.113	1.00					
Ln edad de la empresa	.119	.086	.260 ^{**}	.024	.256 ^{**}	.023	.121	1.00				
Años de cotización	.137	.164 [*]	.464 ^{**}	-.042	.151 [*]	-.171 [*]	.121	.787 ^{**}	1.00			
ROA	-.275 ^{**}	.025	-.069	-.024	-.143 [*]	-.122	-.014	-.268 ^{**}	-.136	1.00		
ROE	-.221 ^{**}	.113	-.016	.025	-.171 [*]	-.151 [*]	-.145 [*]	-.189 ^{**}	-.035	.547 ^{**}	1.00	
Tamaño de la empresa (Ln)	-.336 ^{**}	-.065	-.641 ^{**}	.080	-.437 ^{**}	-.198 ^{**}	-.164 [*]	-.209 ^{**}	-.176 [*]	.233 ^{**}	.473 ^{**}	1.00

** La correlación es significativa en el nivel 0,01 (2 colas).

* La correlación es significativa en el nivel 0,05 (2 colas).

Fuente: Elaboración propia



Tabla 6. Resumen del modelo R cuadrado obtenido en el modelo de regresión múltiple

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación	Estadísticas de cambios				
					Cambio de cuadrado de R	Cambio en F	df1	df2	Sig. Cambio en F
Variable dependiente: Endeudamiento	.462 ^a	.214	.169	.21913	.214	4.730	10	174	.000

a. Predictores: (Constante), ROE, Año de estudio, Independencia del consejo, Índice de feminidad, Sector industrial, Tamaño del consejo, Ln edad de la empresa, Dualidad COB-CEO, ROA, Tamaño de la empresa (Ln)

Fuente: Elaboración propia



Tabla 7. Análisis de regresión múltiple y factores de tolerancia e inflación de la varianza

Variable	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados		t	Sig.	Estadísticas de colinealidad	
	B	Error estándar	Beta	Beta			Tolerancia	VIF
(Constante)	9.483	24.202			.392	.696		
Tamaño del consejo	.014	.005	.184		2.527	.012	.847	1.181
Independencia del consejo	-.057	.028	-.240		-2.069	.040	.332	3.013
Índice de feminidad	.024	.062	.027		.391	.696	.924	1.082
Dualidad COB-CEO	.011	.041	.021		.273	.785	.734	1.362
Sector industrial	.067	.037	.138		1.794	.075	.761	1.314
Año de estudio	-.004	.012	-.025		-.361	.719	.932	1.073
Ln edad de la empresa	-.054	.031	-.214		-1.704	.090	.284	3.519
Años de cotización	.004	.002	.224		1.609	.109	.231	4.325
ROA	-.682	.218	-.262		-3.130	.002	.639	1.564
ROE	.069	.074	.091		.928	.355	.467	2.141
Tamaño de la empresa (Ln)	-.027	.008	-.405		-3.399	.001	.316	3.163

a. Variable dependiente: Endeudamiento total

Fuente: Elaboración propia





Conclusiones y Limitaciones

El gobierno corporativo ha cobrado gran importancia a nivel mundial y regional, y ha sido adoptado como una herramienta estratégica por parte de las empresas cotizadas para mantener la integridad y confianza de los inversionistas en los mercados de capitales. Una extensa literatura ha analizado la posible relación entre las dimensiones de GC y el desempeño empresarial y financiero, pero en el caso mexicano la literatura es escasa. Por su parte la estructura de capital constituye un elemento clave en la toma de decisiones empresariales y de inversión.



El presente estudio analizó la influencia de la estructura del CA referida a su tamaño, independencia, participación femenina y dualidad COB-CEO sobre el nivel de endeudamiento. Para ello, se estudiaron las empresas cotizadas mexicanas del sector de materiales e industrial, los cuales capturan cerca del 50% del total de las empresas. De acuerdo a la teoría de la agencia el CA el cual constituye el principal órgano supervisor de la actuación gerencial influye significativamente en el nivel de endeudamiento. Los resultados empíricos de este estudio ponen de manifiesto que el tamaño del CA influye positivamente en el endeudamiento de las empresas cotizadas, por lo que se acepta la hipótesis 2, la cual hace sustenta que entre mayor número de consejeros participen en la toma de decisiones financieras, éstos promoverán mayores niveles de endeudamiento. Por otro lado, a pesar de que la independencia del CA resulta ser significativa pero de forma negativa, lo cual nos lleva a rechazar la hipótesis 1, referida a que la independencia del CA incrementa el nivel de endeudamiento. Esto podría deberse al entorno institucional que opera en México (Bradley y Chen, 2015). Las variables de índice de feminidad y dualidad COB-CEO no son significativas en el análisis, lo que nos lleva a rechazar las hipótesis 3 y 4. También es interesante observar que las características de la empresa como son su edad, rentabilidad (ROA) y tamaño influyen de forma negativa en las decisiones de apalancamiento. Por su parte el sector industrial obtuvo un mayor índice de endeudamiento comparado con el sector de materiales.



