

2015

Gobierno corporativo en Colombia necesidad u obligación

Erika Marcela Acosta Sánchez
Universidad de La Salle, Bogotá

Mónica Lizeth Vargas Espitia
Universidad de La Salle, Bogotá

Follow this and additional works at: https://ciencia.lasalle.edu.co/contaduria_publica



Part of the [Accounting Commons](#)

Citación recomendada

Acosta Sánchez, E. M., & Vargas Espitia, M. L. (2015). Gobierno corporativo en Colombia necesidad u obligación. Retrieved from https://ciencia.lasalle.edu.co/contaduria_publica/172

This Trabajo de grado - Pregrado is brought to you for free and open access by the Facultad de Economía, Empresa y Desarrollo Sostenible - FEEDS at Ciencia Unisalle. It has been accepted for inclusion in Contaduría Pública by an authorized administrator of Ciencia Unisalle. For more information, please contact ciencia@lasalle.edu.co.

Universidad de La Salle
Facultad de Contaduría Pública

Nombre del proyecto

GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA ¿NECESIDAD U OBLIGACIÓN?

Presentado por:

ERIKA MARCELA ACOSTA SANCHEZ

MONICA LIZETH VARGAS ESPITIA

Fecha

Bogotá, Junio 22 de 2015

GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA ¿NECESIDAD U OBLIGACIÓN? ¹.

Erika Marcela Acosta Sánchez

Estudiante, Programa de Contaduría Pública, Universidad de la Salle

eacosta06@unisalle.edu.co

Mónica Lizeth Vargas Espitia

Estudiante, Programa de Contaduría Pública, Universidad de la Salle

mvargas87@unisalle.edu.co

Resumen

El propósito de este documento es establecer cuáles son los determinantes que influyen para que una empresa colombiana genere buenos estándares de Gobierno Corporativo. Los recientes acontecimientos ocurridos en mercados nacionales e internacionales evidencian las consecuencias de no implementar adecuadamente un sistema de gobierno que evite llevar a la liquidación a una empresa. Mediante el uso de un modelo de regresión lineal y Poisson que relaciona variables a nivel de empresas, se muestra cuáles son los determinantes que influyen en el buen desempeño del Gobierno Corporativo. Partiendo de los resultados econométricos, se puede afirmar desde el punto de vista financiero, que existen indicadores que influyen en la adopción de buenos estándares de administración en las compañías y buenas prácticas de gobierno corporativo. Este análisis se basa principalmente sobre los datos de la encuesta Código País y la información financiera reportada a la Superintendencia Financiera de Colombia, para los años 2003 y 2013.

Palabras Claves: Gobierno Corporativo, Empresas, mejores prácticas, estándares.

Clasificación JEL: G30, G34

Abstract

The purpose of this document is to establish the determinants that influence a Colombian company generates good corporate governance standards. Recent developments in domestic and international markets show the consequences of failing to implement a system of government that prevents lead to a liquidation company. Using a linear regression model and Poisson linking firm-level variables, it shows the determinants that influence the good performance of Corporate Governance. Based on the econometric results, we can say from the financial point of view, there are indicators that influence the adoption of good management standards in companies and good corporate governance practices. This analysis is mainly based on survey data code Country and

¹ El siguiente Documento se realiza como proyecto de grado para optar el título de Contaduría Pública en la Universidad de La Salle. Las autoras agradecen la revisión y comentarios de Fernando Barrios Aguirre, estudiante de Doctorado en Economía de la Universidad de Los Andes.

financial information reported to the Superintendencia Financiera de Colombia for the years 2003 and 2013.

Keywords: Corporate Governance, Business, best practices, standards

JEL Classification: G30, G34.

1. Introducción

En los últimos años, las distintas crisis y escándalos financieros a nivel nacional e internacional, han dejado en evidencia los múltiples errores sobre la forma de administración y gobernanza empresarial. Casos como los de Enron, Parmalat y WorldCom son ejemplo de lo que puede sucederle a una sociedad mal gobernada por sus administradores, estas deficiencias a nivel administrativo revelan la necesidad de adoptar buenos estándares de gobierno que permitan creer que el valor de la empresa no solo depende de la rentabilidad sino también de la eficacia de los diferentes mecanismos de control interno. Según Charkham (1994, pág. 807), el Gobierno Corporativo tiene el poder de influir en las decisiones, haciendo que estas sean eficientes para la maximización del valor económico.

En términos de Manne (1965, págs. 117-118) “el control societario puede constituir un activo con valor, dando seguridad y confianza a inversionistas, proveedores, clientes, empleados y accionistas en general”. Así, coherente con este objetivo, se han establecido diferentes leyes sobre las buenas prácticas de Gobierno Corporativo y gestión del riesgo, que permiten mitigar los posibles daños, tales como malos manejos administrativos y financieros entre otros; no obstante se evidencian problemas frente a la gobernanza de las empresas, por tal motivo se hace indiscutible la necesidad de establecer los determinantes de adquirir buenos estándares de control².

La presente investigación se realiza para resaltar la importancia que tiene la relación entre Gobierno Corporativo y desarrollo financiero de una empresa, “siendo estos pilares fundamentales para construir un buen sistema financiero e influir en las decisiones organizacionales y evitar consecuencias en posibles crisis financieras” (King & Levine, 1993a, págs. 717-737). Así las cosas, vale la pena cuestionar porque en algunas

² Tal vez el caso clásico de este tipo fue la toma de posesión por Louis Wolfson of the Capital Transit Corporation. Por este y otros ejemplos ver Karr, op. cit., p. 150.

empresas colombianas que no cotizan en bolsa aún no se ha implementado un modelo de Gobierno Corporativo, que permita que sean más competitivas en el mercado nacional e internacional y de esa manera garantizar el retorno de la inversión esperada por los inversionistas.

A partir de la pregunta, ¿Cuáles son los determinantes que influyen en una empresa para generar buenos estándares de Gobierno Corporativo?, se busca determinar los factores que influyen en la adopción de buenos estándares de administración en las compañías. Por esta razón, se analizará si realmente la implementación de un Gobierno Corporativo, nace de la necesidad de cumplir con una obligación, como en el caso de las empresas del sector financiero, o si es adoptado a partir de la influencia de los buenos resultados en la medición indicadores financieros, el crecimiento y competitividad de una empresa.

Este documento se estructura de la siguiente manera, luego de esta introducción, se plantea el estado del arte, en el cual se puede encontrar los antecedentes de las normas que regulan el gobierno corporativo tanto a nivel internacional como nacional. En la tercera parte se encuentra la estructura básica del modelo y los datos, cuyo propósito es encontrar relaciones causales entre las variables de gobierno corporativo y sus determinantes; y finalmente las conclusiones del estudio, que determinan que la implementación de prácticas de gobierno corporativo benefician no solo a las empresas que cotizan en bolsa, sino que también a pequeñas empresas y pymes familiares.

