

LA PROPIEDAD Y EL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS MEXICANAS ENTRE 2005 Y 2018

El presente trabajo muestra las relaciones entre la propiedad y el gobierno corporativo con el desempeño de una muestra de 68 empresas no financieras que cotizaron sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores entre 2005 y 2018. Desde las perspectivas legalista, teoría de la agencia y dependencia de recurso, realizamos una revisión de la literatura sobre los estudios más recientes que investigaron las relaciones de estas variables en muestras de diferentes países, las que reportaron resultados diferentes entre ellas. Consideramos como variables de propiedad la concentración y el tipo, y como variables de gobierno corporativo el tamaño e independencia del consejo. Las variables de desempeño que calculamos fueron crecimientos anuales y acumulados de indicadores financieros de rentabilidad, crecimiento y eficiencia. Las herramientas estadísticas que empleamos fueron pruebas T de muestras independientes y análisis de regresión lineal. Los resultados mostraron que el tamaño del consejo está negativamente relacionado con el desempeño de la empresa y que la independencia tiene una relación positiva con el desempeño. También se identificó que las empresas con menor independencia en sus consejos tienen mayor crecimiento en sus ingresos apalancados con una mayor inversión en activos reduciendo la eficiencia de la empresa. Los resultados abren la posibilidad de estudiar el desempeño empresarial desde la perspectiva de la gestión e incentivos de los propietarios.

Palabras clave: Gobierno corporativo, Propiedad, Consejo de administración, Desempeño

INTRODUCCIÓN

La influencia de la propiedad y el gobierno corporativo en el desempeño de las empresas ha sido un tema de interés cada vez más relevante para los investigadores. Los estudios en muestras de diferentes países no han sido concluyentes y han reportado diferentes relaciones entre los atributos de la gobernabilidad y el desempeño.

Para responder la pregunta ¿la propiedad y el gobierno corporativo explican el desempeño? el presente trabajo tiene el objetivo de estudiar la influencia de la propiedad (concentración y tipo) y las características de los consejos de administración (tamaño e independencia) en el desempeño de las firmas que cotizaron en la Bolsa Mexicana de Valores durante entre 2005 a 2018. Desde las perspectivas legalista, teoría de la agencia y dependencia de recursos se buscó identificar si las prácticas de gobierno corporativa, y el cambio de sus atributos más relevantes, tuvieron relación con el desempeño empresarial medido en términos de crecimiento, eficiencia y rentabilidad anual promedio y acumulado. Analizamos una muestra de 68 compañías no financieras listadas en la Bolsa Mexicana de Valores y las herramientas estadísticas que empleamos fueron pruebas T de muestras independientes y análisis de regresión lineal. Los resultados mostraron que el crecimiento del consejo de administración tiene una relación negativa con el desempeño de las empresas mientras que la independencia tiene una relación positiva. No se encontró relación significativa entre la propiedad y el desempeño, pero sí un desempeño superior en empresas con propiedad no familiar, menor independencia y mayor concentración de propiedad.

Los resultados del trabajo contribuyen al conocimiento de las relaciones entre la propiedad y los atributos del gobierno corporativo con el desempeño de las empresas. Los resultados del trabajo abren la posibilidad de estudiar el desempeño desde otras variables para comprender mejor cómo los propietarios dirigen sus empresas y qué incentivos persiguen.

REVISIÓN DE LA LITERATURA

La propiedad de las empresas y la forma en que los propietarios se organizan para participar en las decisiones de sus compañías han sido estudiadas desde cuatro diferentes corrientes conceptuales que asignan diferentes incentivos y roles a los organismos de control de las empresas. Zahra y Pearce (1989) integraron y compararon las relaciones conceptuales de cuatro perspectivas desde donde se estudian el gobierno corporativo de las empresas y relación con la propiedad. Estas corrientes son la perspectiva Legalista (o Económica), la Teoría de la agencia, la Dependencia de recursos y la Hegemonía de clase. En su artículo mostraron las relaciones existentes entre la propiedad y el gobierno corporativo en el desempeño de la empresa vistos desde cada perspectiva. La perspectiva económica sostiene que los consejos de administración contribuyen al desempeño de la empresa pues ejercen el poder otorgado por los propietarios. La teoría de la agencia se preocupa por las amplias libertades y poderes que tienen los gerentes de las empresas para administrarlas y sobreponer su beneficio personal sobre el beneficio de los accionistas. La perspectiva de Dependencia de recursos tiene su origen en la sociología y en la teoría organizacional. Esta perspectiva plantea que la composición y las características de los consejos de administración son importantes recursos para su funcionamiento en los diferentes entornos, etapas de crecimiento y tipo de empresa. Finalmente, la perspectiva de hegemonía de clase considera que la actuación del consejo de administración se reduce a apoyar, asesorar y controlar al equipo gerencial y los incentivos que persigue son financieros y sistémicos.

