

LA RELACIÓN ENTRE EL GOBIERNO CORPORATIVO, EL DESEMPEÑO EMPRESARIAL Y LA VALORACIÓN EN EL MERCADO DE LAS EMPRESAS MEXICANAS

THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE, BUSINESS PERFORMANCE AND MARKET VALUATION OF MEXICAN COMPANIES

LUIS ÁNGEL MENESES CERÓN¹
CAMILO ANDRÉS PÉREZ PACHECO²
GABY EDITH TINTINAGO NARVÁEZ³
JORGE EDUARDO FRÍAS NAVARRETE⁴

-
- 1 PhD (c) en Economía de los Negocios de la Universidad ICESI; Filiación Institucional Universidad Cooperativa de Colombia.
Correo electrónico: luis.menesesc@campusucc.edu.co.
Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-0467-8970>.
 - 2 Especialista en Gestión Pública de la Universidad Nacional Abierta y a Distancia (UNAD).
Correo electrónico: camilo.perez.p@uniautonomo.edu.co.
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-3537-8877>.
 - 3 Magíster (c) en Gestión de las Organizaciones de la Universidad Cooperativa de Colombia, Popayán.
Correo electrónico: correo.cuenta01@gmail.com.
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-4845-4488>.
 - 4 Licenciado en Administración Financiera y Sistemas de la Universidad de Guadalajara, Guadalajara, México.
Correo electrónico: jorefrias11@gmail.com.
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-4152-7381>.

Código JEL: G3, G30, G34.
Fecha de recepción: 12/01/2021.
Fecha de aceptación: 1/03/2021.
doi: <https://doi.org/10.18601/16577175.n29.09>

RESUMEN

Este estudio analiza la relación entre las prácticas de Gobierno Corporativo (GC), el desempeño empresarial y la valoración de mercado de compañías mexicanas. Se analizó una muestra de 35 firmas que componen el índice IPC de la Bolsa de México durante el periodo 2014 a 2018, por medio de la implementación de técnicas de análisis econométrico del tipo panel de datos no balanceados. Los resultados obtenidos evidencian que el índice GDS empleado en este estudio se correlaciona de manera positiva con la rentabilidad de las empresas, estimada a través del ROE; adicionalmente, los niveles de endeudamiento financiero y total de las empresas analizadas tiende a crecer cuando estas mantienen buenas prácticas corporativas. Por último, no existe una relación estadísticamente significativa entre el índice de gobierno GDS y el valor de la empresa, representado por la Q de Tobin. Estos hallazgos revisten alta importancia para los investigadores de la gobernanza corporativa y son parcialmente consistentes con investigaciones recientes en la materia.

Palabras clave: Gobierno corporativo; desempeño empresarial; valoración; mercado; México.

ABSTRACT

This study examines the relationship between corporate governance practices, business performance, and market valuation. During the period 2014-2018 a sample of 35 firms that make up the IPC index of the Mexican Stock Exchange was analyzed, through the implementation of econometric analysis techniques of the type of unbalanced data panel. The results show that the GDS index used in this study correlates positively with the profitability of companies, estimated through the ROE, in addition, the levels of financial and total indebtedness of the companies analyzed tend to grow when they maintain good corporate practices. Finally, there is no statistically significant relationship between the GDS governance index and the value of the company, represented by Tobin's Q. These findings are of great importance to researchers in the capital structure and are partially consistent with recent research in the field.

Keywords: corporate governance; business performance; valuation; market; Mexico.

INTRODUCCIÓN

La evidencia empírica en las economías y mercados globales sugiere que aquellas empresas que gestionan adecuadamente sus grupos de interés (*stakeholders*) fortalecen, cumplen y divulgan sus políticas de gobernanza logran una mayor efectividad y credibilidad institucional. En ese sentido, el estudio del GC y su efecto en el desempeño de la empresa en mercados desarrollados y emergentes se ha convertido

en una preocupación recurrente para los académicos e investigadores en el campo de la gestión y las finanzas corporativas.

De allí que el interés y la preocupación de las empresas por mejorar el desempeño financiero, reducir los niveles de riesgo y generar confianza ha sido contar con un sistema de GC que les permita organizar, gestionar y mejorar sus resultados en diferentes niveles (administrativo, organizacional, financiero, operativo, humano, entre otros) con miras a incrementar su valoración en el mercado.

Es así que el GC se conceptualiza como un sistema de gestión que permite que los procesos administrativos sean eficientes en las empresas, buscando mejorar la confianza de los grupos de interés y con ello los resultados futuros (Méndez y Rivera, 2015). Con base en este planteamiento, Castro y Cano (2004) señalan que el principal objetivo de la teoría del GC es incrementar la confianza de los interesados y eliminar las gestiones fraudulentas de las empresas. Esto se logra gracias a los nuevos modelos de gestión corporativos, y a los efectos de la divulgación de la información pues, al ser un principio fundamental, hace que los grupos de interés se sientan parte del seguimiento y control de las dinámicas de las empresas (Acero y Alcalde, 2012).

En ese sentido, el GC es un tema de gran importancia a nivel mundial y se convierte en un elemento fundamental frente al desarrollo y crecimiento de las empresas; es por esta razón que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) ha establecido directrices sobre el GC de las empresas públicas y los principios para el gobierno de las firmas. Sin embargo, la práctica del GC, sus políticas y normativa se adaptan al contexto de cada país y a su cultura empresarial y socioeconómica.

De esa manera, es significativo plantear que la base del estudio se centra en la necesidad de conocer con mayor detalle cómo inciden las dinámicas de GC en el desarrollo y la evolución de las empresas, considerando no solo aspectos administrativos y operativos sino esencialmente sus beneficios a nivel financiero, puesto que un adecuado diseño e implementación del GC se postula como base para la creación de valor de la empresa, aunque no se descarta por ello la importancia de sus aspectos de carácter cualitativo.

En México el Consejo Coordinador Empresarial (CCE, 2018) indica que la conducción honesta y responsable, el desempeño, la eficiencia y la permanencia de la sociedad son del interés público y privado, por lo tanto, las políticas de GC son una de las prioridades en la agenda nacional de dicho país. En ese contexto, en 1999, bajo la iniciativa de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), y con el apoyo de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), juristas expertos y ejecutivos líderes de la industria, el CCE emitió el Código de Mejores Prácticas Corporativas (el Código), el cual dio lugar a la reforma de GC en México (Macías y Román, 2014).

Por otra parte, el Banco Mundial (2003) señaló que la Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM) y la Ley del Mercado de Valores (LMV) son las dos leyes principales que afectan al GC. La LGSM, creada en 1934 y modificada en 1996, asienta las formas básicas de las sociedades y los derechos de los accionistas. Por otra parte,

la LMV se promulgó en 1975 y es la encargada de regular a las empresas públicas. Como indica Delgado (2010), en 2001 hubo una serie de reformas a diversas leyes financieras que, entre otras cosas, trataron la incorporación de principios de GC de carácter obligatorio. Entre las leyes reformadas se encuentran la LMV, la Ley de Sociedades de Inversión, la Ley de Instituciones de Crédito y la Ley para Regular Agrupaciones Financieras.

En años posteriores la LMV experimentó más reformas para mejorar los estándares de GC. Por ejemplo, la reforma de 2003 reconoció oficialmente al Código como parte de las leyes del mercado de valores mexicanas, haciendo obligatoria la presentación de informes del grado de cumplimiento, además de estipular lineamientos más estrictos para la difusión de información entre los inversionistas (Macías y Román, 2014). Por otra parte, la reforma de diciembre de 2005 estipuló la responsabilidad ante la ley por la integridad de la información financiera que se proporciona a los accionistas, endureció las penas criminales por el uso y revelación de información privilegiada, incorporó estándares compatibles con las prácticas internacionales, otorgó mayores derechos a los accionistas minoritarios, entre otros (Estrada, 2012; Macías y Román, 2014; Valles, 2012).

Otra legislación importante relacionada con el GC en México es la Circular Única de Emisoras (CUE), modificada en 2009, la cual indica que toda empresa que cotice en Bolsa está obligada a publicar su reporte anual y su grado de adhesión al Código (Blanco *et al.* 2009).

