

Análisis de los impactos generados por la aplicación de prácticas de buen gobierno corporativo en Colombia, una revisión para el periodo 2009-2014

Trabajo de grado para optar al título de
Especialistas en Gestión Financiera Empresarial

EDGAR EUSEBIO MARIN PARRA

ANA MILENA SIERRA RÍOS

Asesor temático: Juan Diego Ortiz Hoyos

Asesor metodológico: Wilson Montaña

UNIVERSIDAD DE MEDELLIN
ESPECIALIZACIÓN EN GESTION FINANCIERA EMPRESARIAL
MEDELLÍN

2015

Contenido

Introducción	5
Qué implica adoptar prácticas de Buen Gobierno Corporativo	7
I. Marco Normativo.....	10
II. Revisión de Literatura.....	14
III. Metodología.....	16
IV. Análisis de Resultados.....	20
1. Cómo contribuyen los códigos de buen gobierno corporativo en la generación de valor y la sostenibilidad de las empresas en Colombia?	20
2. Efectividad de la estrategia de la dirección:.....	28
3. Costo del capital:.....	31
4. Rentabilidad del accionista:	33
V. Aportes de las Empresas del Estado Colombiano a los códigos de buen gobierno Corporativo. 37	
Conclusiones.....	42
Recomendaciones	43
Bibliografía	44

Ilustraciones

1. Relación estructura stakeholders vs ciclo básico generación de valor.....	9
2. Evolución del WACC empresas listadas entre el 2009 - 2014.	21
3. Variación promedio del EVA respecto a la variación promedio de los activos en empresas listadas. ...	22
4. Rentabilidad del Activo vs el WACC (15 empresas más líquidas de COLCAP)	24
5. Relación entre el Activo, Rentabilidad y el WACC (Sector no listado en bolsa).....	25
6. Rentabilidad del Activo vs el WACC (15 empresas más líquidas de COLCAP)	265
7. EVA por sector de acuerdo a las empresas 15 más líquidas COLCAP (Millones de \$).....	27
9. Tipo de instrumentos emitidos entre 2009 - 2014.....	309
10. Emisión total entre el 2009 al 2014 \$ 91,8 Billones de pesos.....	¡Error! Marcador no definido. 1
11. Evolución porcentual de la utilidad a disposición del accionista.....	¡Error! Marcador no definido. 3
12. Participación de impuestos y regalías por sectores 2014.....	¡Error! Marcador no definido. 5
13. Utilidad Neta a disposición del Accionista (2009-2014)	387

Tablas

1. Emisiones en instrumentos de participación (Millones \$).....	231
2. Eva por sector de las 15 empresas más líquidas del COLCAP (millones de \$)	276
3. Composición de emisiones periodo 2009-2014 (millones de \$).....	287
4. Relación porcentual del WACC, W_e , W_d y la rentabilidad del activo - 15 empresas más líquidas del COLCAP.....	¡Error! Marcador no definido.
5. Emisión total del mercado de valores periodo comprendido entre 2009-2014.....	31
6. Desempeño de las 5 empresas con mejor utilidad neta a disposición del accionista	¡Error! Marcador no definido.
Marcador no definido.	4
7. Compañías colombianas en el índice de sostenibilidad Dow Jones	¡Error! Marcador no definido.
8. Empresas públicas que hacen parte del índice COLCAP	376
9. Utilidad a disposición del accionista 2009-2014 sector público – COLCAP	398
10. Emisión de instrumentos de deuda financieros por sector 2009- 2014.....	408
11. Elementos de gobierno corporativo en empresas con participación pública	409

Introducción

Las prácticas de gobierno corporativo con frecuencia se asocian con el grado de confianza entorno a la gestión transparente, democrática y eficiente que las empresas generan entre sus colaboradores. Más allá de esta premisa, al adoptarlas se espera que los resultados trasciendan la toma de decisiones en situaciones que pueden ser cruciales en época de crisis, y que efectivamente garanticen a los inversionistas la rentabilidad, liquidez y menor costo del capital. Así pues, estudios disponibles y ensayos sobre la materia evidencian que bajo mercados financieros globalizados, las empresas con buenas prácticas de gestión son más apetecidas por los inversionistas al momento de colocar títulos como instrumentos financieros del patrimonio o del pasivo, dado el grado de confianza implícito ante una mejor administración de los recursos.