La propiedad representa los derechos y obligaciones adquiridas por las inversiones que realizan los fundadores e inversionistas de las empresas y que tiene a decrecer con el crecimiento de las compañías (Berle y Means, 1932). Los propietarios de una empresa detentan los derechos de controlarla y recibir los beneficios de la explotación de sus activos (Monks y Minow, 2001). Contrario a lo propuesto por Berle y Means sobre la reducción relativa de la propiedad por parte de los accionistas mayoritarios, La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999) mostraron que los diferentes tipos de accionistas disponen de una variedad de mecanismos contractuales para ejercer sus derechos sobre las empresas y que la concentración de la propiedad se mantiene en las empresas más grandes a lo largo de varios países en el mundo. Thomsen y Pedersen (1998, 2000) ampliaron la complejidad de la propiedad al incluir el efecto que tiene la identidad del propietario en los intereses de la empresa. De acuerdo con las combinaciones de concentración e

identidad de propietario, la propiedad puede ser familiar, corporativa y gubernamental cuando se reporta concentración de propiedad, y bursátil y cooperativa cuando hay dispersión de propiedad. La propiedad familiar brinda como beneficios costos de incentivos y monitoreo bajos, así como el desarrollo de una fuente de talento directivo interno comprometido con la organización (Fama y Jensen, 1983; Besseyre des Horts, 2002; Yammeesri y Lodh, 2004; Corbetta, y Salvato, 2004). El incentivo una empresa controladora no financiera es generar un beneficio económico a través de la subsidiaria, reducir costos de transacción, así como transferir y aprovechar las capacidades específicas desarrolladas por cada subsidiaria y por la controladora en un beneficio global (Thomsen y Pedersen, 2000). Finalmente, en la propiedad con mayor dispersión el accionista mayoritario tiene menor control sobre su empresa y se obliga a brindar resultados financieros de corto plazo para responder a las expectativas de rendimiento sus inversionistas, quienes asumen un rol pasivo en la administración, con el interés es recibir un beneficio por la proveeduría de fondos a la empresa, así como liquidez de corto plazo para sus inversiones (Van Der Walt, Ingley y Diack, 2002).

El consejo de administración, por su parte, es uno de los elementos del gobierno corporativo de las empresas y sirve de enlace entre los propietarios y el equipo directivo y alinean los incentivos de los directivos. El principal papel del consejo de administración es monitorear la actuación del equipo gerencial en beneficio de los propietarios. El buen funcionamiento del gobierno corporativo depende de su composición y características, tales como el tamaño del consejo de administración, el porcentaje de participación de los consejeros independientes, la estructura del consejo de administración y la duplicidad de funciones entre el presidente del consejo de administración y el gerente de mayor nivel de la empresa (Zahra y Pearce II, 1989).

El tamaño del consejo de administración brinda diferentes beneficios y desventajas dependiendo su tamaño. Un consejo con pocos miembros trabaja enfocado y con diligencia, mientras que un consejo con muchos integrantes reúne miembros con mayor experiencia y capacidad directiva, pero con menor habilidad de trabajar en equipo (Colley, Doyle, Logan y Stettinius, 2005). Contar con consejeros independientes le brinda a todo consejo de administración la capacidad de actuar de manera independiente al accionista mayoritario

realizando mejor sus funciones de monitoreo, control y evaluación sobre el equipo directivo y atender a la vez los intereses comunes de los propietarios (Bacon, Cornett y Davidson III 1997).

La concentración y el tipo de propiedad

Los estudios empíricos sobre el efecto que tiene del tipo y concentración de la propiedad con el desempeño de la firma reportan una relación positiva entre la alta concentración de propiedad familiar y el desempeño de la empresa. En América Latina, Watkins (2018), San Martín-Reyna y Durán (2012), Steinwascher y Durán (2012) y Espinoza y Espinoza (2012) estudiaron la relación de la concentración de propiedad en las empresas públicas mexicanas y encontraron relación significativa de que a mayor concentración de propiedad mejora el desempeño financiero de las empresas, por su parte Bach, Kudlawicz y Silva (2015) reportaron la misma relación significativa en empresas de Brasil. San Martín-Reyna y Durán (2012) encontraron que la influencia de la propiedad familiar está positivamente relacionada con el resultado mientras que la propiedad no familiar está negativamente relacionada con el desempeño. En Europa, Andres (2008) reportó que la concentración de la propiedad familiar está positivamente relacionada con el desempeño de las empresas alemanas mientras que Socha y Majda-Kariozen (2017) y Giovannini (2008) mostraron datos diferentes en sus estudios en empresas polacas e italianas. Ambos estudios identificaron una relación negativa entre la propiedad familiar y el desempeño de las empresas, y en el caso de las empresas de Polonia, Socha y Majda-Kariozen (2017) reportaron una relación significativa positiva entre la propiedad institucional y el desempeño de la empresa.

H1: La concentración de propiedad está positivamente relacionada con el desempeño de la firma.

H2: La propiedad familiar está positivamente relacionada con el desempeño de la firma.

