

Efectos Financieros del Gobierno Corporativo y Ética en los Negocios en México: Un Análisis Econométrico

Pablo LOPEZ Sarabia ¹
Departamento de Finanzas y Economía
Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey,
Campus Estado de México (ITESM – CEM)
e-mail: plopezs@itesm.mx y Teléfono: (52 55) 58-64-55-55 Ext. 3161 y 3184
Carretera Lago de Guadalupe Km. 3.5, Atizapán de Zaragoza,
Estado de México, C.P. 52929, México

Resumen

Este artículo muestra que las malas prácticas de gobierno corporativo y falta de ética puede afectar el desempeño financiero de las empresas y muy en particular su valor de mercado. Se analiza a Televisión Azteca que enfrenta una demanda de fraude por una recompra de deuda violando la regulación del mercado bursátil de Estados Unidos de América en especial la ley Sabarnes-Oxley, los resultados econométricos muestran que el valor de la empresa y el precio han disminuido a partir del inicio de investigación de la SEC. Por lo que se refiere a Cementos Mexicanos es una empresa que ha desarrollado un código de ética interno y ajustado al Código de Mejores Prácticas Corporativas, así como un impulsor entusiasta de las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Palabras clave: Gobierno Corporativo, Ética de los Negocios, Ley Sabarnes-Oxley, Econometría.

Clasificación JEL: M14, C20, C30, G34

¹ El autor es estudiante del Doctorado en Economía en la UNAM y es profesor de Finanzas y Economía en el ITESM-CEM. Este artículo es parte de su tesis doctoral.

1. Introducción

Los escándalos financieros a nivel internacional de empresas como Enron y WorldCom pusieron en alerta a las diferentes Instituciones reguladoras, ya que fueron incapaces de detectar los problemas financieros y practicas indebidas que dichas empresas incurrieron. Por lo que en el año 2002 el Congreso de los Estados Unidos de América elaboró la Ley Sabarnes-Oxley con el objetivo de establecer un sistema de supervisión adecuada a las empresas que cotizan en las bolsas de valores de ese país.

La Ley Sabarnes-Oxley contempla una revisión mucho más rigurosa de los datos financieros que una empresa declara en sus estados financieros y que utiliza para sus controles internos. Las multas y sanciones por proveer información falsa o incorrecta son muy severas y pueden llegar al extremo de encarcelar a los ejecutivos de la empresa y deslistarlas de la bolsa de valores respectiva. Este fue el primer paso en la construcción de una nueva reglamentación que se conoce como gobierno corporativo y que afecta a empresas norteamericanas y sus filiales en un inicio, pero que se generalizará a todo el mundo con el establecimientos de regulaciones específicas y código de ética inspirados en la Ley Sabarnes-Oxley.

En el caso de México el impulso de practicas de gobierno corporativo comenzaron en el año de 1999 con la conformación del Comité de Mejores Prácticas Corporativas a instancias del Consejo Coordinador Empresarial. Además, se ha propuesto una modificación a la Ley del Mercado de Valores para incorporar elementos éticos y de gobierno corporativo que permita una mayor protección a los inversionistas minoritarios y evitar problemas como los incurridos por la empresa TV-Azteca y su filial UNEFON en la venta de parte de su deuda y que permitió al dueño de TV-Azteca embolsarse más de 200 millones de dólares.

Empresas del Grupo Carso y Cementos Mexicanos (CEMEX) han sido los principales impulsores de la elaboración de Códigos de ética y prácticas de gobierno corporativo para todo el sector empresarial mexicano. El primer paso en esta línea de transparencia corporativa es el Código para Mejores Prácticas Corporativas en México que va encaminada a definir nuevos principios que contribuyan a un mejor funcionamiento del Consejo de Administración y a la revelación de información financiera, contable y administrativa a los accionistas.

Cementos Mexicanos estableció un código de ética interno en el año 2000 y realizó una renovación del mismo para actualizarlo en el 2004. En cuanto a las acciones a nivel internacional CEMEX ha cumplido con el reporte 20-F que solicita la Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos de América (SEC) y que se apega a los lineamientos de la Ley Sabarnes-Oxley.

La misma Ley Sabarnes-Oxley establece en su artículo 307 a denunciar practicas indebidas de participantes en el mercado de valores de Estados Unidos de América, por lo que en diciembre del 2003, AKIM Gump denunció a TV-Azteca por fraude como consecuencia de una operación indebida del grupo realizada con UNEFON en ese mismo año. Por lo que el 04 de enero del 2004 la SEC inició las investigaciones contra el señor Salinas Pliego y tres de sus socios por ocultar una transacción de deuda relativa a UNEFON. Por lo que se refiere a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores la investigación se inició en octubre del 2003 y concluyó el 28 de abril del 2004 y todo se encamina a que TV-Azteca afectó a accionistas minoritarios y sólo se esta definiendo la sanción respectiva en México y lo que decrete la SEC. Sin embargo, las empresas del Grupo Salinas ya han resentido su capacidad de realizar operaciones financieras y pérdida de credibilidad en los mercados bursátiles.

En este artículo se compara el desempeño financiero y volatilidad de Televisión Azteca que no ha profundizado en sus medidas de gobierno corporativo en

relación con Cementos Mexicanos que es una empresa modelo en el desarrollo de códigos de ética y prácticas de transparencia en la información corporativa.

2. Gobierno Corporativo

Muchas de las grandes empresas a nivel internacional presentan problemas de agente – principal ya que los intereses de accionistas y miembros del consejo de una empresa no son los mismos que los intereses de los empleados. Los objetivos de los administradores y empleados (agente) no son los mismos que los objetivos de los dueños (principal) ya que lo que está en juego no le pertenece a los empleados, es decir, el empleado, sin importar si las acciones de la empresa suben o bajan, seguirá recibiendo su respectivo sueldo por el trabajo que realiza. Es aquí donde el concepto de gobierno corporativo juega un papel muy importante ya que consideramos que si estos objetivos estuvieran alineados entre los dos entes se lograría un gobierno corporativo eficiente.