2. Estado del Arte

Existe una bibliografía tanto internacional como nacional que ha incentivado la realización de este documento de investigación. La tesis de García (2003, pág. 10) menciona que “el término gobierno corporativo es percibido de manera diferente de un país a otro, entre diferentes personas o instituciones, con diferente intensidad y naturaleza en función de las circunstancias”; por lo tanto, “la protección legal de los inversores será diferente en cada país dependiendo del origen de las reglas” (La Porta et al., 1998). En este sentido parece existir consenso en diferenciar dos modelos de gobierno corporativo (Gedajlovic & Shapiro, 1998, págs. 533-553): (a) el modelo angloamericano, caracterizado por una relativa pasividad de los accionistas e inversores institucionales; donde el consejo de administración no es siempre independiente de la dirección, para ejercer un completo

control de la dirección (Jensen, 1993, pág. 23); (Gedajlovic & Shapiro, 1998, págs. 533-553), el mercado de control corporativo es activo; y (b) el modelo europeo continental y japonés, caracterizados por accionistas y grupos de poder activo, donde su principal accionista son empresas bancarias, con un consejo de administración independiente de la dirección, lo cual permite tener eficiente control de las actividades internas (Kojima, 1993); (Kaplan, 1997); (Franks & Mayer, 1998), y un limitado mercado de control corporativo.

La importancia para la implementación de un Gobierno Corporativo surge de los supuestos mencionados por autores como Berle & Means (1932) quienes documentaron la forma como los administradores pueden tomar ventajas sobre los accionistas, dado que el accionista típico es desinteresado en los asuntos del día a día de la empresa. El resultado es que los que están directamente interesados en el día a día de los asuntos, la gestión y los directores, tienen la capacidad de gestionar los recursos de las empresas para su propio beneficio, Stiglitz (1974, págs. 219-255) “enfatisa que la existencia de dos enfoques alternativos: la creación de incentivos para alinear los intereses del administrador con los del accionista; y el monitoreo, para asegurar que el administrador hace lo que se le ha dicho que haga, para generar una mayor eficiencia es necesario que los mecanismos óptimos de control requerirán combinaciones de monitoreo e incentivos”.

El informe Cadbury (1992) fue el primer lineamiento de buen Gobierno Corporativo, en el que se tocaron temas tan relevantes como la organización y responsabilidad de los administradores, los derechos de los accionistas, el control, seguimiento y auditoria de las empresas, el objetivo era ofrecer una “visión común de las medidas que hay que tomar en el ámbito de la información financiera y la contabilidad”. Este informe se realizó debido al convencimiento de que la economía de una sociedad depende de la eficacia de la gestión una empresa, llevando a varias comunidades empresariales a interesarse por el Gobierno Corporativo.

A partir del informe Cadbury, muchos países han creado sus propios códigos de prácticas de buen Gobierno Corporativo que le permitan implementar mejores prácticas de administración. En el año 1999, se elabora una serie de normas y directrices relacionadas con Gobierno Corporativo, dando origen a los principios de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 1960), que buscan ser una guía en el

desarrollo de un buen gobierno corporativo, el cual constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como fomentar la confianza de los inversores.

La OCDE (2004) indica que “el marco para el gobierno corporativo deberá promover la transparencia y eficacia de los mercados, ser coherente con el Estado de Derecho y articular de forma clara el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reglamentarias y ejecutivas, estos son los principios básicos de un buen Gobierno Corporativo”.

Para el año 2002 se emite una ley que busca dar una respuesta a los repetidos escándalos financieros, la ley Sarbanes Oxley (2002), que busca brindar seguridad y confianza a los inversionistas, estableciendo estándares de buen Gobierno corporativo, que aumenten el nivel de confiabilidad de la información financiera, permitiendo mantener la integridad del sistema financiero. “Esta ley es considerada como el acto de mayor alcance contra el fraude corporativo a nivel mundial” (Córdoba, 2009).

Más adelante la Corporación Andina de Fomento (CAF, 2005) desarrolló una serie de lineamientos para un código Andino que establece un conjunto de normas para la implementación de un buen Gobierno Corporativo, que permita el acceso a mercados nacionales e internacionales.

Según González:

Al existir mayor claridad de las responsabilidades de los miembros del consejo, accionistas y auditores, se refuerza la confianza en el sistema empresarial. Las sociedades cuyos niveles de gobierno son elevados ganan más fácilmente la confianza y el apoyo de los inversores para el desarrollo de sus negocios. La confianza es el pilar básico en el cual reside en definitiva el buen gobierno de las sociedades, éste se apoya en tres valores que rigen el marco común para el desarrollo de toda actividad empresarial relacionada con las sociedades cotizables. Los valores básicos que deben guiar la actividad de la organización son: franqueza, integridad y responsabilidad. (González, 2000, pág. 3)

En el año 1975 es creado el Comité de Basilea con el “propósito de estudiar los fenómenos financieros para preparar recomendaciones que permitan de manera oportuna minimizar el riesgo al que se exponen las instituciones financieras, ha desarrollado

conceptos tales como el de “supervisión prudencial” el cual está avanzando dentro de un marco de desregulación y autorregulación, es decir, de la mano con los actores financieros, de manera que a través de controles adecuados para prevenir el fraude y operaciones no autorizadas por parte de empleados; el establecimiento de políticas para las actividades que representan riesgo para el centro principal de negocios de una entidad financiera; el monitoreo permanente de sistemas y el continuo seguimiento por parte de la junta directiva y administración de las directrices trazadas al interior de una institución financiera, constituyen herramientas fundamentales del nuevo enfoque de la supervisión bancaria”. (Ustáriz, 2003, pág 433)

Diferentes autores a nivel Nacional e internacional han definido la importancia de la implementación de un Gobierno Corporativo que permita maximizar el valor de las empresas y ser más competitivas. Himmelberg (1999, págs. 53, 353) señala que “el impacto de un mecanismo de gobierno está relacionado con el rendimiento de la empresa”, mientras otros autores han examinado la relación entre varios mecanismos de gestión y el desempeño de la empresa. Cada país ha establecido normas para una administración, sin embargo no se ha definido cuáles son las apreciaciones que motiven a las empresas a implementar estándares de Buen Gobierno Corporativo.

Para el caso colombiano, el punto de partida de Gobierno Corporativo se da en 1970 con la publicación del Código de Comercio, que regula aspectos de vital importancia para las empresas. Posteriormente se expide la Ley 222 de 1995 en los artículos 23 y 24 establece los deberes y responsabilidades de los administradores, como obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. En el año 1996 se expide la Ley 446 de 1996, con la cual se facilitó la aplicación de los derechos de accionistas minoritarios; y se otorgó a la Superintendencia Financiera el poder de investigar quejas presentadas por socios minoritarios y se transfirió la jurisdicción de controversias de accionistas de la rama judicial a un órgano administrativo especializado en materia financiera leyes que reglamentan aspectos fundamentales de administración.