El tamaño del consejo de administración

Las investigaciones realizadas sobre la influencia del número de miembros en los consejos de administración han reportado resultados contradictorios. En Colombia, Lagos, Betancourt y Gómez (2018) en una muestra de empresas públicas mostraron una relación positiva entre el número de miembros de su junta directiva con el desempeño de la empresa; sin embargo, los resultados de Lagos, Soto, Betancourt, Enríquez y Gómez (2018) con una muestra diferente y de mayor número de empresas reportó una relación negativa entre el tamaño de su

junta directiva y el desempeño de las compañías. En Brasil, Bach, Kudlawicz y Silva (2015) presentaron una relación negativa entre el tamaño del consejo de administración y la eficiencia financiera de las empresas. Las investigaciones de Reyes-Bastida y Briano-Turrent (2018) sobre empresas colombianas y chilenas, y de Steinwascher y Durán (2012) en empresas mexicanas, no encontraron relación significativa entre el tamaño del consejo y su desempeño financiero, mientras que la investigación de Chong, Guillén y López-de-Sillanes (2009), que estudió el consejo de administración de las empresas mexicanas, no identificó relación significativa entre la composición y desempeño de las empresas mexicanas.

En Europa, las investigaciones de Giovannini (2008) y Campbell y Mínguez-Vera (2010) reportaron resultados diferentes. En su trabajo con una muestra de empresas italianas que realizaron ofertas públicas iniciales entre 1999 y 2005, Giovannini presentó que el tamaño del consejo de administración está asociado con un desempeño superior de las empresas, mientras que Campbell y Mínguez-Vera reportaron una relación negativa y significativa en una muestra de empresas españolas que nombraron consejeras mujeres entre 2003 y 2004. Otras investigaciones en países de Asia y África mostraron también resultados contradictorios entre el tamaño del consejo de administración y el desempeño de la firma. Se reportó relación positiva y significativa entre el tamaño del consejo y el desempeño de la empresa en Pakistán (Yasser, Mamun y Seamer, 2017), Indonesia (Yopie e Itan, 2016) y Malasia (Shawtari, Salem, Hussain, Alaeddin y Thabit, 2016), mientras que en India el estudio de Mehrotra y Mohanty (2018) reportó que no existía relación entre el tamaño del consejo y el desempeño de la empresa.

H3: El tamaño del consejo de administración está negativamente relacionado con el desempeño de la firma.

La independencia del consejo de administración

Los resultados de los trabajos que han evaluado la influencia entre la independencia del consejo de administración y el desempeño de la empresa también reportan efectos diferentes entre la relación de ambas variables. En México, por un lado, Watkins (2018) encontró una relación negativa significativa entre la independencia del consejo y el desempeño y San Martín-Reyna y Durán (2012) encontraron relación negativa significativa sólo en empresas no familiares, y no significativa en empresas familiares. Por otro lado, Steinwascher y Durán (2012) encontró una relación positiva significativa entre estas variables. En Colombia, Lagos, Soto,

Betancourt, Enríquez y Gómez (2018) encontraron una relación positiva entre la independencia del consejo con la utilidad operativa de la empresa, y no significativa con otros indicadores; mientras en su muestra de empresas colombianas y chilenas, Reyes-Bastida y Briano-Turrent (2018) no encontraron relación con el desempeño de la empresa.

En una muestra de empresas de España, Portugal e Italia, García-Ramos, Díaz-Díaz y García-Olalla (2017) encontraron la existencia de relación positiva significativa entre la participación de consejeros independientes y el desempeño de la empresa. Específicamente en España, Basco y Voordeckers (2015) reportaron que la influencia de los consejeros independientes afectaba negativamente al desempeño de las empresas mientras que Campbell y Mínguez-Vera (2007) reportaron una influencia positiva de los independientes en los consejos de empresas españolas. Los trabajos con muestras de empresas de India (Mehrotra y Mohanty, 2018) e Indonesia (Yopie e Itan, 2016) exponen una influencia positiva en la independencia del consejo en el desempeño de las empresas, pero la muestra en Pakistán reporta una influencia negativa (Yasser, Mamun y Seamer, 2014). Por su parte, los trabajos de Ongore, K'Obonyo, Ogutu y Bosire (2015) en Kenia y de Giovannini (2008) en Italia no mostraron una relación significativa entre la participación de consejeros independientes y el desempeño de las empresas.

H4: La independencia del consejo de administración está negativamente relacionado con el desempeño de la firma.

DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

La muestra de empresas corresponde a un grupo de 68 empresas no financieras que cotizaron sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) entre los años 2005 y 2018. La información de los estados financieros la recolectamos por medio del servicio de información Bloomberg y los datos de propiedad y gobierno corporativo los obtuvimos de los informes anuales publicados por las empresas en la BMV correspondiente a los años 2004 y 2018, datos que organizamos y clasificamos en hojas de cálculo para cuantificar las prácticas de gobernabilidad sobre tamaño e independencia del consejo, así como propiedad familiar. Con los estados financieros calculamos los indicadores de desempeño y de análisis horizontal para calcular su crecimiento medio anual y su crecimiento acumulado durante el tiempo de observación.