En 2018 la CCE presentó la tercera versión revisada del Código: la primera se llevó a cabo en 2006 y la segunda en 2010. En esta nueva versión el Código cambió de nombre a “Código de Principios y Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo”; se incluyó el Principio de Conducción Honesta y Responsable de la Sociedad, y se contempló una mejor práctica para prevenir y solucionar problemas entre accionistas y/o consejeros, para incorporar a la mujer en la integración del Consejo de Administración, y para elaborar un acuerdo familiar para su representación en los órganos de gobierno, entre otros (CCE, 2018).

A partir de lo anterior, como estrategia de generación de valor de las empresas en el mercado, el GC es un tema que ha sido discutido desde diferentes escenarios y contextos, dando lugar a diversas reflexiones de nivel local, nacional e internacional; sin embargo, es preciso considerar su estudio en escenarios específicos, como el del mercado mexicano, a partir de la propuesta investigativa que aquí se presenta. Por ello es válido preguntarse: ¿qué relación existe entre el GC, el desempeño empresarial y la valoración en el mercado de las compañías mexicanas que han cotizado en la bolsa durante el periodo comprendido entre los años 2014 y 2018?

De esa manera se establece la necesidad de analizar el nivel de desarrollo y aplicación de la relación entre el GC, el desempeño financiero y la valoración en el mercado de las empresas que han implantado prácticas de gobernanza durante el periodo de estudio. A continuación se presenta una revisión teoría referente al tema de estudio y una revisión de los principales aportes que desde la literatura

financiera se realizan al respecto; en un siguiente apartado se discute el abordaje metodológico y sus resultados para culminar con conclusiones y recomendaciones.

REVISIÓN DE LITERATURA

Según la OCDE, el GC es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas, de esta manera, su estructura especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantienen algún interés en la empresa.

El GC también provee la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar dichos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño; de igual forma, la Corporación Andina de Fomento (CAF) entiende el GC como “el sistema por el cual una organización es dirigida y controlada en el desarrollo de sus actividades económicas...”, lo que involucra “... las prácticas formales o informales que establecen las relaciones entre la Junta Directiva, quienes definen las metas de la organización; la Gerencia, los que la administran y operan día a día; y los accionistas, aquellos que invierten en ella” (CAF, 2002: 5).

Una mirada más funcional del GC la dan Bodie y Merton (1999) quienes reconocen que los servicios financieros tienen muchas formas, pero que si están desagregados pueden tener altas similitudes. Además, este enfoque distingue seis funciones de los gobiernos corporativos: poner en marcha los recursos y dividir las acciones, transferir recursos a través del tiempo y el espacio, manejar riesgos, generar y proveer información, lidiar con problemas de incentivos y resolver las competencias generadas por las riquezas corporativas.

El propósito es alinear lo más cerca posible los intereses de los individuos, corporaciones y sociedad; así, al GC le concierne mantener el balance entre los objetivos económicos y sociales, así como los propósitos individuales y comunales. Igualmente, Castro y Cano (2004) señalan que el objetivo central de la teoría del GC es incrementar la confianza y credibilidad de los grupos interesados y eliminar las gestiones fraudulentas en las organizaciones; como aporte adicional la OCDE (2010) recalca que el buen GC es una práctica necesaria en la búsqueda del crecimiento económico en regiones con economías emergentes como Latinoamérica.

Con lo anterior cabe resaltar que dentro de la teoría de GC se destacan tres modelos específicos: angloamericano, germano y japonés.

El modelo angloamericano es muy atractivo para los inversionistas, que buscan mayores retornos ignorando los costos sociales. Bajo este modelo la empresa se conforma por un grupo de desconocidos (llamados accionistas) que invierten juntos, una junta directiva que vela por sus intereses y un gerente que hace las veces de supervisor del correcto comportamiento de la empresa.

De otro lado, el sistema de GC alemán⁵ está relacionado con el esquema de asociación de las empresas a un banco principal, lo cual implica que las empresas delegan el control, total o parcial, a una institución financiera que tiene como objetivo principal proveer fondos al grupo empresario para su desarrollo económico, de modo que el banco se asegura el pago del financiamiento por medio del ejercicio del control sobre sus actividades. Esta estructura jurídica y económica se completa con la propiedad cruzada de paquetes accionarios y juntas directivas interconectadas para desarrollar los negocios del grupo económico.

Por otra parte, la concepción japonesa es una fusión de los modelos angloamericano y alemán tomando lo más importante de cada uno, pero rechazando la primacía del accionista, pues sus intereses son lo menos relevante.

Hasta el final de la Segunda Guerra Mundial los grupos empresarios del modelo japonés se estructuraban bajo la forma de *zaibatsu*⁶, caracterizados por poseer una estructura organizacional piramidal; dirigidos bajo los preceptos de jerarquía, bien común y lealtad, impulsaron la economía nipona hasta situarla sólo por debajo de la estadounidense a nivel mundial.

Como complemento de lo anterior, el estudio cuenta con el análisis de cuatro clases básicas de mecanismos de GC que sirven para alinear los intereses de los accionistas y administradores: el Consejo de Administración, la remuneración con acciones, los estados financieros, y la limitación de las compras hostiles.

De igual forma, según Guerras y Navas (2015) los modelos analíticos del GC tienen en cuenta mecanismos de nivel interno que permiten fijar indicadores desde la empresa, de forma que pueden distinguirse en supervisión directa e incentivos a los directivos. A su vez, dentro de la supervisión directa se cuentan: la estructura de la propiedad, el Consejo de Administración y el nivel de endeudamiento.

De igual forma, estos autores afirman que los mecanismos de nivel externo permiten mejorar el control de todos los mercados en los que opera la empresa y los que mantienen algún tipo de relación: mercado de empresas, mercado de capitales, mercado de trabajo de los directivos y mercado de bienes y servicios.

En tal sentido, en el marco del GC los mecanismos interno y externo buscan disminuir el problema de agencia que podría surgir entre los accionistas y los directivos por la delegación de la autoridad en la toma de decisiones. En 1976, gracias a la investigación de Jensen y Meckling, se formalizó el problema de agencia y se dio inicio a la investigación moderna sobre GC en el ámbito económico. El concepto de GC fue definido en 1992 en el Informe Cadbury como “el sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas”. Sin embargo, no fue sino hasta el año 1999 cuando la OCDE (2010: 34) estableció unos principios con la finalidad de

5 Para mayor información consultar el Código Alemán de Gobierno Corporativo. <https://www.dcgk.de/>

6 En su traducción literal significa *camarilla financiera*, hace referencia a grandes *holdings* empresariales que dominaban la mayoría y principales sectores económicos del país con un poder incluso superior al del ejecutivo.

identificar y plantear objetivos éticos en las empresas, dando la siguiente definición: “el sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas, según el interés de los accionistas, para mantener y crear valor”.

Bajo esta misma óptica, Schleifer y Vischny (1997) definieron al GC como la herramienta con la que cuentan los inversionistas para asegurar el retorno de sus inversiones. Sobre esta visión González y Sosa (2004: 21) definen el GC como el

Conjunto de responsabilidades y prácticas ejercidas por el consejo y la alta gerencia con el propósito de proporcionar dirección estratégica, cuidando que los objetivos de la empresa se cumplan, asegurándose de que los riesgos se manejen adecuadamente y verificando que los recursos de la organización se utilicen en forma responsable.

Prahalad (1993) asegura que el desempeño de la empresa se debe a la habilidad del GC de sacar el máximo provecho de los recursos, y con ello plantea un paradigma en torno a que las buenas ejecuciones organizacionales internas permiten maximizar el accionar empresarial y mantener una senda positiva frente al desempeño financiero general de la organización.

Siguiendo los postulados planteados, Black (2001) en Rusia, Desoky y Mousa (2013) en Bahrain y Nazir y Afza (2018) en Paquistán, encuentran que el comportamiento del GC tiene gran efecto sobre el valor de la empresa. Análogamente, Klapper y Love (2004) y Gompers *et al.* (2003) realizaron estudios en los cuales argumentan que un mejor GC está asociado con un mayor valor de mercado.

Estudios realizados en Latinoamérica han examinado la relación entre GC y valor de la empresa, aunque de forma incipiente. Garay y González (2008) y Chong y López de Silanés (2007) abordaron la relación entre GC y valor de la empresa para evaluar las prácticas de gobierno poco estudiadas en estos países, construyendo un índice de GC para treinta y tres empresas listadas en la Bolsa de Caracas en 2004 y para ciento cincuenta y nueve empresas en el caso de México. Los hallazgos evidenciaron una relación positiva y significativa entre el índice de GC y el valor de las empresas. Resultados parecidos encontraron Chong-En *et al.* (2006) en China utilizando una muestra de 1.004 empresas para el año 2000, donde se encuentra evidencia de la existencia de una relación inversa entre el índice de GC y el valor de la empresa.