Como una tercera ley a nivel nacional que regula el funcionamiento del Gobierno corporativo se expide la Ley 964 de 2005, también conocida como Ley de Mercado de Valores por la cual se dictan normas Generales, se señalan los objetivos y criterios a los

cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, es decir la protección de los inversionistas principalmente los inversionistas minoritarios.

Más adelante la Superintendencia Financiera expide la Resolución 275 de 2001 cuyo “objetivo principal es brindar protección especial a los recursos de los accionistas, promoviendo la autorregulación del Gobierno Corporativo en Colombia” (Velez, 2007, pág. 383), “esta ley provocó la moda de adopción de códigos de gobierno corporativo pero sin un impacto real sobre las buenas prácticas” (Fortich, 2013). Los principales temas tratados en esta ley hacen referencia a las modificaciones estatutarias, la divulgación de la información, la desconcentración de la propiedad y los códigos de buen Gobierno Corporativo.

La ley 795 de 2003 que deben cumplir los intermediarios financieros para fortalecer los mecanismos de protección a los clientes; la ley 964 de 2005, conocida como ley del mercado público de valores, la cual establece que en las juntas directivas por lo menos deben existir un 25% de miembros independientes, además para aumentar la transparencia, deben divulgar los acuerdos que se realicen entre accionistas.

Posteriormente en el año 2007 es creado “Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia” por la Superintendencia Financiera basado en los lineamientos elaborados por la CAF, establecido tras los casos de corrupción internacionales que demostraron que las prácticas de buen Gobierno Corporativo requieren la integración de empresas, inversionistas y entidades que rijan y controlen las medidas establecidas, lo anterior debido a que el “sector empresarial colombiano no ha sido ajeno a las malas prácticas y a la evolución de buen Gobierno Corporativo, en la actualidad el país es identificado como uno en los que se ha presentado mayores avances tanto regulatorios como voluntarios” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2008, pág, 2). El Código de Gobierno Corporativo diseñado por la Superintendencia Financiera de Colombia, se ha estructurado de manera que contenga un conjunto de medidas concretas, siguiendo el principio “cumpla o explique”, de allí que las medidas sean de adopción voluntaria, sin embargo, es creado para las empresas del mercado de valores y para todas aquellas que busquen

mejorar sus estándares y decidan adoptar mejores prácticas para ser más competitivos dentro del mercado.

Finalmente se expide la circular 055 de 2007, que deroga las normas que le sean contrarias, en especial, la Resolución 275 de 2001; la circular 055 de 2007 busca velar por la buena administración de los recursos gestionados y exige dar cuentas de las practicas descritas en El Código País.

A pesar que estas leyes han sido creadas para la protección de los inversionistas aún se evidencian fallas, pero es notorio que existen determinantes desde el punto de vista financiero, que influyen en el buen desempeño del gobierno corporativo.

3. Estructura Básica del Modelo Econométrico

Las empresas implementan gobierno corporativo con la expectativa de recibir un aumento en las ganancias (Langeback et al., 2007). Las expectativas de los rendimientos post-gobierno corporativo r_i^* para la empresa i se toma como una función de un conjunto de variables específicas a las empresas, que determinan la forma en que la empresa responde a los incentivos de rentabilidad y las variables exógenas específicas del sector, que condicionan la rentabilidad de las actividades relacionadas con el gobierno corporativo. Esto según Baldwin (2000) puede expresarse formalmente como:

$$r_i^* = bx_i + u_i$$

A pesar de que r_i^* no es observable directamente, podemos observar si la empresa tuvo un buen gobierno corporativo, por el índice de gobierno corporativo generado en el período (es una proxy). Suponemos que cuando el valor esperado del gobierno corporativo es positivo, es porque las empresas tienen un buen indicador de gobierno corporativo.

La variable observable I_i toma valores mayores que uno cuando la empresa tiene buen gobierno corporativo, y cero en caso contrario. Por lo tanto podemos escribir que:

$$I_i > 0 \text{ si } r_i^* > 0$$
$$I_i = 0 \text{ en otro caso}$$

El valor esperado del gobierno corporativo, dadas las características de la empresa y el sector a la que pertenece, es la siguiente:

$$E(r_i^* | x_i)$$

Por lo tanto la probabilidad de observar que una empresa tenga gobierno corporativo, está dada por:

$$Prob(I_i > 0) = Prob(u_i > -bx_i) = 1 - F(-bx_i)$$

Donde F es la función de densidad acumulada de los u_i residuos. La elección del modelo estadístico se basa en supuestos sobre la forma de los residuos. Si la distribución acumulada de los residuos es normal, el modelo de regresión lineal puede ser una opción adecuada si se transforma el indicador en una variable continua (índice de gobierno corporativo relativo). Sin embargo, dada la naturaleza de los datos, si la variable dependiente es discreta, de conteo y no negativa (índice de gobierno corporativo absoluto), el modelo Poisson o binomial negativo podría ser el más adecuado. Las diferencias en los valores esperados de gobierno corporativo, y por lo tanto las diferencias en el valor esperado provenientes de un buen gobierno corporativo (Índice de gobierno corporativo), se evaluarán con los determinantes examinados desde una perspectiva empresarial y financiera (Barrios, Sánchez, & Zuluaga, J., 2012).

3.1. Modelos de regresión lineal por mínimos cuadrados ordinarios sobre el gobierno corporativo

Si la variable de análisis es continua, el modelo de regresión lineal por mínimos cuadrados ordinarios es apropiado para encontrar los efectos desconocidos del cambio de una variable sobre otra. Al implementar este método, se asume una relación lineal y aditiva en las variables influyentes en el modelo de gobierno corporativo. Técnicamente, la regresión lineal evaluará como la variable dependiente (gobierno corporativo) cambia cuando la variable independiente cambia en una unidad (Wooldridge, 2010). Es de la forma:

$$Y = X\beta + \mu$$

Siendo Y la variable dependiente, X la variable explicativa o independiente, μ es el término de error (lo que no se observa) y β es el estimador con base en una muestra que es representativa para el universo de análisis.

El método de estimación de β , mínimos cuadrados ordinarios, permite calcular este parámetro a partir de una expresión matemática con base en lo que se observa y suponiendo que:

- a. β es el argumento que minimiza los errores cuadráticos y surge de una función en términos de X y Y.
- b. β es insesgado, es decir, que su valor esperado es igual al β poblacional.
- c. β es consistente, es decir, se parece al poblacional a medida que el tamaño de la muestra tiende a infinito.
- d. Existe independencia condicional, homocedasticidad y no autocorrelación en el término de error μ .