Las herramientas estadísticas que empleamos para el contraste de las hipótesis fueron la Prueba T de muestras independientes para la comparación de medias y el análisis de regresión lineal. Las pruebas estadísticas se realizaron en el programa SPSS 25. El propósito de la herramienta de comparación de medias fue evaluar si los atributos de propiedad y gobernabilidad corporativa de que tuvieron las empresas en el año 2004 permiten clasificar su desempeño durante los últimos años, medido en términos de crecimiento de empresa y de rentabilidad. Por medio del análisis de regresión lineal evaluamos si el cambio en el gobierno corporativo y la propiedad están asociados con el mejor desempeño en cuanto a su rentabilidad.

Para la comparación de medias consideramos indicadores de crecimiento de la empresa como el desempeño anual de sus indicadores financieros y el promedio de sus indicadores financieros anuales. Para medir el crecimiento de la empresa seleccionamos el crecimiento anual promedio y acumulado durante el período de análisis de sus ingresos totales, utilidades netas, activos totales, pasivos totales y patrimonio. Para el desempeño anual calculamos primero los indicadores que sirven para el análisis DuPont: Retorno sobre la inversión, Retorno sobre los activos, Rotación de activos, Margen neto y Multiplicador de capital, y posteriormente calculamos el promedio de los años que conforman el período de análisis. Para el análisis de regresión lineal consideramos como variables dependientes del desempeño de la firma el crecimiento promedio anual del Retorno de la inversión y del Retorno sobre los activos

Tabla 1: Variables dependientes

Códigos	Definiciones de variables
Crec_Ingresos_M	Crecimiento promedio anual de los ingresos totales
Crec_Ingresos_A	Crecimiento acumulado de los ingresos totales
Crec_UN_M	Crecimiento promedio anual de las utilidades netas
Crec_AT_M	Crecimiento promedio anual de los activos totales
Crec_AT_A	Crecimiento acumulado de los activos totales
Crec_PT_M	Crecimiento promedio anual de los pasivos totales
Crec_PT_A	Crecimiento acumulado total de los pasivos totales
Crec_Cap_M	Crecimiento promedio anual del capital total
Crec_Cap_A	Crecimiento acumulado total del capital total
ROI_M	Retorno sobre la inversión promedio anual
ROA_M	Retorno sobre los activos promedio anual
MN_M	Margen neto promedio anual
MC_M	Multiplicador de capital promedio anual
RA_M	Rotación de los activos promedio anual

Las variables de clasificación que consideramos para la comparación de medias son el porcentaje de propiedad mayoritaria y la existencia de propiedad familiar reportada al inicio del año 2005 (publicados en los reportes del año previo y en las actas de la primera reunión ordinaria del 2005) así como el tamaño del consejo de administración y el número y participación relativa de consejeros independientes de estas empresas al inicio del mismo año. La propiedad familiar se definió como aquella propiedad con una concentración de derechos de votos mayor al 30% con al menos dos integrantes de la familia en el consejo de administración, y para efectos de clasificación de asignó el valor de 0 cuando no existía propiedad familiar y 1 cuando sí existía propiedad familiar. Para el resto de variables independientes de clasificación calculamos la mediana para poder separar los grupos en dos valores con el mismo tamaño de observaciones e identificar el comportamiento de los datos.

Para el análisis de regresión lineal generamos dos modelos para cada variable dependiente (ROA y ROI). En los modelos 1 y 3 evaluamos sólo el efecto de las variables de gobierno corporativo en el desempeño empresarial por lo que consideramos como variables independientes el crecimiento acumulado del consejo de administración (CrecConsejo), de los consejeros independientes (CrecPartInd) y de la participación de consejeros independientes (CrecIndep), así como la participación inicial de consejeros independientes en el consejo de administración en el período de inicio (ParIndepIni). Para los modelos 2 y 4 añadimos como variables independientes aquellas que corresponden a la propiedad, concentración del accionista mayoritario (PropMayIni) y crecimiento de la concentración (CrecProp). Finalmente, utilizamos como variables de control el crecimiento promedio anual de los Activos totales y de los Ingresos totales, asociados con el crecimiento tanto del tamaño de la empresa como de su rentabilidad, y añadimos para los modelos del ROI el Multiplicador de capital promedio anual como variable de apalancamiento que explica el diferente resultado entre el ROI y el ROA.

ANÁLISIS DE DATOS

De las 68 empresas que tuvieron cotización continua en la BMV se obtuvo la información financiera de todas ellas; sin embargo, algunas de ellas no reportaron algún atributo sobre la propiedad o el gobierno corporativo que no pudo tabularse, lo que redujo la relación de empresas con información disponible a 59 casos en la base global; sin embargo, para las pruebas estadísticas distribuimos el uso de las variables de acuerdo con las herramientas de análisis más

apropiadas de acuerdo al comportamiento de los datos. Se aprecia la amplitud que tienen los valores de los atributos de gobernabilidad corporativa que sugieren una gran variabilidad de datos en una muestra reducida, así como también la existencia de variables con una media y mediana con valores diferentes (Ver Tabla 2).