Estas prácticas cobran mayor importancia ante casos como: ENROM, DAEWOO, XEROX, en Estados Unidos, PARMALAT en Europa e INTERBOLSA en Colombia, donde la falta de información relevante respecto a la gestión de la administración, el control y seguimiento a la situación financiera y contable se evidenció en la quiebra de las mismas. Hechos que llevó a la creación de la comisión *Treadway*¹ en los Estados Unidos, con el fin de evitar los informes financieros fraudulentos, dando paso a que en 1992 se emitiera el informe Coso, el cuál plantea un sistema integrado de control interno. Posteriormente en 1999 los ministros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), respaldaron los principios de buen gobierno corporativo, convirtiéndose en marco de referencia para desarrollos legislativos en cada uno de los países miembros.

Por su parte, en Colombia los principios de gobierno corporativo comienzan a aplicarse con la entrada en vigencia de la ley 222 de 1995, que modificó el código de comercio, decreto 410 de 1971, el cual hasta ese momento no incorporaba principios de responsabilidad social empresarial, ética y responsabilidad civil de los administradores y directores. Este desarrollo normativo fue obligatorio derivado de la entrada en vigencia de la ley 100 de 1993 que creó el sistema de seguridad social en Colombia, y en particular las administradoras de fondos de pensiones (AFP),

¹ Comisión integrada por el Instituto Americano de Contadores Públicos, Asociación Americana de Contabilidad, el Instituto de Auditores Internos y el Instituto de Ejecutivos Financieros

encargadas de una buena parte del ahorro del sistema de seguridad social, por lo tanto era necesario establecer requisitos y condiciones a las empresas que quisieran acceder a estos recursos mediante el mercado de capitales, permitiendo así proteger los ahorros de los trabajadores y a la vez desarrollar los mercados financieros en Colombia. Rápidamente el Poder Legislativo del país y los organismos de Supervisión y Control, como las Superintendencias, adoptaron medidas que obligan a los emisores de valores y a las empresas del sistema financiero a que adopten prácticas de buen gobierno corporativo. Dichas medidas corresponden a circulares externas, decretos, leyes y modelos recomendados por el Código País.

De acuerdo con Principios de Gobierno (OCDE, 2004). Estas prácticas abarcan un conjunto de relaciones que trascienden el interior de la organización y proporciona una estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño. Adicionalmente (Cadbury, 2003), el marco de gobierno se establece con el fin de promover el uso eficiente de los recursos [...] logrando el mayor grado de coordinación posible entre los intereses de los individuos, las empresas y la sociedad.

Bajo este panorama, el objetivo del presente estudio se centra en determinar la incidencia de la aplicación de las prácticas de Buen Gobierno Corporativo en la generación de valor y el desempeño de diversas empresas desde una perspectiva financiera, para el periodo comprendido entre 2009-2014. Empleando como recurso metodológico herramientas de análisis cuantitativo sobre los estados financieros con especial énfasis en los indicadores operativos y el costo del capital que den cuenta de la generación de valor, sostenibilidad y desempeño, a partir del análisis de dos muestras de empresas; la primera compuesta por las 15 compañías más representativas del índice COLCAP, las cuales están obligadas a adoptar prácticas de buen gobierno. La segunda por otra parte, la integran 15 empresas representativas en el sector real². Partiendo de información consolidada por la Superintendencia financiera de Colombia, Supersociedades, Confecámaras e información disponible en bases de datos.

² Con este ejercicio se busca establecer la importancia que reviste la aplicación de prácticas de buen Gobierno Corporativo. Cabe aclarar que las muestras se determinaron a fin de ilustrar la relevancia del costo del capital entre los grupos de empresas, adicionalmente dada la naturaleza, el tamaño y otras características que las integran no es posible tomarlas como muestras comparables entre sí.