El resultado del método y el análisis de los estadísticos descriptivos de β permiten dar un efecto y significancia de las variables independientes sobre el índice relativo de gobierno corporativo. (Barrios et al., 2012).

3.2. Modelos econométricos Poisson para el gobierno de gobierno corporativo como variable discreta.

Generalmente las variables de conteo son tratadas como si fueran continuas y lo que se puede observar es una aplicación de la regresión lineal con resultados nefastos en la eficiencia, consistencia y sesgidez de los estimadores (Long, 1997, pág. 217) y en menor medida se ignora la naturaleza discreta de la variable dependiente y se aceptan valores negativos en el pronóstico. Afortunadamente, existen modelos que se han diseñado para aplicarse a variables dependientes de conteo. Si se hace caso omiso a la recomendación de un modelo aplicable a variables de conteo aceptando un modelo lineal de regresión, tendríamos estimadores inconsistentes e ignoraríamos la heterocedasticidad inherente en los datos de conteo (Winkelmann, 2008, pág. 8).

El modelo de Poisson, es un modelo aplicado para modelos de conteo, de naturaleza discreta y no negativa. Este modelo atribuye probabilidades positivas a los valores cero y cuenta con una variable aleatoria no negativa para la heterocedasticidad y la distribución sesgada. Finalmente este modelo tiene una estructura simple y los parámetros del modelo pueden ser estimados con relativa facilidad. (Barrios et al., 2012).

El índice de gobierno corporativo absoluto calculado, que es la variable dependiente de análisis, es de conteo (count data), discreta y posee valores no negativos. Por lo tanto es posible postular que su distribución se ajusta a las características de un proceso de Poisson. Siguiendo a (Winkelmann, 2008, pág. 8), los modelos Poisson se caracterizan

por presentar equidispersión, es decir, su media y su varianza son iguales, y porque la probabilidad de un conteo es determinada por una distribución poisson, donde la media de la distribución es una función de las variables independientes (Long, 1997, pág. 217). Winkelmann (2008) argumenta, que si y es una variable aleatoria con una distribución discreta definida en $N \cup \{0\} = \{0,1,2 \dots\}$, entonces el conjunto Y tiene una distribución de Poisson con parámetro μ , escrita como $X \sim \text{Po}(\mu)$, si la función de probabilidad es:

$$P(y|\mu) = p_y = \frac{e^{-\mu} \mu^y}{y!}$$

Para μ que pertenece a los reales positivos y, $y = 0,1,2 \dots$, y la función de probabilidad está dada por

$$P(s) = E(s^y) = \sum_{y=1}^{\infty} \frac{e^{-\mu} (\mu s)^y}{y!} = e^{-\mu + \mu s}$$

Podemos calcular el valor esperado o primer momento de la distribución y su varianza.

$$E(Y) = P'(1)$$

$$P'(1) = \frac{\partial P(s)}{\partial y} = e^{-\mu} \mu e^{\mu s}$$

Si $s=1$, podemos decir que:

$$\frac{\partial P(s)}{\partial y} = e^{-\mu} \mu e^{\mu} = \mu$$

Por otra parte, la varianza es igual a:

$$\text{Var}(Y) = P''(1) + P'(1) - [P'(1)]^2$$

$$P''(1) = \frac{\partial^2 P(s)}{\partial s^2} = e^{-\mu} \mu^2 e^{\mu s}$$

Si $s=1$, podemos decir que:

$$\text{Var}(Y) = \mu^2 + \mu - [\mu]^2 = \mu$$

Es posible que en los resultados de índice de gobierno corporativo, nos encontremos con resultados en los estadísticos diferentes al supuesto de equidispersión o es posible que muchas empresas no hayan implementado gobierno corporativo, y en este orden existan muchos ceros en la distribución. Estos resultados de las observaciones generan que el modelo Poisson deje de ser en sí mismo el mejor modelo y si lo cálculos de la media son correctos, pero existe sobre dispersión, los estimadores de un modelo Poisson son consistentes pero ineficientes (Long, 1997, pág. 217)³. Desde este punto de vista, el

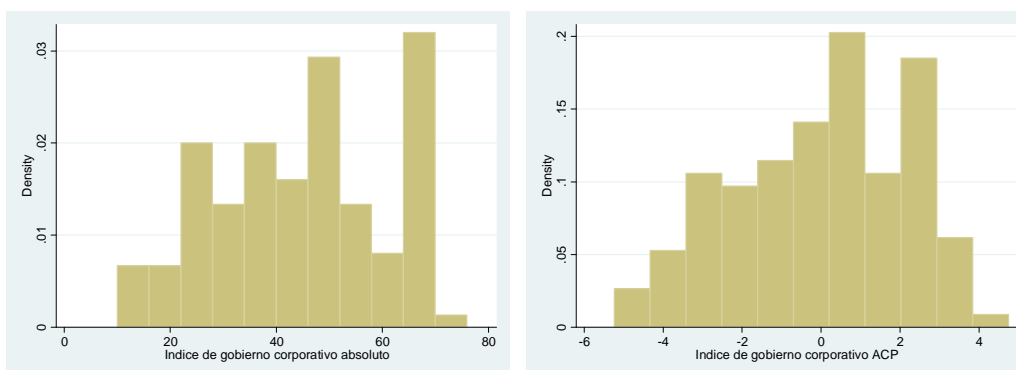
³ Los estimadores deben ser insesgados o centrados, es decir, que su sesgo sea nulo por ser su esperanza igual al parámetro que se desea estimar; eficiente o más preciso que otro estimador, es decir, si la varianza del primero es menor que la del segundo. A medida que el tamaño

documento se centraría en comprender las condiciones que se asocian con tener un buen gobierno corporativo (un índice alto, por ejemplo).

4. Datos

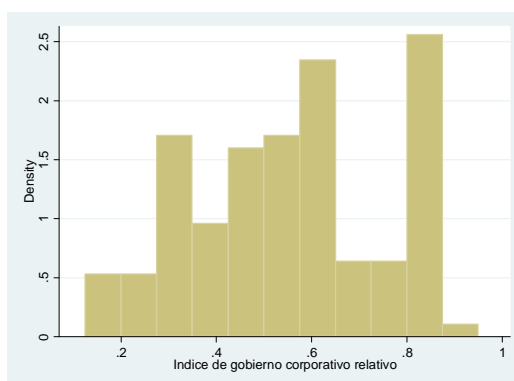
La muestra del estudio está conformada por las entidades que han adoptado Códigos de Buen Gobierno reportadas por la Superintendencia Financiera de Colombia. El universo se compone de 137 empresas totales, donde 121 empresas (88% del universo) serán utilizadas en los modelos de regresión. En este trabajo, se utilizan como variable dependiente el índice de gobierno corporativo, en un contexto continuo y en una escala discreta no negativa (valor del índice de gobierno).