Tabla 2: Estadística descriptiva

Variable	N	Media	Mediana	DS	Mínimo	Máximo
PropMayIni	68	0.5241	0.5237	0.22	0.15	0.95
PropFam	68	0.6618	1.0000	0.48	0.00	1.00
CrecProp	68	0.2403	0.0202	0.75	-0.90	3.21
Consejeros	68	11.2353	11.0000	3.71	5.00	20.00
CrecConsejo	68	0.0836	0.0000	0.35	-0.58	1.67
IndepIni	62	5.0806	4.5000	2.50	1.00	11.00
CrecIndep	62	0.2701	0.1250	0.68	-0.63	3.00
PartIndepIni	62	0.4516	0.4286	0.16	0.14	0.83
CrecPartIndep	62	0.2065	0.0980	0.67	-0.66	4.25
Crec_Ingresos_M	68	0.0976	0.1000	0.07	-0.12	0.36
Crec_Ingresos_A	68	0.5846	0.1750	0.99	-0.91	3.51
Crec_UN_M	68	-0.6256	0.1200	5.00	-38.77	5.44
Crec_AT_M	68	0.0909	0.0950	0.07	-0.05	0.29
Crec_AT_A	65	2.5111	1.9900	2.98	-0.70	16.02
Crec_PT_M	68	0.1299	0.1200	0.11	-0.05	0.61
Crec_PT_A	65	3.5189	2.3200	5.13	-0.77	29.67
Crec_Cap_M	68	0.0988	0.0900	0.09	-0.18	0.42
Crec_Cap_A	65	3.0380	1.6000	8.87	-1.35	70.92
ROI_M	68	0.0568	0.0750	0.16	-0.53	0.50
ROA_M	68	0.0456	0.0400	0.05	-0.07	0.21
MC_M	68	2.6565	1.8850	1.96	1.06	13.67
MN_M	68	0.0841	0.6000	0.29	-0.79	2.20
RA_M	68	0.7963	0.7450	0.43	0.16	2.35
Valid N (listwise)	59					

El análisis de correlaciones reportó cómo han cambiado las variables de estudio con respecto a sus valores iniciales. La concentración de propiedad tiene una relación negativa con el crecimiento lo que sugiere una reducción en la propiedad mayoritaria de las empresas con mayor concentración de propiedad. Con respecto a las variables de gobernabilidad corporativa, se aprecia que el crecimiento de los consejos de administración está asociado con el crecimiento de la independencia, pero existe relación independiente negativa significativa entre la participación

inicial de los consejeros independientes con su crecimiento, en términos de miembros y en términos de participación. Estos resultados sugieren que la participación de consejeros independientes se ha reducido en empresas con alta independencia al inicio y ha aumentado en empresas con baja independencia al inicio (Ver Tabla 3).

Tabla 3: Correlaciones

Variable	PropMayIni	1	2	3	4	5	6	7
1 CrecProp	-.617**							
2 CrecConsejo	0.003	0.141						
3 ParIndepIni	-0.210	0.026	0.083					
4 CrecPartInd	0.167	-0.064	.495**	-.470**				
5 CrecIndep	0.171	-0.125	-0.169	-.534**	.698**			
6 Multiplicador	0.027	-0.138	-0.107	0.051	-0.124	-0.135		
7 CrecIngM	0.172	-0.107	0.172	-0.184	0.210	0.124	-.347**	
8 CrecATM	0.169	-0.145	0.130	-0.126	0.100	0.030	-.273*	.720**

** p < .01, * p < .05

Los resultados de las pruebas T de muestras independientes reportaron que empresas que tuvieron una alta concentración de propiedad en 2004 tienen un mejor desempeño en cuanto al crecimiento anual de sus utilidades netas, mientras que las empresas con menor concentración de propiedad reportaron una reducción en cuando al crecimiento de su utilidad neta. Por otro lado, las empresas con menor concentración de propiedad han reportado en promedio un mejor margen neto que las empresas con mayor concentración de propiedad. Este resultado sugiere que mientras que las empresas con alta concentración de propiedad han logrado aumentar sus utilidades en términos nominales, las empresas con menor concentración de propiedad han generado una mayor eficiencia en su utilidad con respecto al crecimiento de sus ingresos. Con respecto a la propiedad familiar, los resultados indican que las empresas no familiares han generado un mayor crecimiento acumulado de sus ingresos y un mejor desempeño promedio anual de su rotación sobre los activos, mientras que las empresas con propiedad familiar han crecido más en activos totales y en capital que las empresas no familiares logrando un menor retorno sobre los activos (Ver Tabla 4).

Con respecto a la gobernabilidad corporativa, los resultados de las Pruebas T muestran que las empresas que tuvieron consejos de administración con menor número de integrantes y menos consejeros independientes lograron mayores crecimientos anuales de sus ingresos, pero

asociado con un mayor crecimiento de sus empresas, financiado mayoritariamente con el crecimiento de su capital. Las pruebas T no nos brindaron información si los atributos del gobierno corporativo estuvieron asociados con un mejor desempeño de las empresas con base a rentabilidad, sólo con base a eficiencia se aprecia una diferencia estadísticamente significativa en la rotación sobre los activos, que es mayor en empresas con consejos de administración con pocos miembros y pocos consejeros independientes.