Este concepto puede ser mejor definido como las prácticas que se llevan a cabo para que la empresa pueda lograr sus objetivos de crecimiento. *“Gobierno Corporativo involucra las relaciones entre la administración de la empresa, su directorio, sus accionistas y demás agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa. El Gobierno Corporativo también provee la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño.”*² Es un concepto en el cual se adhieren la ética, la transparencia y manipulación de la información.

El surgimiento en Estados Unidos del gobierno corporativo se da principalmente tras la finalización de la guerra civil cuando se presenta un periodo de expansión de la economía norteamericana apoyado por los desarrollos de la segunda revolución industrial (Jensen 1993). Es aquí cuando surgen los denominados

² Definición otorgada por la OCDE (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico, 2004).

“Trusts” norteamericanos, por medio de los cuales una persona – denominada “settlor” – transfiere la propiedad de ciertos bienes a otra –conocida como “trustee” – con la finalidad de actuar en beneficio e interés de otras personas –llamadas “beneficiarios”– de acuerdo con las instrucciones dadas por el “settlor” al “trustee” en la escritura de constitución. Por supuesto que el “settlor” puede establecer, dentro del contrato, que él será el único “beneficiario” del “trust”.³

Sin embargo, por cuestiones de legalidad, estos contratos fueron prohibidos y se dio un periodo de surgimiento de estructuras oligopólicas formadas principalmente por múltiples fusiones entre las empresas dominantes. Durante la Gran Depresión de la década de los 30’s, se decide crear la SEC con la intención de regular el manejo de información y fomentar las actividades de transparencia dentro de las empresas para con sus accionistas.

Así pues, a lo largo de los años, con la evolución y magnitud de las empresas, se crean los “Principios de Gobierno Corporativo” de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) y otras organizaciones multilaterales como el Banco Mundial. Los principios son:

- i. El respeto de los derechos de los accionistas y tratamiento equitativo, independientemente de su capital.
- ii. Clara definición de las responsabilidades y las funciones de la junta directiva.
- iii. Transparencia.
- iv. Fluidez e integridad de la información.
- v. Comunicación efectiva con los diferentes públicos interesados en la empresa y su estructura de gobierno.

Bajo estos principios, es fácil que las empresas logren los objetivos planteados ya que se crea cierta confianza tanto en el interior como en el exterior de la empresa,

³ Extraído del texto “Protección de bienes: ‘trusts’ y fundaciones”, por Santiago Puig y Viladomiu, http://noticias.juridicas.com/areas_virtual/Articulos/45-Derecho%20Civil/199911-moores_03.htm

a través de sus prácticas internas. Sin lugar a duda esta es una de las ventajas más grandes que tiene el gobierno corporativo; sin embargo, la gran desventaja es el costo financiero que implica reestructurar la operación financiera de una organización y encaminarla al gobierno corporativo, situación que ha hecho que varias empresas evalúen los sobre costos de estar listadas en la bolsa de valores, principalmente en los Estados Unidos de América.

En el caso específico de Estados Unidos de América la Ley Sarbanes–Oxley establece como uno de los principales objetivos el de “restaurar la confianza en los informes financieros corporativos”. En el artículo 302 por ejemplo, se habla de la certificación que tienen que llevar a cabo los presidentes y CFOs (Chief Financial Officers) de las declaraciones financieras de sus empresas. En el artículo 404 habla de la obligación que tienen las empresas de elaborar informes anuales con los procedimientos y estructuras de control internos. Otro artículo importante también es el 409 en el que se establece que a partir de este año las empresas deben mostrar los cambios materiales de sus operaciones y condiciones financieras. Es por eso que esta ley para muchos es considerada como un reto dentro del sistema legal en las últimas décadas y es de cierta forma una base para la legislación de muchos países y por consiguiente seguida por muchas corporaciones extranjeras.

En marzo del presente año el Presidente de nuestro país, Vicente Fox, envió al Senado la iniciativa de la nueva Ley del Mercado de Valores de México en la que se promueven principios de gobierno corporativo. Por ejemplo, la modificación de los artículos 359 y 369 que se refieren a la forma en la que la información debe de hacerse pública de acuerdo a las investigaciones que realicen las autoridades competentes en cuanto a la información de la empresa que se haya revelado. También se hacen modificaciones en cuanto a las sanciones en caso de que se cometan fraudes, las cuales han sido catalogadas como “fuertes”. Otro aspecto que se considera en esta ley es el papel de los accionistas minoritarios quienes

hasta hoy no tienen las armas suficientes para defenderse de las mayorías debido a la falta de transparencia.

Muchos de los artículos de la nueva ley han causado controversia entre algunos empresarios ya que se argumenta que debido a las regulaciones y sanciones en caso de incumplimiento, se dará pie a que muchas empresas se salgan del Mercado de Valores. A pesar de que el Senado aprobó la iniciativa, la cámara de diputados no ha logrado llegar a un consenso y por consiguiente fue rechazada por lo menos durante este periodo de sesiones, con el propósito de “tener más tiempo para analizarla más a fondo”.

3. Planteamiento del Problema e Hipótesis

La mayoría de las empresas en México no han considerado los elementos éticos y de rendición de cuentas como una variable clave para el desempeño financiero de la empresa. Sin embargo, la señalización que las empresas envían al mercado pueden alterar el valor de mercado, ya que modifica las expectativas de los agentes al incrementarse el nivel de riesgo y la posibilidad de sanciones que pueden afectar la operación de la empresa, su financiamiento y rentabilidad.