Existen varias limitaciones en este estudio. En primer lugar, solamente se analizaron dos sectores de las empresas que cotizan en México. Por otro lado se utilizó el análisis de regresión lineal, el cual no resuelve los problemas de causalidad entre variables, sin embargo no contábamos con las observaciones suficientes. No obstante, a pesar de las limitaciones mencionadas, los resultados son interesantes para el caso de México. Además este estudio se puede extender en un futuro para el resto de sectores e incluso para otros países latinoamericanos.



Bibliografía

- ACAD. (2012). *Asesores de Consejo y Alta Dirección*. Obtenido de Asesores de Consejo y Alta Dirección: <http://www.acad-mx.com/publicaciones/Responsabilidades%20de%20los%20Miembros%20del%20Consejo%20de%20Administraci%C3%B3n.pdf>
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. Nueva York: .
- Bilimoria, D. (2000). Building the business case for women corporate directors. *Kluwer Academic Publishers*, 25-40.
- Briano Turrent, G. C., Argente Linares, E., & Rodríguez Ariza, L. (2011). *La Regulación Sobre Gobierno Corporativo en Latinoamérica y España*. XIV encuentro aeca. 1-19.
- Burke, R. J. (1997). Women directors: selection, acceptance and benefits of board membership. *Corporate Governance*, 5(3), 118-125.
- Cai, C. X., Keasey, K., & Short, H. (2006). Corporate governance and information efficiency in security markets. *European Financial Management*, 12(5), 763-787.
- Castrillo Lara, L. Á., & San Martín Reyna, J. M. (2007). La propiedad familiar como mecanismo de gobierno disciplinador de la dirección en las empresas. *Revista de Contaduría y Administración* (222), 59-82.
- CCE. (2010). *Código De Mejores Prácticas Corporativas*. Obtenido de Código De Mejores Prácticas Corporativas: <http://www.cce.org.mx/wp-content/uploads/2014/10/CMPC.pdf>
- Bradley, M. y Chen, D. (2015). *Does Board Independence Reduce the Cost of Debt?* *Financial Management*, 44 (1), 15-47.
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Fatma, T., & Dufour, D. (2005). Une analyse de la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration: contrôle ou conseil. *Centre de Recherche en Ingénierie Financière et Finances publiques (CRIFP)*.
- Gandía, J. L. (2008). Determinants of interest-based corporate governance disclosure by Spanish listed companies. *Online Information Review*, 32(6), 791-817.
- Garay, U., & González, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194-210.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- John, T., & John, K. (1993). Top-management compensation and capital structure. *J Finance*, 48, 949-974.
- Kothari, S. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis. *The Accounting Review*, 84(5), 1639-1670.





- La Porta, R., López de Silanés, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). 'Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(3), 3-27.
- OCDE. (2004, ABRIL 16). *Principles of Corporate Governance*. Retrieved from Principles of Corporate Governance: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- Palacín Sanchez, M. J. (1997). *El mercado de Control de las Empresas: Caso Español*. Retrieved from El mercado de Control de las Empresas: Caso Español: file:///C:/Users/Docente/Downloads/Dialnet-LaPoliticaDeDividendosEnLasEmpresasDelIBEX35-2519594%20(2).pdf
- Peng, M. (2003). Institutional transitions and strategic choices. *Academy of Management*, 28(2), 275-296.
- Pindado, J., & De la Torre, C. (2006). The Role of Financing, Investment and Dividend Decisions in Explaining Corporate Ownership Structure: Evidence from Spain. *European Financial Management*, 12(5), 661–687.
- Pratt, J. W., & Zeckhauser, R. J. (1991). *Principals and agents: The structure of business*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- Puentes Poyatos, R., Velasco Gámez, M., & Vilar Hernández, J. (2010). *El Buen Gobierno Corporativo En Las Sociedades Cooperativas*. Mexico, D.F.
- Rutherford, M. (2001). Institutional economics: Then and now. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(3), 173-194.
- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K., & Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting*, 28(1), 168-178.
- Veblen, T. (1914). *The instinct of workmanship and the state of the industrial arts*. New York: Augustus M. Kelley.
- Vintilá Ph D, G. (2013). Study on CEO Duality and Corporate Governance of Companies Listed in Bucharest Stock Exchange. *Revista 88 Română de Statistică – Supliment Trim II/2013*, 1-6.
- Wang, C.-J. (2012). Board size and firm risk-taking. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38(4), 519-542.
- Zambrano Vargas, S. M., & Acuña Corredor, G. A. (2011). Estructura de Capital. *Evolución Teórica. Criterio Libre*, 9(15), 81-102.