Tabla 4: Pruebas T de muestras independientes

		PropMayIni		PropFamiliar		Consejeros		Indeplni		ParIndlIni	
		< .52	>= .52	0	1	< 11.10	>= 11.10	< 4.50	>= 4.50	< .43	>= .43
Variable	N	34	34	23	45	38	30	31	31	30	32
Crec_Ingresos_M	Media	0.0865	0.1088	0.0891	0.1020	0.0987	0.0963	0.1039	0.0958	0.1193	0.0816
	Sig					0.0040	VIA	0.060	VIA	0.042	VINA
Crec_Ingresos_A	Media	0.5926	0.5765	0.9083	0.4191	0.4361	0.7727	0.5223	0.6910	0.7380	0.4834
	Sig			0.026	VIA						
Crec_UN_M	Media	-1.5776	0.3265	0.0326	-0.9620	0.0092	-1.4297	0.1416	-0.3029	0.3040	-0.4413
	Sig	0.050	VIA							0.037	VINA
Crec_AT_M	Media	0.0776	0.1041	0.0835	0.0947	0.0832	0.1007	0.0903	0.0935	0.1083	0.0766
	Sig							0.059	VIA	0.057	VINA
Crec_AT_A	Media	1.9848	3.0538	1.9724	2.7682	2.4603	2.5741	2.8097	2.4480	3.4776	1.8023
	Sig			0.071	VIA					0.020	VIA
Crec_PT_M	Media	0.1174	0.1424	0.1274	0.1311	0.1295	0.1303	0.1390	0.1290	0.1513	0.1178
	Sig							0.021	VIA	0.049	VIA
Crec_PT_A	Media	2.8667	4.1916	3.2329	3.6555	3.8322	3.1300	4.3976	3.1890	4.6510	2.9440
	Sig									0.063	VIA
Crec_Cap_M	Media	0.0838	0.1138	0.0761	0.1104	0.0911	0.1087	0.1135	0.0771	0.1260	0.0666
	Sig			0.045	VIA			0.094	VINA	0.006	VINA
Crec_Cap_A	Media	3.5985	2.4600	1.4710	3.7859	3.6531	2.2745	4.3921	1.9667	5.1424	1.2413
	Sig									0.041	VIA
ROI_M	Media	0.0576	0.0559	0.0800	0.0449	0.0376	0.0810	0.0352	0.0881	0.0733	0.0506
	Sig										
ROA_M	Media	0.0462	0.0450	0.0557	0.0404	0.0382	0.0550	0.0406	0.0532	0.0497	0.0444
	Sig			0.006	VIA						
MC_M	Media	2.7306	2.5824	2.5157	2.7284	2.6195	2.7033	2.7700	2.4490	2.3687	2.8353
	Sig										
MN_M	Media	0.1124	0.0559	0.0639	0.0944	0.0889	0.0780	0.0271	0.1442	0.0357	0.1325
	Sig	0.046	VIA								
RA_M	Media	0.7232	0.8694	0.7522	0.8189	0.8211	0.7650	0.9026	0.7229	0.9010	0.7300
	Sig					0.0064	VIA	0.001	VIA		

VIA = Varianzas iguales asumidas; VINA = Varianzas iguales no asumidas

Con respecto a la prueba de regresión lineal, los resultados sugieren que la concentración de propiedad del accionista mayoritario y el crecimiento de la concentración no tuvieron relación significativa con el desempeño de la empresa en cuanto a los promedios anuales de ROA y el ROI; sin embargo, se aprecia una relación positiva. Sobre las prácticas de gobernabilidad corporativa, los resultados sugieren que existe una relación negativa significativa entre el tamaño

del consejo de administración y el retorno sobre los activos y negativa también, pero no significativa, con el retorno sobre la inversión. La participación de consejeros independientes en el año inicial, y el crecimiento del número de consejeros durante el período de análisis está positiva y significativamente relacionada con tanto con el promedio anual del ROA y del ROI de las empresas. Se aprecia una relación negativa no significativa entre la participación de los consejeros independientes con el ROA y resultados opuestos, no significativos, con respecto al ROI. El multiplicador de capital tiene una relación inversa con el ROI, lo que sugiere que las empresas lograron un mejor desempeño para sus inversionistas a pesar de estar reduciendo el nivel de apalancamiento de sus compañías (Ver Tabla 5).