La hipótesis que se plantea en el trabajo es que las empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo y éticas mejoran su desempeño financiero e incrementan el valor de la empresa, así como la disminución de su volatilidad.

4. Metodología

Se analiza el precio de la acción de Cementos Mexicanos y de Televisión Azteca en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) con información diaria del 02 enero del 2003 al 26 mayo del 2005. Se analizaron los precios y volatilidad del CPO y ADR de las dos empresas, así como su valor de mercado. También se analizaron las razones financieras de precio-

utilidad (P_U), precio-valor en libros (P_VL), valor de la empresa en relación al EBITDA (utilidad antes de impuestos e intereses, FV_EBITDA), valor de la empresa en relación a la utilidad de operación (FV_OP).

La volatilidad del precio de la acción y valor de la empresa se estimó mediante un modelo GARCH(1,1) de la siguiente forma:

$$R_t = \mu + \varepsilon_t$$

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^p \beta_i h_{t-i}$$

donde los coeficientes tienen las siguientes restricciones $p \geq 0$ y $p < t$; $q > 0$; $\alpha_0 > 0$; $\alpha_1 \geq 0$; $\beta_i \geq 0$ y h_t es la varianza condicionada. Este modelo es una generalización del modelo ARCH de orden infinito que converge en un proceso geométrico que tiene los parámetros GARCH(p,q), la ventaja de este modelo es que captura de mejor manera la información de los errores pasado, sin requerir un número considerable de parámetros, situación que hace que el modelo cumpla con el principio de parsimonia. Además de que la suma del término ARCH y GARCH permite pronosticar el comportamiento de la volatilidad.

El análisis de precios y volatilidad se realiza en el caso de CEMEX en dos fechas claves que es el inicio del Reporte 20-F que la SEC determinó a raíz de la Ley Sabarnes-Oxley y la renovación del Código de ética en enero del 2004. En relación a TV-Azteca se analiza el inicio de la investigación por presunto fraude y operaciones indebidas en la compra de la deuda de UNEFON por parte de la CNBV y la SEC en octubre del 2003 y 04 de enero del 2004, respectivamente. Así como el 28 de abril como la fecha de conclusión de la investigación por parte de la CNBV.

Se realizó una prueba de cambio estructural (prueba de chow) sobre el valor de la empresa en enero del 2004 para el caso de CEMEX y TV-Azteca con la finalidad

de detectar si hubo algún cambio en los parámetros que describe en el valor de la empresa en relación al precio de la acción en el mercado mexicano. Además , se incorporó un análisis con variable dummy (variable SEC) para detectar si hubo cambios en el valor de la empresa tomado como logaritmo el valor de la empresa y bajo el método de mínimos cuadrados ordinarios.

$$SEC = \begin{cases} 1 & \text{Si Después de enero 2004} \\ 0 & \text{Si Antes de enero 2004} \end{cases}$$

Los paquetes utilizados en el análisis fueron Excel, E-views 5.0 y la información obtenida fue tomada de Economática. Las pruebas de hipótesis estadísticas fueron elaboradas a un nivel de significancia del 0.05.

5. TV-Azteca y sus prácticas de Gobierno Corporativo.

A pesar de que TV-Azteca asumió el Código de Mejores Prácticas Corporativas en México, la empresa enfrenta una demanda por la compra de deuda de UNEFON que tenía con una compañía canadiense llamada Nortel Network Limited y que realizó en julio del 2003, mediante la empresa Codisco Investment LLC de la cuál son accionistas Ricardo Salinas Pliego (presidente del consejo de administración de TV AZTECA SA de CV) y Moisés Saba (presidente del consejo de administración de UNEFON) al cincuenta por ciento cada uno.

El problema de la recompra de deuda se encuentra en que el valor de la deuda de UNEFON con Nortel era de 325 millones de dólares y que Codisco la compró en 107 millones de dólares, lo que representa una diferencia de 218 millones de dólares, que más tarde se acreditaría ya que Codisco cobró los 325 millones de la deuda. Es claro que esta operación afecta a los inversionistas minoritarios.

TV-AZTECA también cotiza en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), por lo que ante la denuncia de la recompra de su deuda y bajo el amparo de la Ley Sabarnes-Oxley, la SEC decidió iniciar una investigación al señor Salinas Pliego y sus socios.

En el caso UNEFON los accionistas minoritarios de la compañía no contaron con la información que tenía el señor Saba Masri, por lo cual no supieron si quiera si la venta de la deuda a otra compañía les convenía o no. Y peor aún, en México no se tiene contemplado el que los accionistas minoritarios tengan alguna clase de derecho en la toma de estas decisiones.

Los accionistas mayoritarios de esta compañía cayeron en un conflicto de intereses con respecto al de la propia compañía, y es que en este caso ellos sabían de que la compañía canadiense al venderles la deuda con descuento al valor nominal de la misma, podrían encontrar un beneficio propio al revenderla a su propia compañía. La OCDE prohíbe determinadamente el uso de esta información para detrimento de la misma empresa.

La junta directiva tuvo la obligación de manifestar que la compra de UNEFON se haría por otra empresa con vinculación con los principales accionistas de la misma, para así dejar claro que la transacción no se realizara de mala fe, con el objeto del beneficio propio.

En México esto no está regulado y el riesgo potencial de estos fraudes continúa, ya que las reformas a la Ley del Mercado de Valores ajustada a los lineamientos del acta Sabarnes-Ooxley fue rechazada por el Congreso.

El caso de TV-Azteca-UNEFON es digno de análisis, ya que expone la debilidad de las normas que regulan el ambiente bursátil, pero sobre todo deja ver la falta de madurez que prevalece dentro de las empresas mexicanas en materia de gobierno corporativo y códigos de ética. Sin embargo, el costo de esta mala regulación

impactará el desempeño económico de la empresa y potencialmente de los mercados financieros ante la pérdida de credibilidad y falta de reformas para combatir la falta de información y malas prácticas corporativas.