Figura 1. Histograma del gobierno corporativo continuo



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, 2013

Figura 2. Histograma del gobierno corporativo discreto



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, 2013

de la muestra crece, el valor del estimador tiende a ser el valor del parámetro y la varianza de este sea cero, o sea consistentes. También deben ser robustos y suficientes, es decir, suficiente cuando resume toda la información relevante contenida en la muestra, de forma que ningún otro estimador pueda proporcionar información adicional sobre el parámetro desconocido de la población.

A partir de la variable dependiente, se observará que relaciones existen entre las medidas financieras utilizadas y la variación del índice de Gobierno Corporativo.

4.1. Especificación empírica y resultados del modelo

El análisis empírico examina el papel de los indicadores financieros en el índice de gobierno corporativo. Lo que pretendemos analizar es el efecto de los indicadores de solvencia, endeudamiento, rendimiento, liquidez y eficiencia, sobre el cambio generado en el índice de gobierno corporativo de las empresas que han adoptado códigos de gobierno.

Para este análisis se utilizarán Mínimos cuadrados ordinarios y un modelo Poisson para evaluar las variables dependientes en los años 2003 y 2013. Las variables dependientes serán los índices de gobierno corporativo absoluto, relativo y por componente principal, que surgen de la suma de los puntos evaluados en la encuesta código país aplicada a las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. El índice de gobierno corporativo absoluto se calculó sumando las respuestas positivas manifestadas por cada empresa, mientras que el índice de gobierno relativo se calculó como la relación entre el total de respuestas positivas y el total de respuestas de la encuesta y promedio de un análisis de componentes principales⁴.

En primera instancia, para examinar el efecto de las variables financieras empresariales, datos tomados de los estados financieros de las entidades en estudio en el año 2003 y 2013, sobre el índice de gobierno corporativo, Igc_i , contamos con 121 empresas de “I” empresas. El modelo a evaluar será el siguiente:

$$Igc_i = \beta_0 + \beta_1 Solvencia_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3 Liquidez_i + \beta_4 Rendimiento_i + \beta_5 ROE_i + \beta_6 Eficiencia_i + \beta_7 Endeudamiento_i + \beta_8 EBITDA_i + \mu_i \quad (3)$$

Donde Solvencia, es el índice de solvencia que se calculó tomando el activo total sobre el pasivo total, con este se determina cuantos pesos tiene la empresa para respaldar las obligaciones que tiene por pagar; ROA se calculó tomando la utilidad del ejercicio sobre el activo total, con este indicador se mide la eficiencia de una empresa en el uso de sus activos para generar utilidades; Índice de Liquidez se calculó tomando el activo corriente

⁴ Se utiliza el Software Stata 13.1 para las regresiones y el cálculo del indicador por análisis de componentes principales. Esta técnica se utilizó con el propósito de reducir las variables de la encuesta Código País en un solo indicador que es capaz de representar las diferentes medidas.

sobre el pasivo corriente, con este se determina la capacidad que tiene la empresa para respaldar sus obligaciones en el corto plazo; Índice de rendimiento se calcula tomando la utilidad sobre las ventas, este indicador determina si el esfuerzo hecho durante el periodo de análisis está produciendo una adecuada retribución para la empresas; ROE se calculó tomando la utilidad sobre el patrimonio, este indicador mide la capacidad de una empresa para generar utilidades con el uso del capital invertido y el dinero que ha generado; Índice de Eficiencia se calculó tomando las ventas sobre el total del activo, con este se determina que tan eficiente es la empresa para generar efectivo; Índice de endeudamiento se calculó tomando el activo total sobre el pasivo total, este determina cuantos de los pesos invertidos en activos están siendo financiados por terceros y que garantía está presentando la empresa a los acreedores; EBITDA es la suma de la utilidad del ejercicio, más las depreciaciones, más las amortizaciones, más las provisiones, más intereses. Este indicador establece las ganancias obtenidas por una empresa sin tener en cuenta los gastos que no implican salida de dinero en efectivo, en otras palabras determina la capacidad de la empresa para generar caja; sin embargo para este indicador los datos están sesgados dado que la información publicada no se encontraba completa.

Dada las especificaciones de la base de datos, es meritorio aclarar la pérdida de datos que resulta si se incorpora una variable. Esto se da por que la información de gobierno corporativo es difícil de conseguir y adicionalmente algunas empresas de la muestra tomada, no reportaron información de la encuesta de código país y los estados financieros.

4.2. Resultado de los modelos

Los resultados de los modelos se presentan a continuación. La tabla de correlación entre las variables utilizadas en las especificaciones del modelo indica que el índice de solvencia está relacionado negativamente con el índice de gobierno corporativo. El índice de eficiencia no tiene una relación significativa con todas las variables dependientes del modelo, mientras que el ROA tiene relaciones positivas y significativas con los índices de rendimiento, eficiencia y ROE. (Ver tabla 1 Matriz de correlaciones).

Tabla 1. Matriz de correlaciones

Tabla de Correlación	IGC Absoluto	IGC Relativo	IGC ACP	Indice de solvencia	ROA	Indice de Liquidez	Indice de Rendimiento	ROE	Indice de Eficiencia	Indice de Endeudamiento	EBITDA Débil
IGC Absoluto	1										
IGC Relativo	1.0000*	1									
IGC ACP	0.9815*	0.9815*	1								
Indice de solvencia	-0.1561	-0.1561	-0.1526	1							
ROA	0.1116	0.1116	0.1039	-0.059	1						
Indice de Liquidez	0.0496	0.0496	0.0355	0.2858*	-0.0241	1					
Indice de Rendimiento	0.0032	0.0032	0.0005	0.0245	0.4617*	-0.0374	1				
ROE	0.1808*	0.1808*	0.1627	-0.0593	0.5946*	-0.0447	0.2355*	1			
Indice de Eficiencia	-0.1644	-0.1644	-0.2028*	-0.137	0.2600*	-0.1044	-0.0139	0.0614	1		
Indice de Endeudamiento	-0.0809	-0.0809	-0.1056	-0.1274	0.1468	-0.07	-0.022	-0.026	0.3520*	1	
EBITDA Débil	-0.0897	-0.0897	-0.0655	-0.0256	0.1641	-0.0244	0.0328	0.1386	0.0488	-0.0121	1

Fuente: Cálculo de las autoras con base en datos de la Superintendencia Financiera, 2013

Los cuadros 1 y 2 muestran los resultados de las estimaciones para los índices de gobierno corporativo, estableciendo el efecto positivo del ROA, ROE, y liquidez sobre el índice de gobierno corporativo. Para el caso del aporte del índice de Solvencia, rendimiento neto, eficiencia, endeudamiento y EBITDA, se observa un resultado negativo sobre la variable dependiente en el modelo (1). Los efectos son robustos pero, el modelo (1) de este cuadro es la mejor estimación.