La OCDE (2010) realizó un estudio de la integridad de los mercados y las empresas, en el cual considera que la integridad de los mercados y las empresas es un elemento fundamental para la estabilidad y vitalidad de las economías, de suerte que un buen GC coadyuva al crecimiento y estabilidad financiera al apoyar la confianza del mercado.

Eiteman, Stonehill y Moffet (2010), en su estudio sobre el GC lo definen como el conjunto de relaciones mediante las cuales los grupos de interés en la empresa, entre ellos los accionistas y los administradores, establecen y controlan su dirección estratégica y sus resultados. Siguiendo esta línea de investigación es importante señalar que los mecanismos de GC se entienden como los métodos mediante los

cuales se establece el orden en las empresas para asegurarse de que se tomen decisiones, y que los intereses grupales estén representados. Así, las estrategias y el desempeño de las empresas están influenciados por los mecanismos de GC.

Bernal *et al.* (2012) basaron su estudio en el concepto de GC en empresas del sector público, incluyendo empresas del sector financiero, para lo cual crearon un marco y respondieron algunos cuestionamientos acerca de por qué incluir el concepto de GC en las entidades públicas, y cómo este refleja resultados positivos en todo el mercado. Bajo ese enfoque profundizaron en los aspectos conceptuales y aseguraron que el GC, la transparencia y la rendición de cuentas son más que un simple conjunto de normas que deben ser cumplidas, y lo definen como una disciplina empresarial vital para poder mantener relaciones estables y productivas entre quienes hacen parte de una organización y que constituyen los ingredientes claves para la buena salud de las organizaciones. De allí la importancia de demostrar la relación entre la creación de valor de las empresas y las buenas prácticas de GC.

Macías y Román (2014) señalan que con la adhesión de las empresas al Código, desde su promulgación hasta 2004, han mejorado notoriamente; de esa manera, el número de empresas que cumplió con el 80 % de las recomendaciones aumentó de 17 a 65 %. Sin embargo, sus resultados también muestran que estos cambios en el GC no mejoraron el desempeño empresarial para la totalidad de las empresas. Las causas son, principalmente, la alta concentración de la estructura de la propiedad de las empresas entre agentes internos y familias, que probablemente siguen ejerciendo un control significativo en los consejos, y la endeble protección del sistema jurídico para los accionistas minoritarios.

Hamidu, Haron y Amran (2015) aportan varias definiciones debido a la variación del propósito, entre los principales se encuentran el cumplimiento de las obligaciones con la comunidad que rodea a la empresa, la firma, la organización o la corporación, la construcción de la reputación corporativa y el desarrollo social.

Wang, Tong, Takeuchi y George (2016) establecen que para comprender el entorno institucional de la RSC es importante aceptar que es un fenómeno social que no es independiente del contexto institucional de la empresa, porque examina las actividades sociales corporativas y su influencia sobre las empresas y todas sus partes interesadas.

Galvis, Morales, Palomino y Enrique (2017) encontraron una relación positiva entre GC y creación de valor, también Barnuevo, Díaz, Elejalde y Taipe (2017), utilizando diversos indicadores de gestión como métodos de valoración. Sin embargo, hasta el momento no se han realizado estudios para medir el valor creado a partir de la cotización de las acciones.

METODOLOGÍA

La investigación propuesta analiza la relación entre el GC, el desempeño financiero y la valoración de mercado de las compañías que cotizaron en la bolsa mexicana durante el periodo comprendido entre los años 2014 y 2018. En tal sentido, la

investigación corresponde a un caso de aplicación de la teoría financiera corporativa, enfocado como un estudio de tipo cuantitativo, comparativo y longitudinal.

De esa manera se toma la muestra de las empresas mexicanas que pertenecen al Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), puesto que este representa el comportamiento del mercado interno, el cual está compuesto por treinta y cinco empresas en los sectores de productos de primera necesidad, servicios de comunicación, materiales, finanzas, industrial, servicios públicos, productos de consumo no básico y salud. Una vez seleccionada la población de análisis se levanta una muestra de datos referentes a la rentabilidad financiera de las empresas, su nivel de desempeño y la calidad de la gobernanza para el periodo de análisis.

De acuerdo con lo anterior, se estudian las variables que permiten realizar el contraste empírico: con el fin de medir el comportamiento de la rentabilidad financiera de las empresas se toman los indicadores de la rentabilidad del activo (ROA, por sus siglas en inglés), la rentabilidad del patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés), y el nivel de apalancamiento de las firmas (total y financiero). Para medir la calidad de la gobernanza se utiliza el Índice de Gobierno Corporativo (GDS), el cual refleja las medidas de impacto del gobierno basadas en la gestión corporativa recolectada por Bloomberg para calcular el desempeño de la gobernanza. De esa manera, con el fin de medir la cantidad de datos de gobernanza que una empresa declara a Bloomberg por medio de una encuesta patentada de datos corporativos se tienen en cuenta siete facetas para cada empresa en todas las industrias: remuneración, independencia, auditoría, derechos de los accionistas, diversidad, atrincheramiento y junta directiva. Adicionalmente, se incluyen cuatro variables de control: los activos totales, las ventas, el margen de utilidad neta y la tangibilidad de los activos, con el fin de que las estimaciones de comportamiento no converjan y generen relaciones espurias entre las variables.

Siguiendo los planteamientos empíricos de Silva y Leal (2005) y Benavides y Mongrut (2010), y con el fin de analizar el impacto de las posturas de GC frente al desempeño financiero y la valoración del mercado se plantean las siguientes hipótesis de comportamiento:

- Una mejor calidad de las prácticas de Gobierno Corporativo (GDS) de la empresa conlleva un sobresaliente desempeño financiero (ROA y ROE).
- Una mayor calidad de las prácticas de Gobierno Corporativo (GDS) está asociada a un mayor valor de mercado de la empresa (Q de Tobin).
- Las prácticas de Gobierno Corporativo (GDS) afectan el comportamiento del nivel de endeudamiento de las firmas, tanto total como financiero.

Con el fin de contrastar cada una de las hipótesis mencionadas se postulan tres contrastes empíricos por medio de modelos econométricos con datos panel no balanceados.

Para estimar el comportamiento de la primera hipótesis se formula el siguiente modelo:

$$\text{Desempeño}_{it} = \beta_1 \text{GDS}_{it} + \beta_2 \text{Ventas}_{it} + \beta_3 \text{UN}_{it} + \beta_4 \text{TG}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Donde:

Desempeño_{it} = el índice de desempeño financiero (ROA y ROE)

GDS_{it} = el índice de Gobierno Corporativo (GDS)

Ventas_{it} = Variable de control Ventas

UN_{it} = Variable de Control Utilidad Neta

TG_{it} = Variable de Control tangibilidad

ε_{it} = Término Aleatorio de Error

Para la segunda hipótesis se especifica un modelo similar al anterior:

$$Q_{it} = \beta_1 \text{GDS}_{it} + \beta_2 \text{Ventas}_{it} + \beta_3 \text{UN}_{it} + \beta_4 \text{TG}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Donde:

Q_{it} = Q de Tobin a nivel de empresa

La tercera hipótesis se contrastó de forma similar a las dos anteriores:

$$\text{Endeudamiento}_{it} = \beta_1 \text{GDS}_{it} + \beta_2 \text{Ventas}_{it} + \beta_3 \text{UN}_{it} + \beta_4 \text{TG}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Donde:

Endeudamiento_{it} = el nivel de endeudamiento total o financiero de las firmas

Teniendo en cuenta lo anterior, los parámetros estimados β_1 de cada modelo planteado revelan el impacto las prácticas de Gobierno Corporativo (GDS) sobre el desempeño de la empresa y la valoración del mercado.

RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Para dar alcance a la propuesta metodológica planteada en el apartado anterior frente a la relación entre el GC, el desempeño financiero y la valoración de mercado, se toma a las treinta y cinco empresas más líquidas de la Bolsa mexicana según el índice IPC durante el periodo comprendido entre los años 2014 y 2018.