A diferencia de TV-Azteca que no ha profundizado en el desarrollo de su código de ética y cumplimiento con la legislación tanto en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y de Estados Unidos de América (NYSE). Cementos Mexicanos ha cumplido con los reportes 20-F de la SEC, además desde el 2000 ha desarrollado su código interno de ética y su modificación en el 2004 para adecuarlo a los lineamientos de la Ley Sarbanes-Oxley. También, CEMEX ha sido un entusiasta impulsor del Código de Mejores Prácticas Corporativas entre las empresas de México, así como de la Nueva Ley del Mercado de Valores de México que fue rechazada en el Congreso y que contemplaba mecanismos más eficientes para proteger a los accionistas minoritarios.

6. Estimación Econométrica

Los modelos de volatilidad GARCH(1,1) para el precio del ADR y CPO de TV-Azteca muestran una mayor volatilidad de la acción en el NYSE que en BMV, lo que refleja una mayor información disponible en Estados Unidos de América, ya que desde el inicio de la investigación de la SEC la volatilidad fue aumentada como resultado de las sanciones que podría tener en ese mercado, mientras que en la BMV lo se ve el mismo efecto, a pesar del inicio de la investigación paralela.

En cuanto a CEMEX la volatilidad en ambos mercados ha sido similar en su trayectoria y magnitud, lo que hace pensar que ambos mercados tienen una misma percepción de la empresa (Véase anexo)

Valores de los coeficientes GARCH					
Activo-Empresa	α_0	α_1	β_1	$\alpha_1 + \beta_1$	Modelo
ADR-TV-Azteca	0.459136	0.096706	0.815758	0.912464	Significativo
<i>P-Value</i>	0	0	0		
CPO-TV-Azteca	0.514487	0.022084	0.860006	0.88209	Significativo
<i>P-Value</i>	0.0824*	0.1335*	0		
ADR-CEMEX	0.372554	0.097968	0.759172	0.85714	Significativo
<i>P-Value</i>	0.0003	0.0001	0		
CPO-CEMEX	0.305768	0.08214	0.790303	0.872443	Significativo
<i>P-Value</i>	0.0032	0.0029	0		

* Coeficientes no significativos a un nivel de significancia del .05

En cuanto a la trayectoria de la volatilidad del valor de la firma esta ha aumentado para TV-Azteca, mientras que para CEMEX la volatilidad ha sido constante.

Valores de los coeficientes GARCH					
	α_0	α_1	β_1	$\alpha_1 + \beta_1$	Modelo
Valor-Firma-TV-Azteca	0.202374	0.081639	0.850911	0.93255	Significativo
<i>P-Value</i>	0	0.0007	0		
Valor-Firma-CEMEX	Varianza Homocedastica				No significativo
<i>P-Value</i>	NA	NA	NA	NA	

* Coeficientes no significativos a un nivel de significancia del .05

En cuanto al comportamiento del precio del CPO y el valor de la empresa de TV-Azteca en la BMV se advierte una trayectoria similar, es decir, si disminuye el precio también ocurre con el valor de la empresa. A partir del inicio de la investigación de la SEC se muestra una clara disminución en el precio de la acción y el valor de la empresa. Por lo que se refiere a CEMEX desde el 2004 el precio de la acción ha aumentado, así como el valor de la empresa, aunque el precio esta por arriba, situación que refleja una buena valoración de la empresa que puede adjudicarse a su política de transparencia, ética y buen gobierno corporativo (véase anexo).

La regresión con variable dummy para determinar el efecto que tiene sobre el valor de la empresa TV-Azteca, el inicio de la investigación de la SEC muestra que es significativa y que tiene un efecto negativo sobre el valor de la empresa. Por lo

que se refiere al caso de CEMEX muestra que el valor de la firma no muestra un cambio significativo como consecuencia de la renovación del Código de ética, aunque la no existencia de cambio y estabilidad es una muestra de solidez, ante un entorno tan cambiante.

Efectos en el valor de la empresa Incorpora dummy (enero 2004)			
<i>Valor de la firma de TV-Azteca</i>			
Variable	Coeficiente	P-value	Efecto
Intercepto	22.95673	0*	Significativo
CPO_TVA	0.161862	0*	Significativo
SEC	-0.064114	0*	Significativo
<i>Valor de la firma de CEMEX</i>			
Variable	Coeficiente	P-value	Efecto
Intercepto	25.16228	0*	Significativo
CPO_CEMEX	0.013056	0*	Significativo
SEC	-0.002583	0.7424	No significativo

* Coeficientes significativos a un nivel del .05

El valor de la empresa TV-Azteca muestra un cambio estadísticamente relevante, a partir del inicio de la demanda, por lo que se confirma el efecto negativo. Las razones financieras han mostrado una tendencia a la baja.

Prueba de Chow de TV-Azteca			
Ho: No hay Cambio estructural			
Ha: Si hay cambio estructural			
Chow Breakpoint Test: enero 2004			
F-statistic	1219.673	p-value	0*

* Significativo al 0.05

Por lo que se refiere al caso de CEMEX, no hay un cambio en la estructura del valor de la empresa, aunque las razones financieras muestran una estabilidad.

Prueba de Chow CEMEX			
Ho: No hay Cambio estructural			
Ha: Si hay cambio estructural			
Chow Breakpoint Test: enero 2004			
F-statistic	0.115507	p-value	0.89093

7. Conclusiones

La evidencia econométrica muestra que la falta de prácticas de gobierno corporativo eficientes y éticas pueden llevar a una empresa a disminuir su valor y precio como en el caso de TV-Azteca, ya que a partir de enero del 2004 que se inicia la investigación de la SEC por fraude en perjuicio de los accionistas minoritarios de UNEFON.