Tabla 5: Modelos de regresión lineal

Variable dependiente	Model 1: ROA	Model 2: ROE	Model 3: ROA	Model 4: ROE
Constante	-0.021	-0.016	-0.036	0.002
PropMayIni			0.033	0.065
CrecProp			0.013	0.011
CrecConsejo	-0.056*	-0.104	-0.055*	-0.064
ParIndepIni	0.101***	0.235***	0.097**	0.186
CrecPartInd	-0.023	-0.082	-0.029	0.148
CrecIndep	0.062***	0.151**	0.069***	0.148**
Multiplicador		-0.032***		-0.043***
CrecIngM	0.015***	0.049***	0.018***	0.057***
CrecATM	0.003*	0.007	0.003*	0.007
N	58	58	61	61
R ² Ajustada	0.319	0.420	0.319	0.469
Error estándar de la estimación	0.037	0.106	0.038	0.117
F	5.518	7.004	5.078	7.736
Prob.	.000	.000	.000	.000
Durbin-Watson	1.959	1.906	1.955	1.811

*** p < .01, ** p < .05, * p < .1

RESULTADOS

Los resultados de las pruebas estadísticas permiten aceptar la hipótesis 3, y rechazar las hipótesis 1, 2 y 4. Los resultados de las pruebas estadísticas no muestran que la concentración de propiedad no está asociada con mejor desempeño de las empresas (H1). La prueba T de muestras independientes permite identificar que la propiedad no familiar está asociada con un mejor desempeño en cuanto a ventas y retorno sobre los activos, esto porque el crecimiento de los activos es menor en las empresas no familiares, y por ende la inversión de capital también (H2).

El análisis de regresión lineal mostró una relación positiva no significativa entre la concentración de propiedad y el crecimiento de la concentración en el ROA y el ROI. El desempeño de la firma está negativamente asociado con el tamaño del consejo de administración (H3) y sí está positivamente relacionado con la independencia del consejo de administración (H4). Los resultados del análisis de regresión lineal y de las pruebas T de muestras independientes permiten llegar a la misma interpretación, un menor número de consejeros independientes está asociado con un mejor desempeño de la empresa. Con respecto a la independencia del consejo, los resultados que proveen ambas herramientas estadísticas sugieren que las empresas con menor independencia logran mayores ingresos, pero esto lo logran a través de un incremento en sus activos, lo que no significa mejor eficiencia en cuanto al uso de los recursos de la empresa. Esto explica la mayor rotación de activos en empresas con menor número de independientes, pero no un mayor ROA. El análisis de regresión lineal muestra que son las empresas que han crecido en número de consejeros independientes aquellas que han logrado una mayor eficiencia en cuanto a la inversión de los propietarios y de los activos.

CONCLUSIONES

Los resultados del presente trabajo muestran la necesidad de estudiar no sólo el desempeño financiero sino también las variables que lo explican. La concentración y el tipo de la propiedad sugieren cuáles pueden ser los resultados que guían las decisiones empresariales, mientras que la participación de consejeros independientes en los consejos de administración modera los intereses en la búsqueda de incentivos diferentes. Las empresas que tuvieron propiedad familiar reportan un claro desempeño superior en cuanto a ingresos, pero también muestran mayor compromiso en cuanto a aumentar su inversión y los activos de su empresa. Las empresas con alta concentración de propiedad al inicio obtuvieron mayores utilidades, pero las empresas con menor concentración de propiedad obtienen mejores retornos. Interpretaciones similares podemos encontrar con respecto a los resultados de las empresas por el número y participación de consejeros independientes. Empresas con menor participación de consejeros independientes lograron mejores resultados en ventas y mayor compromiso en cuanto a inversión y crecimiento de los activos, pero el crecimiento de los miembros independientes en consejos de administración más pequeños promovió un mejor resultado en cuanto a rentabilidad y productividad.

Los datos deben ser interpretados dentro de la amplitud de rangos que mostró la estadística descriptiva sobre los valores de las observaciones de las prácticas de gobernabilidad corporativa. Esto puede sugerir, en el caso del tamaño del consejo de administración, que las empresas tienen rango para hacer sus consejos más pequeños y seguir logrando sus objetivos empresariales. Este cambio en el tamaño de los consejos de administración estará estrechamente relacionado con el número y proporción de consejeros independientes, ya que esta última variable conforma un subconjunto de la variable tamaño del consejo. Esto es relevante con la finalidad de identificar los rangos de tamaño e independencia en los que los consejos de administración generan su mejor desempeño.

Los resultados de este trabajo brindan una perspectiva complementaria a las aportaciones realizadas en trabajos previos, y sugieren la necesidad de brindar atención a un mayor número de variables, que no sólo midan la rentabilidad, sino también los incentivos que persiguen los propietarios, así como a profundizar en las investigaciones de gobierno corporativo y propiedad con muestras más grandes en observación y tiempo, así como de otros países.

REFERENCIAS

- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance - An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of corporate finance*, 14 (4), 431-445.
- Bach, T. M., Kudlawicz, C., y Silva, E. D. (2015). Influência da estrutura de governança corporativa na eficiência financeira: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. *Iberoamerican Journal of Strategic Management*, 14 (4), 41-62.
- Bacon, C.J., Cornett, M.M. y Davidson III, W.N. (1997). The Board of Directors and dual-class recapitalizations. *Financial Management*, 26 (3), 5-22
- Basco, R. y Voordeckers, W. (2015) The relationship between the board of directors and firm performance in private family firms: A test of the demographic versus behavioral approach. *Journal of Management and Organization*, 21 (4) 411-435.
- Berle, A.A. y Means, G.C. (1991). *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers.