Cuadro 1. Modelo de regresión Poisson (1) y Mínimos cuadrados Ordinarios (2) y (3)

VARIABLES	(1) Indice de Gobierno Corporativo Absoluto	(2) Indice de Gobierno Corporativo Relativo	(3) Indice de Gobierno Corporativo ACP
Índice de Solvencia 2013	-0.00417*** (0.000862)	-0.00185*** (0.000519)	-0.0122*** (0.00395)
ROA-Índice de Rendimiento del activo total 2013	1.214*** (0.431)	0.710 (0.561)	-7.738 (6.068)
Índice de Liquidez 2013	0.00446*** (0.00173)	0.00258 (0.00302)	-0.0216*** (0.00583)
Índice de Rendimiento Neto 2013	-0.0969*** (0.0320)	-0.0531 (0.0704)	0.546 (0.337)
ROE-Índice de Rendimiento del Patrimonio 2013	0.359*** (0.122)	0.139* (0.0752)	2.462** (0.966)
Índice de Eficiencia 2013	-0.162*** (0.0321)	-0.0791** (0.0336)	-0.605* (0.315)
Índice de Endeudamiento 2013	-0.0204 (0.0128)	-0.0101 (0.00761)	0.0339 (0.101)
EBITDA 2013	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.000 (0.000)
Constante	3.844*** (0.0215)	0.582*** (0.0255)	0.563** (0.267)
R cuadrado	0.071	0.13	0.137
Observaciones	124	124	135

Errores estándar robustos en paréntesis
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: Cálculo de las autoras con base en datos de la Superintendencia Financiera, 2013

Cuadro 2. Modelo de regresión Poisson (1) y Mínimos cuadrados Ordinarios (2) y (3)

VARIABLES	(1) Índice de Gobierno Corporativo Absoluto	(2) Índice de Gobierno Corporativo Relativo	(3) Índice de Gobierno Corporativo ACP
Índice de Solvencia 2013	-0.00345*** (0.000645)	-0.00162*** (0.000306)	-0.00660* (0.00371)
ROA-Índice de Rendimiento del activo total 2013	1.427 (0.893)	0.865 (0.531)	5.021 (6.093)
Índice de Liquidez 2013	0.00742*** (0.00186)	0.00488*** (0.00104)	-0.00934 (0.00693)
Índice de Rendimiento Neto 2013	-0.146 (0.112)	-0.0767 (0.0489)	0.294 (0.393)
ROE-Índice de Rendimiento del Patrimonio 2013	0.269* (0.153)	0.109 (0.0754)	0.451 (0.754)
Índice de Eficiencia 2013	-0.116 (0.122)	-0.0605 (0.0670)	0.122 (0.708)
Índice de Endedudamiento 2013	-0.0213 (0.0196)	-0.0122 (0.0115)	-0.206* (0.117)
EBITDA 2013	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)
Índice de Solvencia 2003	-0.00538** (0.00261)	-0.00225* (0.00121)	-0.0216 (0.0130)
ROA-Índice de Rendimiento del activo total 2003	1.737*** (0.597)	0.965*** (0.326)	11.70*** (3.323)
Índice de Liquidez 2003	-0.00376 (0.00373)	-0.00127 (0.00140)	-0.00726*** (0.00158)
Índice de Rendimiento Neto 2003	-0.0446*** (0.0136)	-0.0255*** (0.00750)	-0.312*** (0.0787)
ROE-Índice de Rendimiento del Patrimonio 2003	-0.0229*** (0.00815)	-0.0128*** (0.00437)	-0.147*** (0.0486)
Índice de Eficiencia 2003	-0.0497 (0.0937)	-0.0175 (0.0492)	-0.595 (0.498)
Índice de Endedudamiento 2003	0.0726 (0.154)	0.0586 (0.0902)	1.418 (0.947)
EBITDA 2003	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-7.69e-11*** (0.000)
Constante	3.822*** (0.113)	0.555*** (0.0626)	-0.0381 (0.677)
R cuadrado	0.16	0.292	0.324
Observaciones	117	117	121
Errores estándar robustos en paréntesis *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1			

Fuente: Cálculo de las autoras con base en datos de la Superintendencia Financiera, 2003 y 2013

Los resultados de los parámetros del modelo se pueden interpretar de la siguiente manera:

Índice de solvencia: El efecto causal es negativo porque las empresas en estudio no tienen la capacidad para cumplir con sus compromisos financieros en el largo plazo. El índice de solvencia también es referido como liquidez, pero éste es solo uno de los grados de solvencia. Una empresa cuenta con solvencia cuando está capacitada para liquidar los

pasivos contraídos al vencimiento de los mismos y demuestra que podrá conservar dicha situación en el futuro (Mora, 2009), el índice de solvencia para el año 2013 presenta un aumento del 56% frente a 2003, esta capacidad de cumplimiento, redundara en seguridad y confianza para los inversionistas, proveedores, clientes, empleados y accionistas en general.

ROA - Índice rendimiento del activo total: El efecto positivo (Bebczuk, 2005) indica que existe un efecto importante de la aplicación de las prácticas de Gobierno Corporativo en el retorno sobre los activos (ROA). La separación del control y los derechos sobre los flujos de efectivo prevalecen en menos de la mitad de las empresas, estando muy concentrada la propiedad en el accionista mayoritario; esta situación afecta al rendimiento de forma directa y atenúa los efectos positivos de un buen gobierno corporativo. Por otro lado la relación existente entre buenas prácticas de Gobierno Corporativo y ROA muestra que las empresas con mejores resultados disponen de más recursos para invertir en la mejora de las prácticas de Gobierno Corporativo. (Fernández, 2015)

Índice de liquidez: el efecto causal positivo refiere que las empresas tienen la capacidad para cumplir con sus compromisos en el corto plazo, es decir que tienen la facilidad de convertir los recursos del activo en efectivo y gozar de mayor capacidad de pago frente a deudas y compromisos (Mora, 2009), el índice de liquidez para el año 2013 presenta un incremento del 151% respecto de 2003, igual que el índice de solvencia, el buen desempeño del índice de solvencia, redundar en seguridad y confianza para los inversionistas, proveedores, clientes, empleados y accionistas en general.

Índice rendimiento neto: el efecto causal negativo indica que la relación que existe de las utilidades después de ingresos y egresos no operacionales e impuestos, restan capacidad para producir rentabilidad sobre las ventas, lo que generaría la pérdida de valor y por lo tanto desconfianza de los accionistas hacia sus administradores.

ROE - Índice rendimiento del patrimonio: “mide rentabilidad de una empresa con respecto al patrimonio que posee. El efecto positivo en el ROE demuestra que las empresas tienen la capacidad de generar utilidades con el uso del capital invertido en ellas y el dinero que han generado” (Crece Negocios, 2012), el aumento del 109% muestra que las empresas estudiadas tienen la capacidad para generar rentabilidad y por lo tanto son más atractivas

para los inversionistas y generan mayor confianza de los accionistas hacia sus administradores.