Por lo que se refiere al caso de CEMEX se muestra una mayor estabilidad financiera como consecuencia de las medidas de buen gobierno corporativo y desarrollo del Código interno de ética, así como el de Mejores prácticas Corporativas. El precio de la acción aumentado más que el valor de la empresa como consecuencia de las señales positivas enviadas a los inversionistas de México y Estados Unidos de América.

Es importante señalar que la falta de reformas en materia de practicas corporativas en México puede generar un arbitraje ético, ya que muchas empresas pueden salirse del NYSE por los costos y controles que significa la ley Sabarnes-Oxley en relación a la carente regulación y eficiencia que muestra la BMV, más aún con el negativo precedente que dejó el rechazó de la Nueva Ley del mercado de valores.

8. Referencias Bibliográficas

Bhagat, Sanjai y Jefferis R; “The Econometrics of Corporate Governance Studies”, The MIT Press. 2002.

Bowie, Norman; Freeman, Edward, “Ethics and Agency Theory”, Oxford University Press, New York, 1992.

Familiar, Jorge; “Buen Gobierno Corporativo, garantía de calidad en la información de empresas”, Ejecutivos de Finanzas, Año XXXI Septiembre No. 9; México 2002.

Karpoff, Jonathan M, Marr M, y Danielson M; “Corporate Governance and Firm Performance”, Editorial Blackwell, 2000.

Learmount, Simon; “Corporate Governance: what can be learned from Japan?”, Oxford University Press, 2002.

OECD, “Principles of Corporate Governance”, 2004.

Oman, Charles P; “Corporate Governance in Development. The Experiences of Brazil, Chile, India and South Africa”, Editado por OECD, 2003.

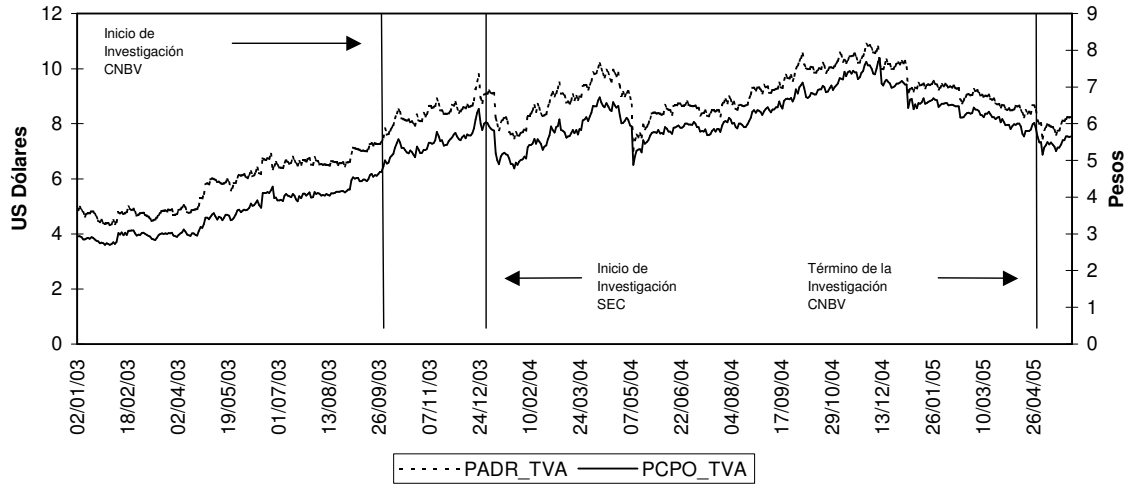
Roe, Mark J; “Political Determinants of Corporate Governance”, Oxford University Press, 2003.

Teherán, Jorge; “Se atora la Ley del Mercado de Valores”, Diario El Universal, 27 de abril de 2005.

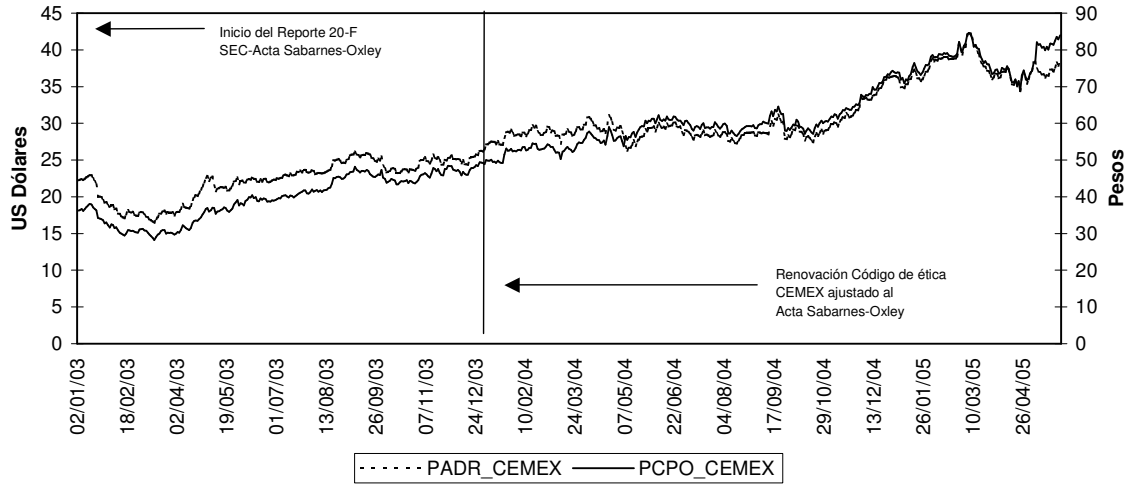
Yuste, José; “La CNBV notifica a Salinas Pliego”, Milenio Diario, 5 de enero de 2005.