En una primera aproximación, la tabla 1 presenta las estadísticas descriptivas de las variables objeto de estudio; cabe destacar que, en promedio, las empresas

exhiben un desempeño con valores positivos; sin embargo, existe una brecha importante frente a los indicadores tomados para su medición, puesto que el valor promedio del ROE es igual a 14.59 %, así mismo el valor promedio del ROA es igual a 5.8283 %, valoraciones tomadas para la muestra total.

Por otro lado, con relación a la Q de Tobin, la cual muestra un valor promedio de 1.8110, se advierte que las empresas mantienen una capitalización por debajo de su patrimonio. Sin embargo, debido a la alta variabilidad (brecha entre los valores máximo y mínimo) de esta medida se encuentra que, en general, las empresas del análisis pueden presentar un patrón contradictorio a la media, como se manifiesta por el elevado valor máximo, el cual genera una interpretación de una capitalización de más del doble en relación con el valor del patrimonio.

En cuanto a los niveles de endeudamiento (financiero y total) se destaca que, en promedio, las empresas mantienen niveles de endeudamiento relativamente altos, cercanos al 40 y 55 % respectivamente. Igualmente, existe una alta dispersión de las medidas de endeudamiento entre las empresas con respecto a los valores máximos.

Tabla 1. Estadísticas descriptivas por variables de análisis

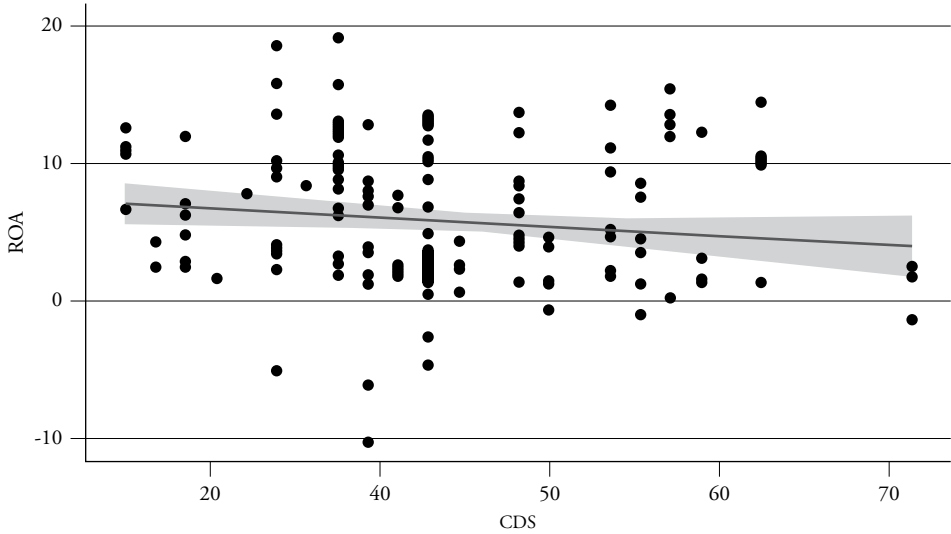
VARIABLES	Observaciones	Min.	Median	Mean	Max.
GDS	165	25	42.8571	43.7770497	71.4286
ROE	165	-21.5936	13.2764	14.5969442	72.5555
ROA	165	-10.083	4.6325	5.82838303	19.1453
Endeudamiento financiero	165	0.00%	40.02%	40.76%	81.47%
Endeudamiento total	165	7.92%	54.35%	55.44%	92.21%
Q de Tobin	165	0.9228	1.5781	1.81108182	4.4725
Utilidad neta	165	-12802	3778	7261.79335	52566.197
Tangibilidad	165	1238.4818	50654.9062	198336.623	1576077
Ventas	165	613.041	41026.097	112829.012	1038207.68

Fuente: elaboración propia.

Los resultados de las estimaciones de las hipótesis planteadas anteriormente se presentan en las tablas 2-4; en la tabla 2 se presentan los valores estimados de los modelos que relacionan el desempeño de las empresas, utilizando como variables instrumentales los indicadores ROA y ROE, frente al índice GDS y las variables de control.

Los resultados muestran que existe una relación positiva entre el índice de desempeño ROE y el indicador GDS con un nivel de significativa del 5 %; en cambio, se evidencia una relación apenas negativa (ver figura 1) aunque no significativa entre el indicador de desempeño ROA y el indicador GDS.

Figura 1. Gráfico de dispersión GDS vs. ROA



Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, los indicadores de desempeño tienen una relación positiva y significativa con el margen de utilidad; por el contrario, la relación entre el desempeño de las empresas con la tangibilidad es negativa y significativa, contradictoria con los resultados esperados. En cuanto a la relación entre el desempeño de las empresas y las ventas totales no se encuentra una relación estadísticamente significativa.

Estos resultados muestran que cuando se analiza por el ROE el desempeño de las empresas es más alto si tienen mayores márgenes de utilidad neta, una menor proporción de activos tangibles y una mejor gobernanza.

Tabla 2. Estimaciones de desempeño financiero

	ROA	ROE
Ventas	-8.08E-06	-1.84E-05
	(2.63E-06)	(7.38E-06)
GDS	-5.16E-02	2.22E-01
	(3.22E-02)	(9.04E-02)
Tangibilidad	-8.54E-06	-9.19E-06
	(1.22E-06)	(3.42E-06)

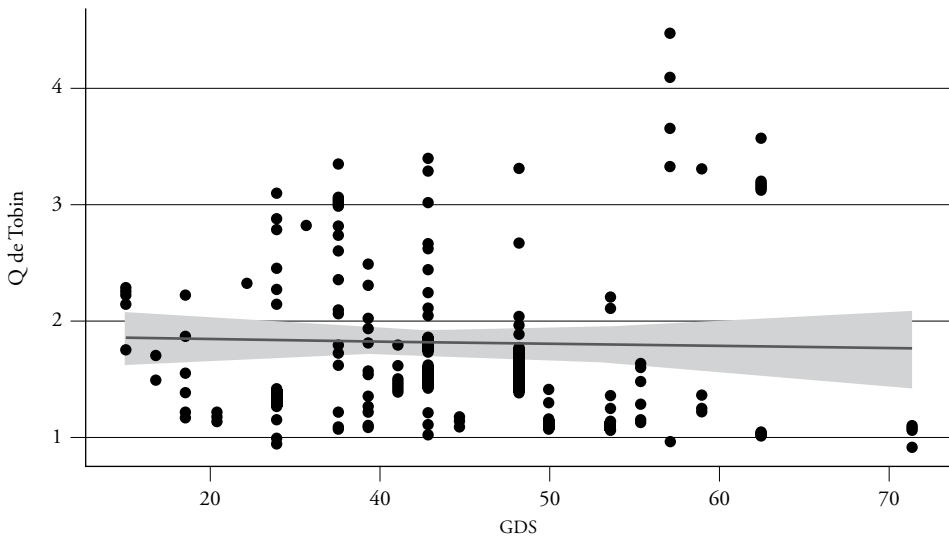
	ROA	ROE
Utilidad neta	3.77E-04	8.47E-04
	(5.51E-05)	(1.55E-04)
R-Squared:	0.332	0.17712
F-statistic:	19.426	8.39478
p-value:	5.47E-13	3.69E-06

Fuente: elaboración propia.

En la tabla 3 se presentan las regresiones estimadas que relacionan la valoración de mercado (Q de Tobin) a nivel de empresa con las prácticas de Gobierno Corporativo (índice GDS). Los resultados muestran que el índice GDS tiene una relación negativa con la Q de Tobin (ver figura 2).

Por otro lado, existe una relación positiva y significativa al 5 % entre la Q de Tobin con las ventas totales y el margen de utilidad neta, así como un comportamiento negativo y significativo con la tangibilidad.

Figura 2. Gráfico de dispersión GDS vs. Q de Tobin



Fuente: elaboración propia.

Estos resultados muestran que el valor de las empresas generado por el mercado tiende a crecer con buenos comportamientos en ventas y con generación de ganancias; a su vez, para la muestra en análisis se evidencia que la valoración del mercado

penaliza los márgenes amplios de activos tangibles; es de resaltar el resultado contradictorio obtenido en el análisis de estimación del parámetro GDS, pues al ser negativo está poniendo en duda las regulaciones establecidas en este mercado, en pro del buen comportamiento de mercado.