Índice de eficiencia: este indicador mide el logro de los resultados propuestos. El resultado negativo indica que las cosas no se están haciendo como se esperaban. Este indicador está enfocado en el Qué se debe hacer, por tal motivo, en el establecimiento de indicador es fundamental conocer y definir operacionalmente los requerimientos del cliente del proceso para comparar lo que entrega el proceso contra lo que él espera (Instituto Nacional de Contadores Públicos, 2012).

Índice de endeudamiento: tiene por objeto medir en qué grado y de qué forma participan los acreedores dentro del financiamiento de la empresa. De la misma manera se trata de establecer el riesgo que incurren tales acreedores, el riesgo de los dueños y la conveniencia o inconveniencia de un determinado nivel de endeudamiento para la empresa (Instituto Nacional de Contadores Públicos, 2012), que para el caso es negativo, lo cual representa que existe un nivel de riesgo para los dueños y partes interesadas.

EBITDA débil: determina la capacidad de generación de caja en las empresas, que para este caso, dado que no se obtuvieron el 100% de los datos, el resultado es marginal para este estudio.

El índice de gobierno corporativo influye directamente en la variación de los indicadores, por lo tanto representa para las partes interesadas beneficios económicos positivos y de posicionamiento.

5. Conclusiones y Recomendaciones

Con base en los resultados econométricos, se puede afirmar desde el punto de vista financiero, que existen indicadores que influyen en la adopción de buenos estándares de administración en las compañías y buenas prácticas de gobierno corporativo. Estos indicadores son, para el caso colombiano, la solvencia, el ROA, el ROE, la liquidez, el rendimiento neto y en menor medida el EBITDA. La investigación realizada para las empresas objeto de estudio determinó que existen indicadores financieros que influyen en el gobierno corporativo. Así mismo, se evidencia que definitivamente existe variabilidad en

el gobierno corporativo porque algunas prácticas son transversales y otras son específicas, según el tipo de organización (Gómez, 2015).

También se logra indicar que la implementación de Prácticas de Buen Gobierno Corporativo beneficia no solo a las empresas que cotizan en bolsa y están obligadas a adoptar dichas prácticas, sino que a pequeñas empresas y PYMES Familiares, la implementación de dichas prácticas contribuye a aumentar su competitividad y sostenibilidad en el mercado nacional e internacional. Además se evidencia como la mayoría de las empresas colombianas carecen de cultura organizacional, al no adoptar prácticas de Gobierno Corporativo por no ser de cumplimiento obligatorio, mostrando debilidades en la gestión de riesgo y control, generando disminución en la rentabilidad, y la desconfianza de los inversionistas, accionistas, y partes interesadas.

Como lo indica Guzmán et al. (2012, pág. 23) “los temas de gobierno corporativo y de responsabilidad social empresarial son herramientas clave para cualquier tipo de empresas con una visión de gestión de riesgos, de planificación estratégica, de creación de valor y de sostenibilidad del negocio a largo plazo. A partir de la gestión empresarial y la “gobernanza” el buen gobierno del sector empresarial es una propuesta de valor claramente relacionada con la creación de empleo sostenible, el mejoramiento del acceso al crédito, y el desarrollo de mercados financieros. En otras palabras: se trata de una estrategia de desarrollo sostenible que es una necesidad”.

El gobierno corporativo se resume en la adopción de medidas institucionales enfocadas a orientar a la administración, para proteger los activos de la compañía, la estabilidad de la organización en beneficio de todos los empleados y la empresa y las relaciones entre administradores y accionistas.

Como recomendación final, dado que en el estudio solo se tienen en cuenta las 137 empresas reportadas por la Superintendencia Financiera de Colombia que adoptaron Gobierno Corporativo, vale la pena sugerir para empresas de familia, que carecen de buenos manejos administrativos que inicien la adopción de prácticas de buen gobierno teniendo asesorías externas que los ayuden a tomar decisiones que le brinden beneficios a la empresa, como por ejemplo ser competitivos y generar valor; aunque es bien sabido

que implementar cualquier sistema requiere de una inversión económica, también es importante resaltar que esa inversión será retribuida.

Referencias Bibliográficas. Normas APA

Baldwin, J. (2000). *Determinants of Innovative Activity in Canadian Manufacturing Firms*. Published as "The Determinants of Innovation in Canadian Manufacturing Firms" in Alfred Kleinknecht and Pierre Mohnen (eds.): *Innovation*.

Banco de Desarrollo de América Latina. (s.f.). *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México. La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*.

Baracaldo-Lozano, N. A. (2013). *Diagnóstico de gobierno corporativo como mecanismo en la prevención del fraude en empresas familiares* (Aplicación de método de casos)*. *Cuadernos de Contabilidad*, 581-615.

Barrios, F., Sánchez, I., & Zuluaga, J. (2012). *Ambiente regional y desempeño innovador de las firmas. Una propuesta de análisis multinivel*. En U. ICESI, *Estudios Gerenciales (Edición Especial ed., Vol. 28, págs. 169-189)*. Cali.

Bebczuk, R. (Noviembre de 2005). *Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance*. Buenos Aires.

Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan Publishing Co.

Bernal, A., & Lubrano, M. (2007). *El Proceso de Crecimiento de Bavaria, Una Empresa con Vocación Global*. Pennsylvania Ave., NW, Washington: International Finance Corporation.

Cadbury, S. A. (1992). *Informe Cadbury*. Reino Unido.

CAF. (2005). Recuperado el 22 de Noviembre de 2014, de <http://www.caf.com/>

Cámara de Comercio de Pereira. (s.f.). *Cámara de Comercio de Pereira*. Obtenido de http://www.camarapereira.org.co/es/ipaginas/ver/G449/234/gobierno_corporativo/: Cámara de Comercio de Pereira

Charkham, J. (1994). *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance*. En J. Charkham, *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance* (pág. 807). Oxford: Oxford University Press.

Congreso de Colombia. (20 de Diciembre 1995). *Ley 222 de 1995*. Bogotá, Colombia.