9. Anexos

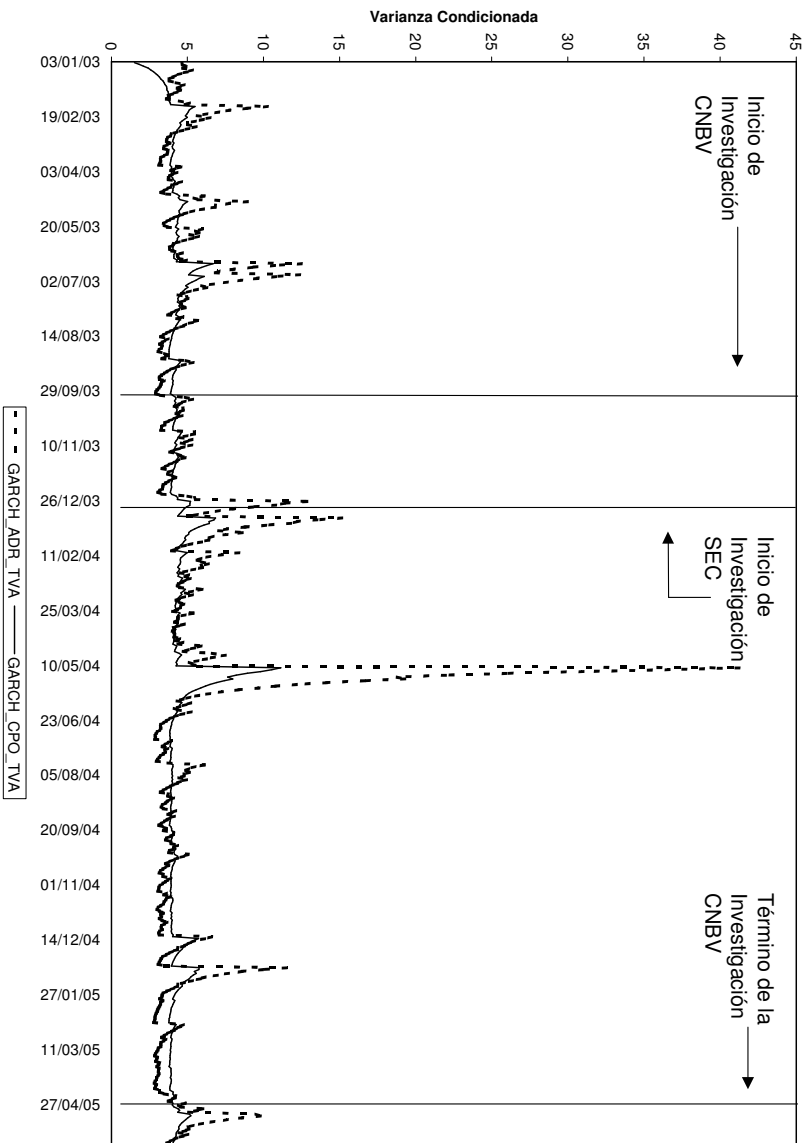
Precio Acción TV-Azteca en NYSE y BMV



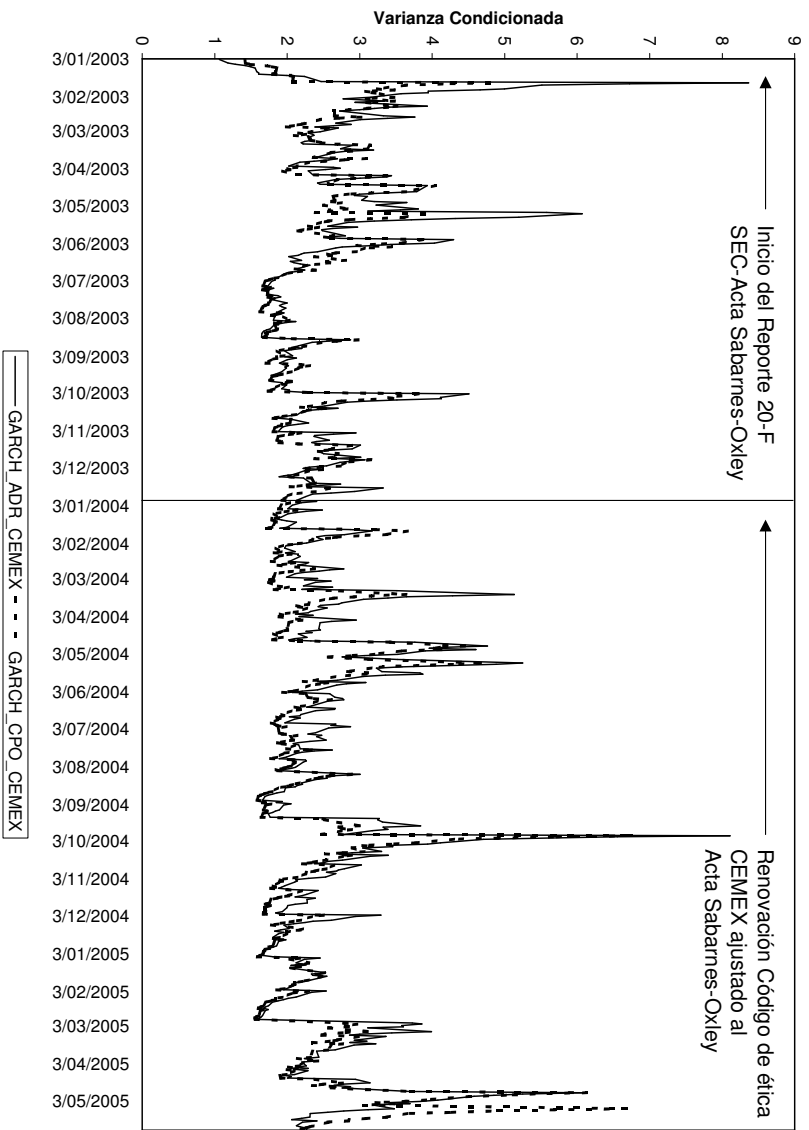
Precio Acción CEMEX en NYSE y BMV