Tabla 3. Estimaciones de valor de mercado

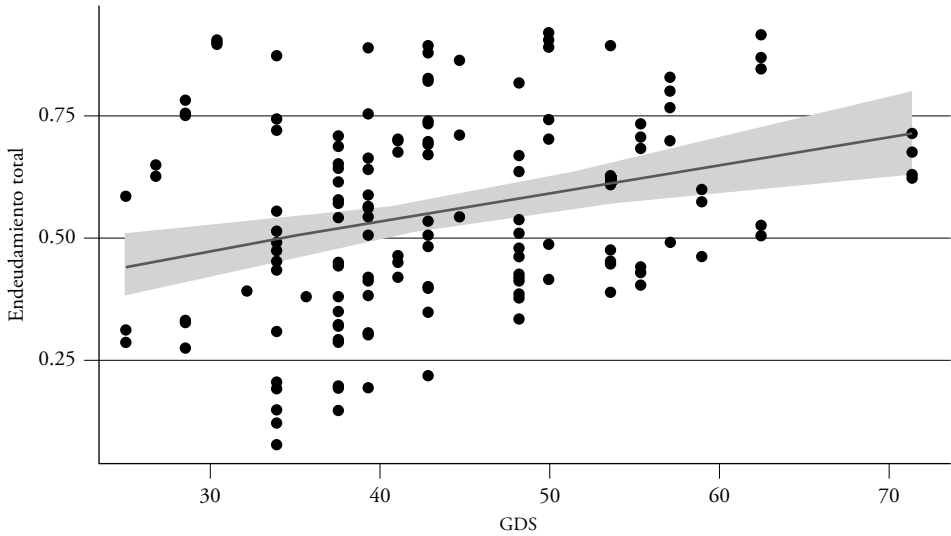
	Q de Tobin
Ventas	1.55E-07
	(4.36E-07)
GDS	-9.87E-04
	(5.35E-03)
Tangibilidad	-1.26E-06
	(2.02E-07)
Utilidad neta	2.79E-05
	(9.15E-06)
R-Squared:	0.204
F-statistic:	9.996
p-value:	3.15E-07

Fuente: elaboración propia.

Finalmente, en la tabla 4 se presentan las regresiones para el nivel de endeudamiento (financiero y total) de las empresas. Los resultados muestran que el endeudamiento total y financiero tiene una relación positiva y significativa con el índice de Gobierno Corporativo GDS (ver figura 3).

Por otra parte, existe una relación negativa y significativa entre los niveles de endeudamiento, total y financiero, con el margen de utilidad neta. Para la tangibilidad la relación con los endeudamientos es positiva, permitiendo inferir que dicho monto en activos es posiblemente financiado vía deuda.

Figura 3. Gráfico de dispersión GDS vs. endeudamiento total



Fuente: elaboración propia.

Para las ventas totales la relación es positiva y significativa con los niveles de endeudamiento, lo que claramente demuestra un posible comportamiento de crecimiento apalancado para las empresas listadas en la muestra. En todo caso, estos resultados muestran que el nivel de endeudamiento de las empresas que conforman el índice IPC de la Bolsa de México tiende a crecer cuando estas mantienen buenas prácticas corporativas.

Tabla 4. Estimaciones de nivel de endeudamiento

	Endeudamiento financiero	Endeudamiento total
Ventas	2.08E-07	1.30E-07
	9.88E-08	9.58E-08
GDS	7.59E-03	5.94E-03
	1.21E-03	1.17E-03
Tangibilidad	4.18E-07	4.03E-07
	4.58E-08	4.44E-08

	Endeudamiento financiero	Endeudamiento total
Utilidad neta	-1.07E-05	-5.89E-06
	2.07E-06	2.01E-06
R-Squared:	0.491	0.4673
F-statistic:	37.633	34.2116
p-value:	2.22E-16	2.22E-16

Fuente: elaboración propia.

CONCLUSIONES

Este estudio constituye una contribución académica a la literatura en el campo de la gestión que documenta la relación entre las prácticas de GC, el desempeño empresarial y la valoración del mercado de las empresas el marco de los mercados emergentes latinoamericanos. Se analizó una muestra de firmas que componen el índice IPC de la Bolsa de México en función de su desempeño de mercado.

La calidad de las practicas de GC se midió a partir de un índice multidimensional propiedad de Bloomberg LP. Adicionalmente, se implementaron técnicas de análisis econométrico del tipo panel de datos no balanceados. Los resultados obtenidos permiten evidenciar que las diferentes actividades estratégicas asociadas a una mayor calidad de las prácticas de GC son determinantes para un buen desempeño organizacional a través del tiempo.

El índice GDS empleado en este estudio se correlaciona de manera positiva con la rentabilidad de las empresas, estimada a través del ROE. Este hallazgo se suma a la amplia lista de investigaciones en el campo de las finanzas que han corroborado esta relación positiva tanto a nivel de mercados desarrollados como emergentes. Igualmente, la evidencia empírica muestra que no existe una relación estadísticamente significativa entre el índice de gobierno GDS y el valor de la empresa, representado por la Q de Tobin. Dicha evidencia contradice los resultados de la literatura financiera contemporánea a nivel de los mercados desarrollados, la cual sostiene que la maximización del valor de la empresa se genera por un conglomerado de políticas financieras y valores adicionales, como el fortalecimiento de actividades directivas claves para mejorar el desempeño de las empresas en el largo plazo, que generan confianza y transparencia en el mercado.

Finalmente, la investigación encontró que las empresas con mejor calificación en el índice de Bloomberg LP mantienen altos niveles de endeudamiento (ver Anexo 3). Lo anterior indica que los niveles de endeudamiento financiero y total de las empresas analizadas tiende a crecer cuando estas mantienen buenas prácticas corporativas. En otros términos, las prácticas de gobernanza corporativa contribuyen

a consolidar un mejor acceso a recursos de capital de terceros. Este hallazgo reviste alta importancia para los investigadores de la estructura de capital y es parcialmente consistente con investigaciones recientes en la materia.

Teniendo presente todo lo anterior, este documento se postula como guía específica para los creadores de políticas, los participantes del mercado y los organismos de regulación, con el fin de mejorar el marco regulatorio, legal e institucional, que sostiene al GC, dirigiéndose a las empresas cuya propiedad se negocia públicamente, pues el sistema de GC afecta los incentivos remunerativos, la eficiencia de la negociación y la distribución de riesgo entre los diferentes agentes del mercado.