- Congreso de Colombia. (8 de Julio de 2005). Ley 964 de 2005. Bogotá, Colombia
- Córdoba Garcés, J. (2009). *Gobierno Corporativo*. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.
- Corporación Financiera Internacional. (2010). *Guía Práctica de Gobierno Corporativo*.
- DANE. (s.f.). DANE - Archivo Nacional de Datos. Recuperado el 03 de 2014
- Elsa, G. (2000). *Análisis ético del informe CADBURY: Aspectos financieros del gobierno de las sociedades*. Papeles de Ética, Economía y Dirección.
- Esteban, E. (2000). *Análisis Ético el informe de CADBURY: Aspectos financieros del Gobierno de las Sociedades*. Papeles de Ética, Economía y Dirección.
- Fernández, A. (s.f.). *El gobierno corporativo y los resultados empresariales*. Recuperado el 25 de Abril de 2015, de UNACC.COM: <http://www.unacc.com/Portals/0/Otras%20Publicaciones/Libros/El%20gobierno%20corporativo%20y%20los%20resultados%20empresariales.pdf>
- Fortich, M. (20 de Abril de 2013). *Un ensayo sobre Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales en Colombia*. Obtenido de Revista Peso.com: <http://revistapeso.com/>
- Franks, J., & Mayer, C. (1998). *Bank control, takeovers and corporate governance in Germany*. Recuperado el 16 de Noviembre de 2014
- Ganga, F. (19 y 20 de Octubre de 2004). *Gobierno Corporativo y Teorías de Agencia: El caso de universidades Regionales Chilenas. II Coloquio Predoctoral Latinoamericano, XXXIX Asamblea Anual de CLADEA, Puerto Plata, Santo Domingo. Chile*.
- García, M. (2003). *El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas*. España: Eumed.
- García, M. (s.f.). *Tesis doctorales de economía*. Recuperado el 07 de 09 de 2014, de <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/mggs/1c.htm>
- Gedajlovic, E. & Shapiro, D. (1998). *Management and ownership effects: Evidence from five countries*. *Strategic Management Journal*, 533-553.

- Gómez, G. (23 de Febrero de 2015). ¿Las prácticas de Gobierno Corporativo influyen en la rentabilidad de las empresas? Obtenido de Dinero.com: <http://www.dinero.com/opinion/columnistas/articulo/en-que-influye-gobierno-corporativo-empresas/206118>
- González, E. (2000). *Análisis Ético del Informe Cadbury: Aspectos Financieros del Gobierno de las Sociedades*. Papeles de Ética, Economía y Dirección No 5, 3.
- González, F. (s.f.). *Gobierno Corporativo y estructura financiera - FEF*. Obtenido de www.fef.es/new/.../726_e3486c60329074ab30df24ed028ca19a.html
- Guzmán, A. (s.f.). <http://www.cesa.edu.co/>. Recuperado el 12 de Febrero de 2015, de <http://www.cesa.edu.co/>
- Guzmán, A., & Trujillo, M. (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo*. Bogotá: Departamento de Comunicaciones y Marketing.
- Himmelberg, C. (1999). *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*. *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Instituto Nacional de Contadores Públicos. (2012). *Principales indicadores financieros y de gestión*. Instituto Nacional de Contadores Públicos.
- Jensen, M. (1993). *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4-23.
- Kaplan, S. (1997). *Corporate governance and corporate performance; a comparison of germany, Japan and US*. En D. Chew (ed.), *Studies in International Corporate*.
- King, R., & Levine, R. (1993a). *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*. *Quarterly Journal of Economics*.
- Koellinger, P. (s.f.). <http://www.philipp-koellinger.com/1651.html>. Obtenido de *Economics of Innovation*.
- Kojima, K. (1993). *Corporate governance in Germany, Japan, and the United States: a comparative study*. Recuperado el 15 de Noviembre de 2014, de The Federalist Society: <http://www.wzb.eu/>
- Koszegi B, Rabin M. (2009). *Reference-dependent consumption plans*. *American Economic Review*, 909 - 936.

- Kozak, M. (s.f.). *La regulación del Gobierno Corporativo: ¿aplicación voluntaria u obligatoria?* (M. d. FACPCE, Ed.) *Imagen Profesional Line*.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). *Law and finance. The Journal of Political Economy*, 1113-1155.
- Langeback R. & Ortiz E, J. (2007). *Q de Tobin y Gobierno Corporativo de las empresas listadas en Bolsa. Bogotá: Banco de la Republica.*
- Larkin, I. (2011). *The Phychological cost of pay for performance: Implications for the strategic compensa-tion of employees. Strategic Manage-ment Journal.*
- Long, J. (1997). *Regression Models for Categorical and Limited Dependet Variables. Advanced Quantitative Techniques in the Social Sciences series. Thousand Oaks: Sage Publications.*
- Malaquias, R. (2008). *Disclosure de instrumentos financeiros segundo as normas internacionais de contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras. En Disclosure de instrumentos financeiros segundo as normas internacionais de contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras.*
- Manne, H. (1965). *Mergers and the Market for Corporate Control. Journal of Political Economy*, 117-118.
- Mora, A. (2009). *Diccionario de Contabilidad, Auditoría y Control de Gestión. Volumen 3, ECOBOOK.*
- Moscoso, J., & Jaramillo, F. (2008). *Caracterización y Efectos de Un Código de Buen Gobierno Corporativo para el sector Público. En J. B. Moscoso Escobar Jenny, Caracterización y Efectos de Un Código de Buen Gobierno Corporativo para el sector Público (págs. 95-124). Bogotá.*
- Núñez, G., Oneto, A., & Mendes, G. (2009). *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina. Colombia.*
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. España: Ministerio de Economía y Hacienda, Secretaría General Técnica, Subdirección General de Información, Documentación y Publicaciones.*
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (1960). *OCDE. Château de la Muette, Paris, Francia.*

Organización para la cooperación y el desarrollo económicos. (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. España: Ministerio de Economía y Hacienda, Secretaría General Técnica, Subdirección General de Información, Documentación y Publicaciones.

Principios de gobierno corporativo de la OCDE. (2004). Alcalá: Ministerio de Economía y Hacienda para la edición española.

Sarbanes-Oxley Act (22 de Julio de 2002). Sarbanes-Oxley Act. Estados Unidos.

Schumpeter, J. (1912). *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Dunker & Humblot. *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Stiglitz, J. (1974). *Incentives and risk sharing in sharecropping*. *Review of Economic Studies Oxford Journals*, 41, 219–255.

Superintendencia de sociedades. (s.f.). www.supersociedades.gov.co. Recuperado el 23 de 08 de 2014, de [http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20\(14\).pdf](http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20(14).pdf)

Superintendencia Financiera de Colombia. (23 de Mayo de 2001). Resolución 275. Bogotá, Colombia.

Ustáriz, L. (2003). *Vniversitas*. El comité de Basilea y la Supervisión Bancaria. 431,462.

Velez, P. (2007). *Aproximación al Gobierno Corporativo en Colombia: Incursión y Desarrollo Actuales*. *Perspectiva de Aplicación en el Mercado de Valores*. *Criterio Juridico*, 383.

Winkelmann, R. (2008). *Econometric Analysis of Count Data*. Fifth edition. Springer Press.

Wooldridge, J. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Second Edition. Cambridge, Massachusetts. London, England.