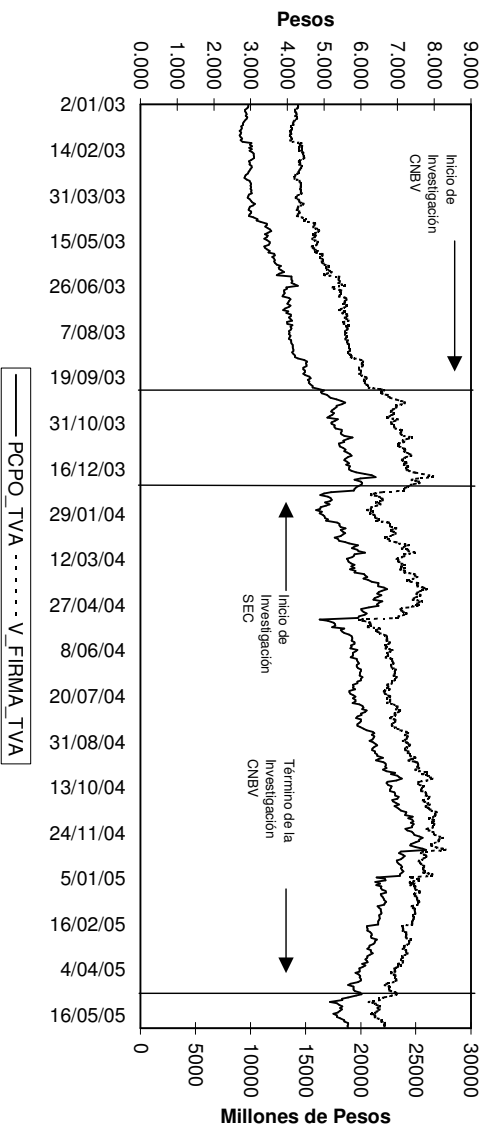
Volatilidad de la Acción TV-Azteca en NYSE y BMV



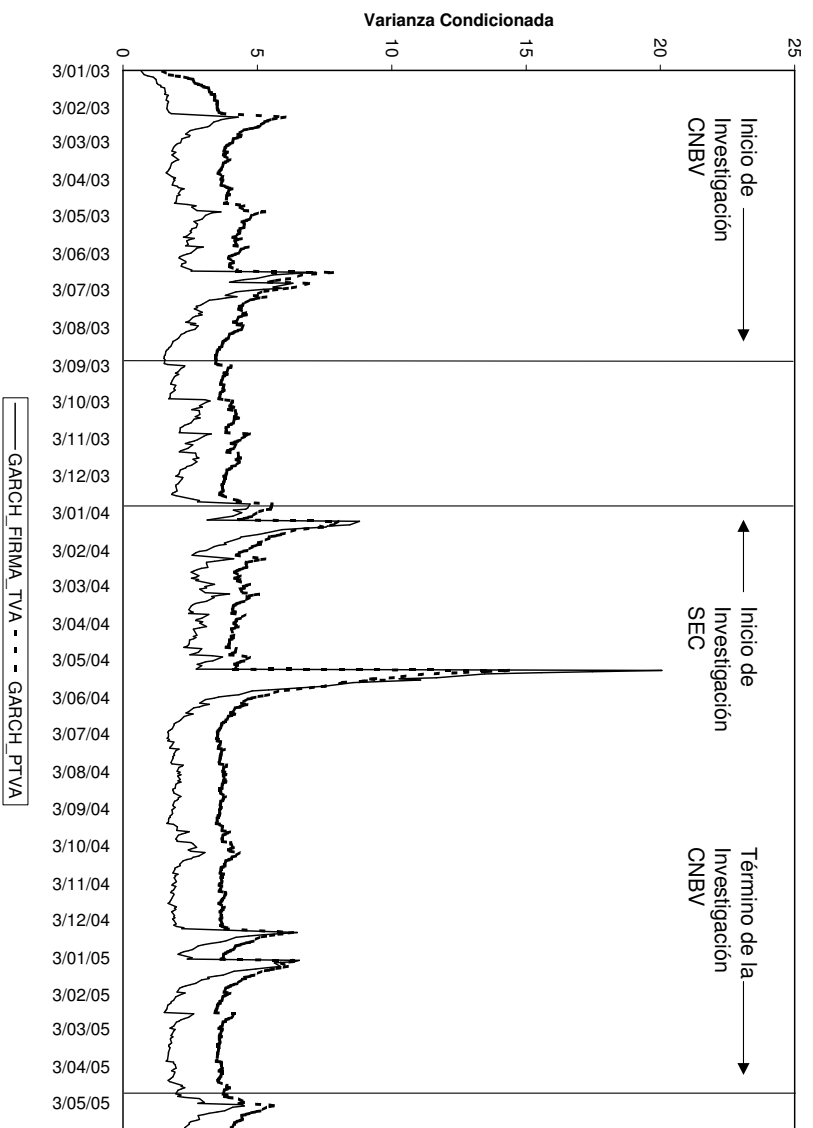
Volatilidad de la Acción CEMEX en NYSE y BMV