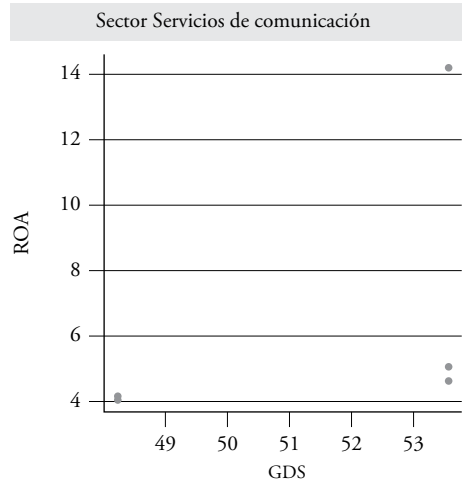
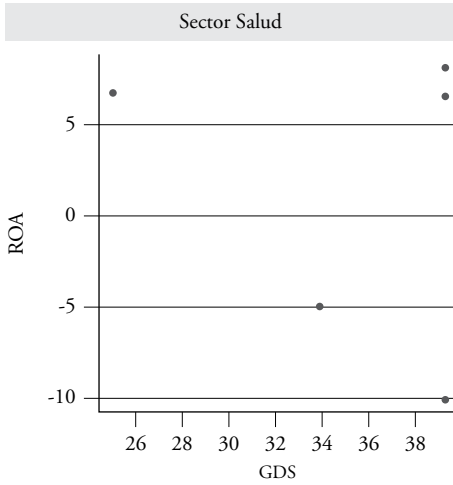
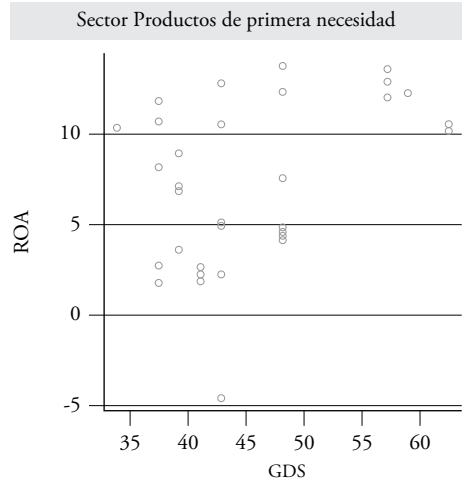
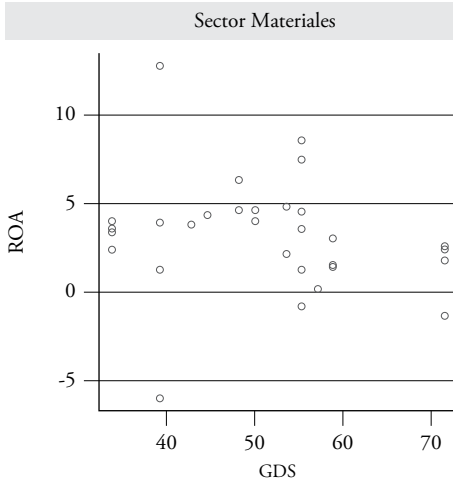
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acero, I. y Nuria, A. (2012). Gobierno corporativo y rendición de cuentas: ¿existe algún efecto sobre la performance empresarial? *Revista de Contabilidad*, 15(1), 143-178. [https://doi.org/10.1016/S1138-4891\(12\)70041-9](https://doi.org/10.1016/S1138-4891(12)70041-9).
- Banco Mundial (2003). Corporate Governance Country Assessment: Mexico. Washington, World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/14473>.
- Barnuevo, D., Díaz, M., Elejalde, O. y Taipe, E. (2017). *Gobierno corporativo y generación de valor en empresas distribuidoras de electricidad: Casos de Perú, Chile, Colombia y Argentina, 2011-2015*, tesis de maestría, Pontificia Universidad Católica del Perú, Repositorio Digital de Tesis y Trabajos de Investigación PUCP. <https://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/8264>.
- Benavides, J. y Mongrut, S. (2010). Códigos de gobierno en Colombia: ¿realidad o ficción? *Estudios Gerenciales*, 85-102. [https://doi.org/10.1016/S0123-5923\(10\)70135-2](https://doi.org/10.1016/S0123-5923(10)70135-2).
- Bernal, A., Oneto, A., Penfold, M., Schneider, L. y Wilcox, J. (2012). Corporate Governance in Latin America. Importance for State Owned Enterprises (SOEs). *Development Bank of Latin America*. <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/367>.
- Besley, S. y Brigham, E. (2016). *Fundamentos de administración financiera*, 14.ª ed., Cengage Learning.
- Black, B. (2001). The corporate governance behaviour and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2(2), 89-108. [https://doi.org/10.1016/S1566-0141\(01\)00012-7](https://doi.org/10.1016/S1566-0141(01)00012-7).
- Blanco, M., Hernández, M. y Aibar, B. (2009). El buen gobierno corporativo y los requerimientos informativos sobre los sistemas de control interno y riesgos: análisis de la regulación española y portuguesa en relación a otros referentes. *Tékhné. Revista de Estudios Politécnicos* (12), 75-97. http://scielo.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1645-99112009000200006&lng=pt&lng=es.
- Bodie, Z. y Merton, R. (1999). *Finanzas*, 1.ª ed., Pearson.
- Bohórquez, L. (2011). Gobierno corporativo y control interno: algunas limitaciones y desafíos. *Economía, Gestión y Desarrollo* (12), 39-57. https://dlwqtxts1xzl7.cloudfront.net/37860111/Gobierno_corporativo_y_control_interno.
- Briano Turrent, G. y Saavedra García, M. (2015). La composición del Consejo de Administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia

- en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 31(136), 275-286. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2015.02.001>.
- Brown, L. y Caylor, M. (2008). Corporate governance and firm operating performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 129-144. <https://doi.org/10.1007/s11156-007-0082-3>.
- CAF (2002). *Estrategia para la implementación de prácticas de Buen Gobierno Corporativo en la región andina*. Caracas: Vicepresidencia de Estrategia para el Desarrollo de Mercados Financieros.
- Castañeda, G. (1998). *La empresa mexicana y su gobierno corporativo: antecedentes y desafíos para el siglo XXI*. Alter Ego.
- Castro, R. M. y Cano, M. (2004). Buen gobierno corporativo, solución a la crisis de confianza: cambios en la contabilidad y la auditoría, aporte de los estándares internacionales, apuntes de la comparación de los casos Parmalat-Enron. *Contaduría Universidad de Antioquia*, (44), 17-51. <https://revistas.udea.edu.co/index.php/cont/article/view/25665/21188>.
- Cervantes, M. (2010). *Fundamentos de Gobierno Corporativo*. Trillas.
- Chong, A. y López-de-Silanes, F. (2007). Corporate Governance in Latin America. Inter-American Development Bank, (591). <https://publications.iadb.org/publications/english/document/Corporate-Governance-in-Latin-America.pdf>.
- Chong-En, B., Qiao, L., Joe, L., Frank M., S. y Junxi, Z. (2006). An Empirical Study on Corporate Governance and Market Valuation in China, *Frontiers of Economics in China*, 1(1), 83-111. <https://doi.org/10.1007/s11459-005-0011-0>.
- Colley, J., Stettinius, W. y Logan, G. (2003). *Corporate Governance*. McGraw-Hill.
- Consejo Coordinador Empresarial (2018). *Código de Mejores Prácticas Corporativas*. México.
- Delgado, I. (2010). Algunas reflexiones sobre el gobierno corporativo. *Dimensión Económica*, 1(2), 1-9. <http://www.revistas.unam.mx/index.php/rde/article/view/19333/18320>.
- Desoky, A. M. y Mousa, G. A. (2013). The impact of firm characteristics and corporate governance attributes on internet investor relations. Evidence from Bahrain. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 5(2), 119. <https://doi.org/10.1504/IJBEM.2013.052974>.
- Estrada, A. (2012). *¿Cuál es la importancia del Gobierno Corporativo en las Empresas Mexicanas?* tesis de maestría, Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Occidente. Repositorio Institucional del ITESO. <https://rei.iteso.mx/handle/11117/3423>.
- Eiteman, D., Stonehill, A. y Moffett, M. (2010). *Multinational Business Finance*. 12.ª ed., Pearson. (ESM).
- Ferruz, L., Marco, I., y Acero, I. (2010). *Gobierno corporativo y responsabilidad social: todo lo que necesitas saber*. Quiasmo.
- Galvis, A., Morales, M., Palomino, A., y Pérez, Á. E. (2017). *Impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero en los bancos de Colombia*, tesis de maestría, Pontificia Universidad Católica del Perú. Repositorio Digital de Tesis y Trabajos de Investigación PUCP. <https://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/9090>.