- Besseyre des Horts, C. (2002). Governance, knowledge creation, and organizing: An afterthought. *HR. Human Resource Planning*, 25 (4), 48-51
- Campbell, K. y Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance, *Journal of Business Ethics* 83, 435–451
- Campbell, K. y Mínguez-Vera, A. (2010). Female board appointments and firm valuation: short and long term effects, *Journal of Management & Governance*, 14, 37–59
- Chong, A, Guillen, J. y Lopez-de-Silanes, F. (2009). Corporate governance reform and firm value in Mexico: an empirical assessment. *Journal of Economic Policy Reform* 12, (3), 163–188
- Colley, J.L., Doyle, J.L., Logan, G.W. y Stettinius, W. (2005). *What Is Corporate Governance?* Nueva York: McGraw-Hill
- Corbetta, G. y Salvato, C.A. (2004). The Board of Directors in Family Firms: One Size Fits All? *Family Business Review*, 17 (2), 119-134.
- Espinoza T. I. y Espinoza N. F. (2011). Family Business Performance: Evidence From Mexico. *Cuadernos de Administración*, 25 (44), 39-61.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- García R., Díaz B. y García M. (2017). Independent directors, large shareholders, and firm performance: the generational stage of family businesses and the socioemotional wealth approach. *Review of Management Science*, 11, 119–156.
- Giovannini, R. (2010). Corporate governance, family ownership and performance. *Journal of Management & Governance*, 14 (2), 145-166.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
- Lagos Cortés, D., Betancourt Ramírez, J. y Gómez Betancourt, G. (2018). Relación entre gobierno corporativo, control familiar y desempeño en empresas colombianas. *Innovar*, 28 (69), 85-98.

- Lagos, D., Soto, N., Betancourt, J., Enríquez J. y Betancourt G. (2017). Size and independence of the board of directors and its relationship with economic performance: an analysis for family and non-family businesses. *AD-minister*, 31, 5-23.
- Mehrotra, S. & Mohanty, B. (2018). The effect of corporate governance structure on the performance of companies listed in India. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 17 (1), 7-23
- Monks, R.A.G. y Minow, N. (2001). *Corporate Governance* (2da Ed). Oxford: Blackwell Publishers Ltd.
- Ongore, V. O., K'Obonyo, P. O., Ogutu, M. y Bosire, E. M. (2015). Board composition and financial performance: Empirical analysis of companies listed at the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5 (1), 23-43.
- Reyes, C. y Briano G. (2018). Las mujeres en posiciones de liderazgo y la sustentabilidad empresarial: evidencia en empresas cotizadas de Colombia y Chile. *Estudios Gerenciales*, 34 (148), 385-398.
- San Martin-Reyna, J.M. y Duran-Encalada, J.D. (2012) The relationship among family business, corporate governance and firm performance: Evidence from the Mexican stock exchange. *Journal of Family Business Strategy*, 3, 106–117
- Shawtari, F. A., Salem, M. A., Hussain, H. I., Alaeddin, O., & Thabit, O. B. (2016). Corporate governance characteristics and valuation: Inferences from quantile regression. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 21 (41), 81-88
- Socha B. y Majda A. (2017). Financial Performance in the Light of Corporate Governance in Polish Family Businesses. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 9, 90–237.
- Steinwascher, W. y Durán, R. (2012). La propiedad y el gobierno corporativo en México. Nueva configuración y su impacto en el desempeño empresarial. Trabajo presentado en XLVII Asamblea Anual de CLADEA, Lima, Perú. Resumen recuperado de <http://cladea2012.esan.edu.pe/programa/visor/view/resumen.php?id=1&id0=0&id1=2>
- Thomsen, S. y Pedersen, T. (1998). Industry and Ownership Structure. *International Review of Law and Economics*, 18, 385–402.

- Thomsen, S. y Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21 (6), 689-705.
- Van Der Walt, N. T., Ingley, C.B. y Diack, G. (2002). Corporate governance: Implications of ownership, performance requirements and strategy. *Journal of Change Management*, 2 (4), 319-333.
- Watkins, K. (2018). Financial performance in Mexican family vs. non-family firms. *Contaduría y Administración*, 63 (2), 1-18
- Yammitesri, J. y Lodh, S.C. (2004). Is Family Ownership a Pain or Gain to Firm Performance? *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 4 (1/2), 263-271.
- Yasser, Q. R., Abdullah Al Mamun; Seamer, Michael (2017). Corporate Social Responsibility and Gender Diversity: Insights from Asia Pacific. *Corporate Social - Responsibility and Environmental Management*, 24 (3), 210-221.
- Yopie, S. y Itan, I. (2016). CEO-Family vs. CEO-Nonfamily: Who is a Better Value Creator in Family Business?. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 14 (2). 37-46
- Zahra, S.A. y Pearce, J.A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15 (2), 291-334