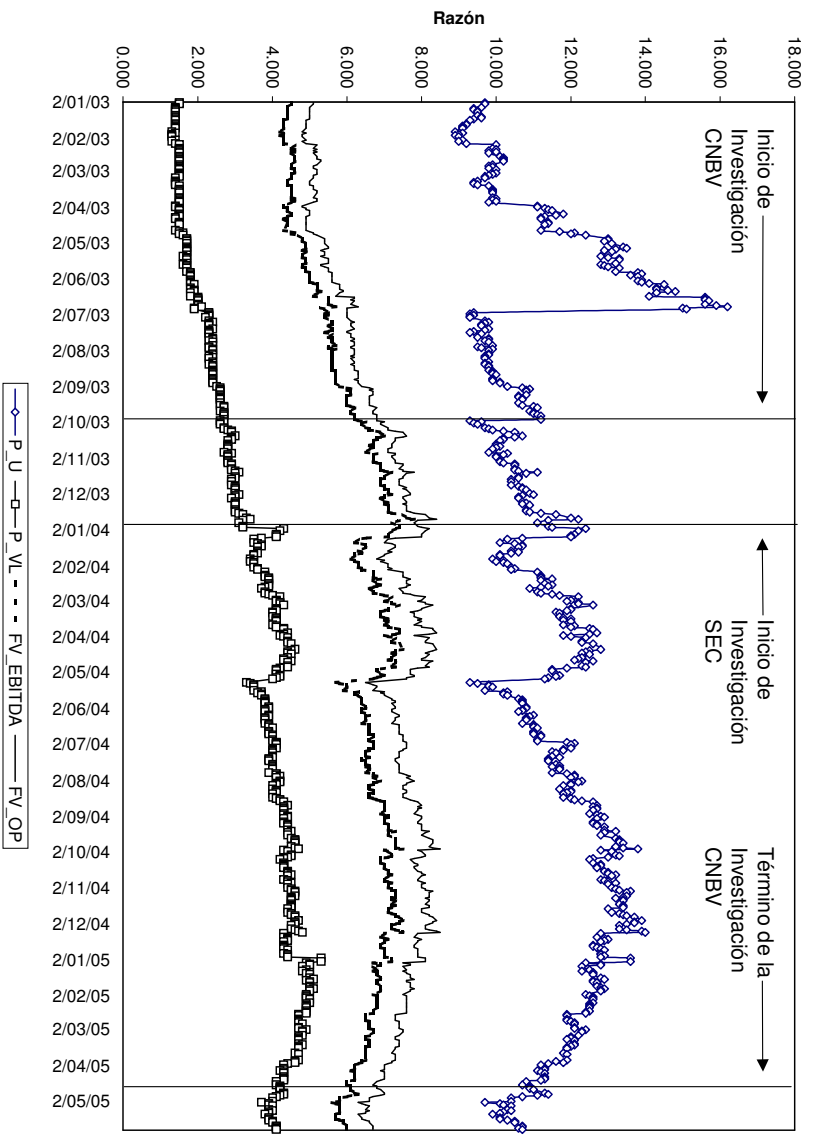
Precio y Valor de la Empresa TV-Azteca en la BMV



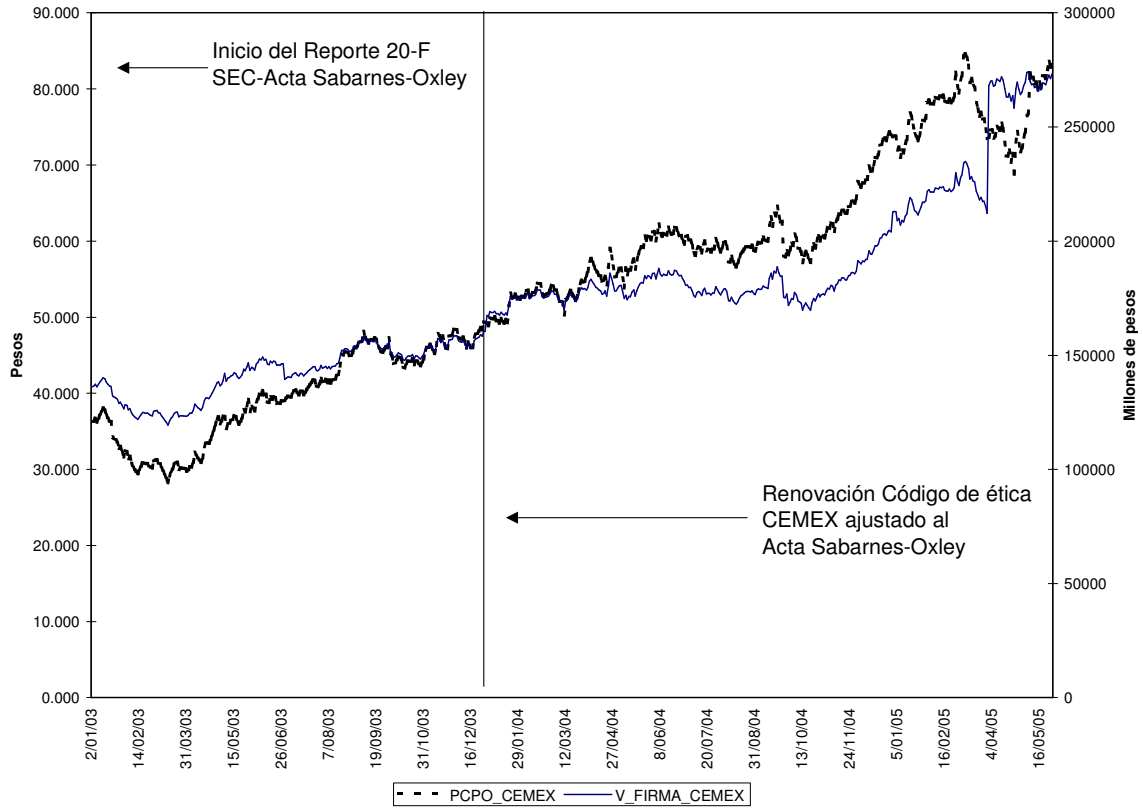
Volatilidad Precio y Valor de TV Azteca



Indicadores de Mercado de TV-Azteca en BMV



Precio y Valor de la Empresa CEMEX en BMV



Indicadores de Mercado CEMEX en BMV