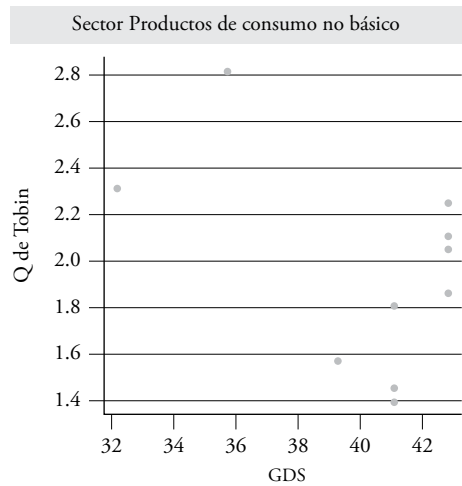
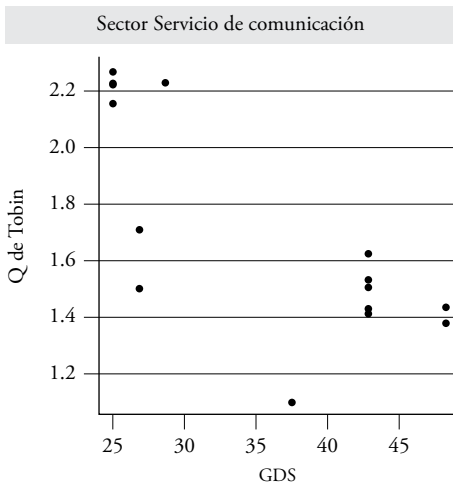
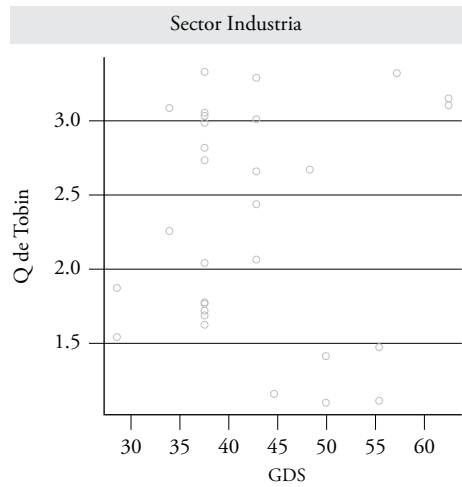
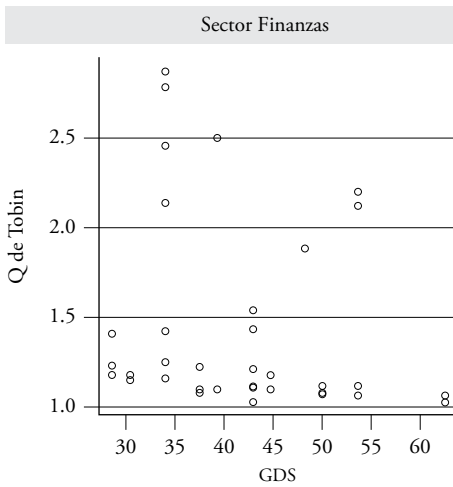
- Gaitán, S. (2010). Gobierno corporativo en Colombia, tendencias actuales. *AD-minister*, (15), 137-153. <https://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/administer/article/view/207/258>.
- Ganga, F. y Vera, J. (2008). El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos. *Cuadernos de Administración*, 21(35), 93-126. <http://repository.javeriana.edu.co/handle/10554/23370>.
- Garay, U. y González, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194-209. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00680.x>.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. y Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155. <https://doi.org/10.2139/ssrn.278920>.
- González, M. y Sosa, V. (2004). *El Gobierno Corporativo y la viabilidad de su aplicación en las empresas privadas mexicanas*. Tesis de grado, Universidad de las Américas Puebla. Colección de Tesis Digitales. http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/ladi/gonzalez_p_mi/.
- Guerra, L. y Navas, J. (2015). *La dirección estratégica de la empresa, teoría y aplicaciones*, 5.ª ed., Thomson Reuters.
- Hamidu, A. A., Haron, H. M. y Amran, A. (2015). Corporate Social Responsibility: A Review on Definitions, Core Characteristics and Theoretical Perspectives. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(4), 83. <https://doi.org/10.5901/mjss.2015.v6n4p83>.
- Hill, C. W., Jones, G. R. y Shicilling, M. A. (2014). *Administración estratégica: teorías y casos. Un enfoque integral*, 11.ª ed. Cengage Learning.
- Iqbal, S., Nawaz, A. y Ehsan, S. (2019). Financial performance and corporate governance in microfinance: Evidence from Asia. *Journal of Asian Economics*, 60, 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2018.10.002>.
- Klapper, L. F. y Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4).
- López Jiménez, J. M. (2016). La banca y su gobierno corporativo. *Actualidad Jurídica Aranzadi*, (918), 16-16. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5464827>.
- Macías, A. J. y Román, F. J. (2014). Consecuencias económicas de la reforma de gobierno corporativo en un mercado de capitales emergente. *El Trimestre Económico*, 81(322), 357-412. <https://www.eltrimestreconomico.com.mx/index.php/te/article/view/117/353>.
- Mayo-Castro, A., González Hernández, A. y Pérez-Sánchez, B. (2016). Empresas familiares en México: gobierno corporativo y la sucesión. *VinculaTégica EFAN*, 2(1), 2489-2512. <http://www.web.facpya.uanl.mx/vinculategica/Revistas/R2/2489-2512%20-%20Empresas%20Familiares%20En%20Mexico%20Gobierno%20Corporativo%20Y%20La%20Sucesion.pdf#page=1>.
- Marulanda, J. (2006). Son necesarios los Códigos de Buen Gobierno en el sector público. *Carta Administrativa* (9), 452. http://portal.dafp.gov.co/form/formularios.retrieve_publicaciones?no=85.

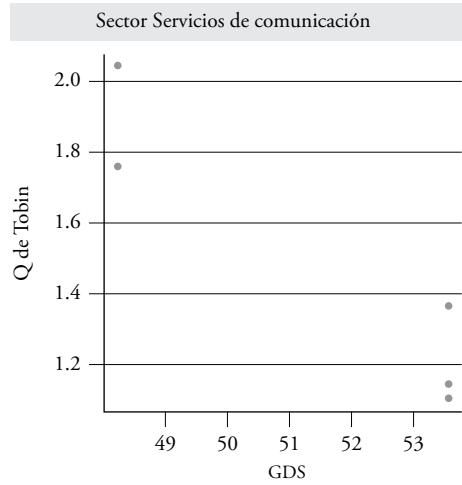
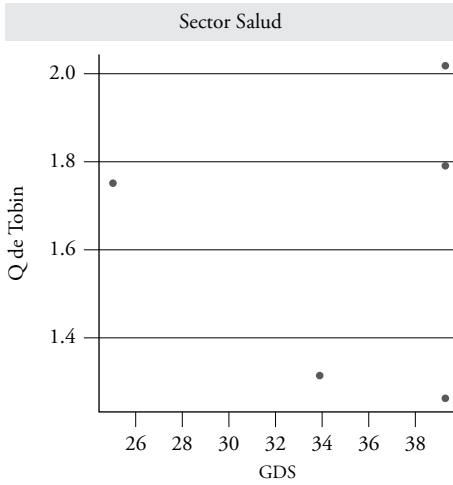
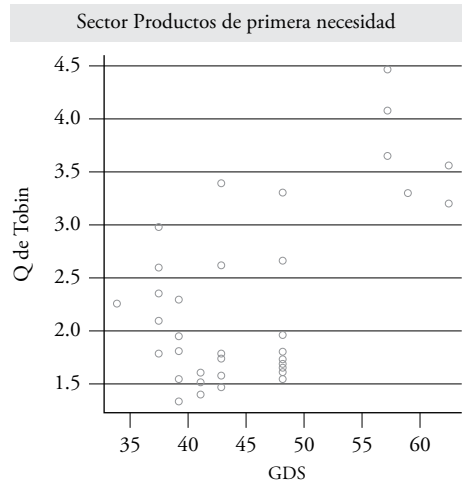
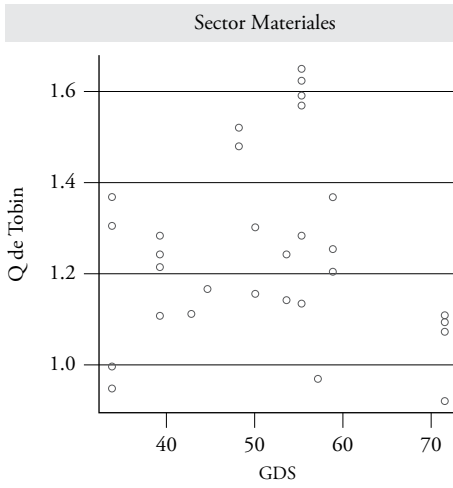
- Méndez, J. A. y Rivera, H. A. (2015). Relación entre gobierno corporativo y posicionamiento organizacional: instituciones de educación superior en América Latina. *Educación y Educadores*, 18(3), 435-455. <https://doi.org/10.5294/edu.2015.18.3.4>.
- Meneses Cerón, L. A. y Pérez Pacheco, C. A. (2020). Análisis comparativo de eficiencia en mercados emergentes. El caso de Colombia, Chile y Perú. *Apuntes Contables* (26), 9-24. <https://doi.org/10.18601/16577175.n26.02>.
- Mertzanis, C., Basuony, M. A. K. y Mohamed, E. K. A. (2019). Social institutions, corporate governance and firm-performance in the MENA region. *Research in International Business and Finance*, 48, 75-96. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.12.005>.
- Mesa Suárez, J. A. y de Control Gerencial y Gobierno, A. (2017). Con mirada de águila. *Apuntes Contables* (19), 41-122. <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/contad/article/view/5168>.
- Nazir, M. S. y Afza, T. (2018). Impact of corporate governance on discretionary earnings management: a case of Pakistani firms. *Pakistani Economic and Social Review*, 56(1), 157-184. http://pu.edu.pk/images/journal/psr/PDF-FILES/7-v56_1_18.pdf.
- OCDE (2016). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. *OECD Publishing*. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.
- OCDE (2010). Capitalizando sobre una década de progreso. *OECD Publishing*. <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/47103859.pdf>.
- Oneto, A. y Núñez, G. (2012). Gobernanza corporativa en Brasil, Colombia y México. CAF, CEPAL, BID. <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/613>.
- Paz-Ares, C. (2004). El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor. *InDret* (1). https://indret.com/wp-content/uploads/2007/05/182_es-1.pdf.
- Pindyck, R. S. y Rubinfeld, D. L. (2013). *Microeconomía*, 8.ª ed., Pearson Educación.
- Prahalad, C. K. (1993). The Role of Core Competencies in the Corporation. *Research-Technology Management*, 36(6), 40-47. <https://doi.org/10.1080/08956308.1993.11670940>.
- Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.
- Silva, A. L. C. da y Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143>.
- Trujillo, M. A. y Guzmán, A. (2016). *Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia*. CESA.
- Valles, Y. (2012). Los cambios en la Ley del Mercado de Valores, el valor informativo de los anuncios y el uso de información privilegiada. *Estudios Económicos CNBV*, 1, 35-74. https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/71394/16_2012_Cambios_en_la_Ley_del_Mercado_de_Valores_e_informaci_n_privilegiada.pdf.
- Wang, H., Tong, L., Takeuchi, R., y George, G. (2016). Corporate Social Responsibility: An Overview and New Research Directions. *Academy of Management Journal*, 59(2), 534-544. <https://doi.org/10.5465/amj.2016.5001>.



Fuente: elaboración propia.

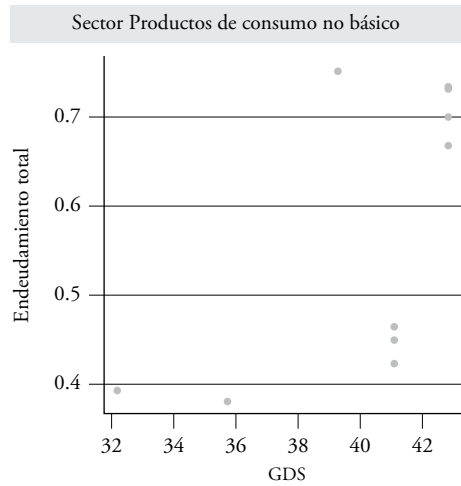
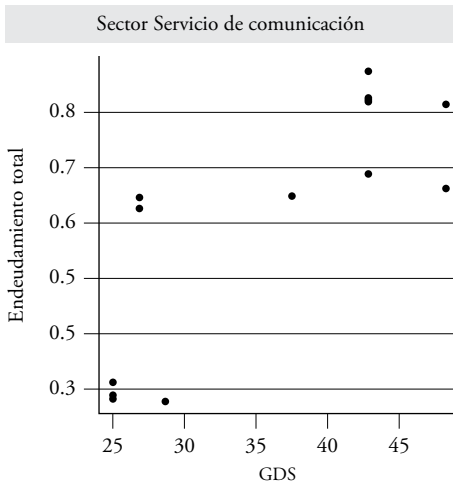
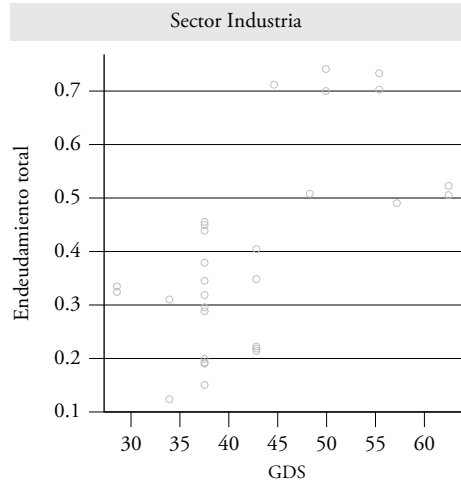
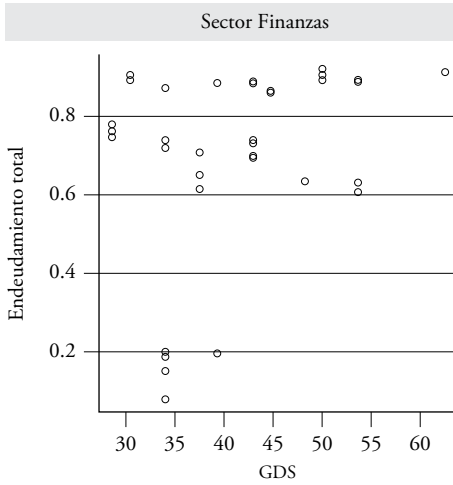
Anexo 2. Diagrama de dispersión GDS vs. Q de Tobin por sector

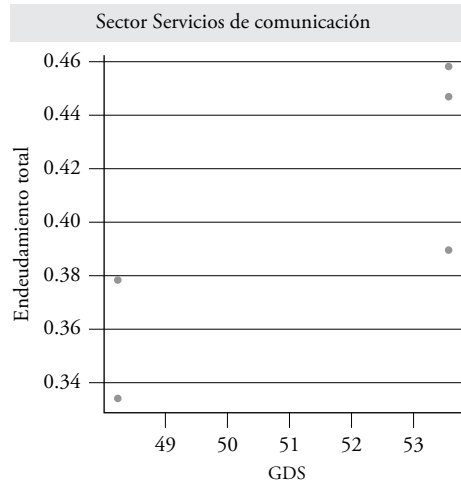
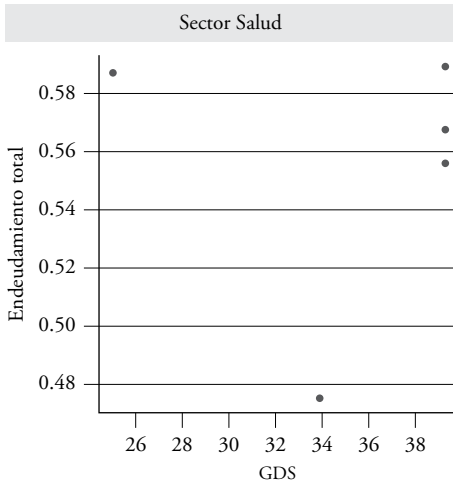
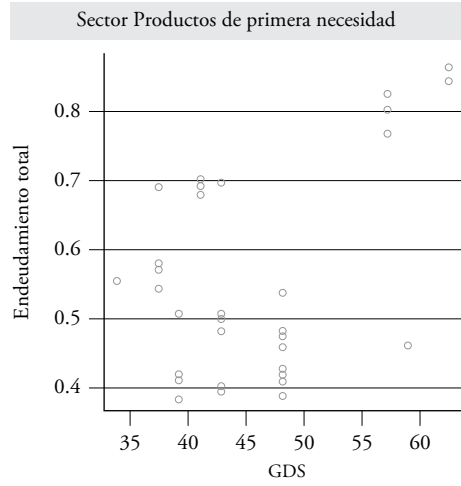
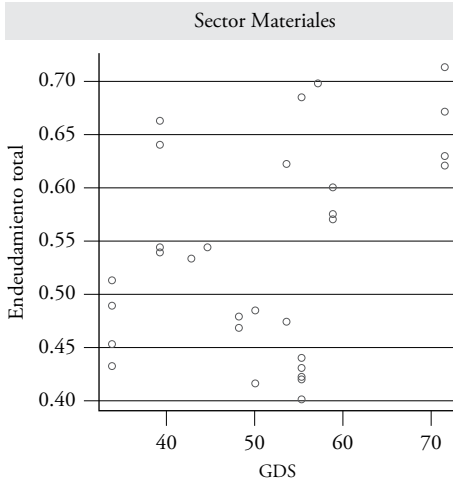




Fuente: elaboración propia.

Anexo 3. Diagrama de dispersión GDS vs. endeudamiento total por sector





Fuente: elaboración propia.