La importancia de estudiar el fenómeno radica en que los elementos que integran las prácticas de Gobierno Corporativo son en buena medida difíciles de cuantificar y aun se pone en duda la posibilidad de que exista una relación de causalidad entre su adopción y el desempeño de la organización, no obstante han sido diversas las metodologías que han logrado evidenciar mejoras en la sostenibilidad y crecimiento. Aunque no existe un consenso en torno a la forma de medir los beneficios financieros, ya que determinar la incidencia de la estructura, los procesos y el valor generado por la eficiencia de las mismas se torna compleja.

Así pues, este documento se compone en primer lugar, de un recuento normativo a propósito de las prácticas de Buen Gobierno Corporativo, seguido de las implicaciones y beneficios financieros que se derivan al adoptarlas. En la segunda parte se realiza una revisión de literatura de los principales estudios abordados sobre los códigos, y beneficios obtenidos; en tercer lugar, se plantea como metodología un análisis de indicadores financieros de una muestra de 30 empresas de las cuales 15 listan en bolsa y están obligadas a aplicar Códigos de Buen Gobierno, siendo las que mejor liquidez y desempeño muestran en el periodo de acuerdo al índice COLCAP; en cuarto lugar, se establece si existe correlación entre las variables, así como los principales resultados en términos de desempeño financiero, crecimiento de las empresas y generación de valor. En la quinta parte, se analiza el escenario con relación a las empresas públicas y estas prácticas de gobernabilidad corporativa, para finalmente plantear algunas conclusiones y recomendaciones.

Qué implica adoptar prácticas de Buen Gobierno Corporativo

Las inestabilidades del mercado y el grado de apertura que hoy enfrentan las organizaciones de diferentes sectores de la economía, demanda estrategias que generen credibilidad en el entorno y garantice responder a las presiones externas, el acceso al financiamiento, equilibrar intereses y sortear dificultades de gobernabilidad, sin perder la sostenibilidad y mejorando la eficiencia operativa en pro de un mejor desempeño económico. Las buenas prácticas se conciben como una herramienta dinamizadora entre grupos de interés y los objetivos de la empresa, así mismo como un medio para acceder a otras fuentes de apalancamiento financiero que les lleve a consolidar el crecimiento y expansión proyectada.

Lograr ese posicionamiento deriva la búsqueda de nuevos aliados, quienes son atraídos por la promesa de valor implícita en la organización; la rentabilidad, en un entorno que provee confianza sobre la gestión y administración de los recursos gracias a la trasmisión de información financiera, y por ende disminuye el riesgo e incentiva las posibilidades de captar capital y créditos en el ámbito nacional e internacional. Entender como los diferentes grupos de interés o Stakeholders (Pitman, 2010), juegan un papel importante interna y externamente es clave al momento de hablar de prácticas de gobierno corporativo.

De modo que es imperativo evaluar el rol y la relación de largo plazo de cada uno de los actores que intervienen, ya que le permite a la compañía tener mayores posibilidades de sostenibilidad, y por lo tanto, el tiempo necesario para realizar los ajustes pertinentes en otras áreas que se consideren de interés estratégico, buscando la madurez de mercado adecuada frente a las expectativas de generación de valor de los accionistas.

Así pues, el máximo órgano de decisión está representado por la *Asamblea de Accionistas*, de su desempeño depende la estrategia empresarial, la sostenibilidad de la empresa y las relaciones con las demás partes de interés. No obstante, es la *Estructura de Propiedad* donde se determina quienes tendrán representación en la junta de accionistas y poder de decisión sobre la estrategia del negocio en el mediano y largo plazo, lo cual resulta determinante para la sostenibilidad de las empresas.

La *Junta Directiva* por otra parte, actúa como un órgano que ejerce supervisión sobre gerentes, administradores y representantes legales a través del análisis de informes de gestión que les permita orientar las políticas generales. Su objetividad, independencia y ética empresarial permiten que la empresa tenga las condiciones adecuadas para desarrollar y alcanzar su misión y visión. Los *Administradores, Gerentes y Representantes Legales* son los ejecutores de la estrategia definida por la dirección, garantizan que las relaciones entre las partes de interés estén alineadas para el logro del objetivo fundamental de la organización.

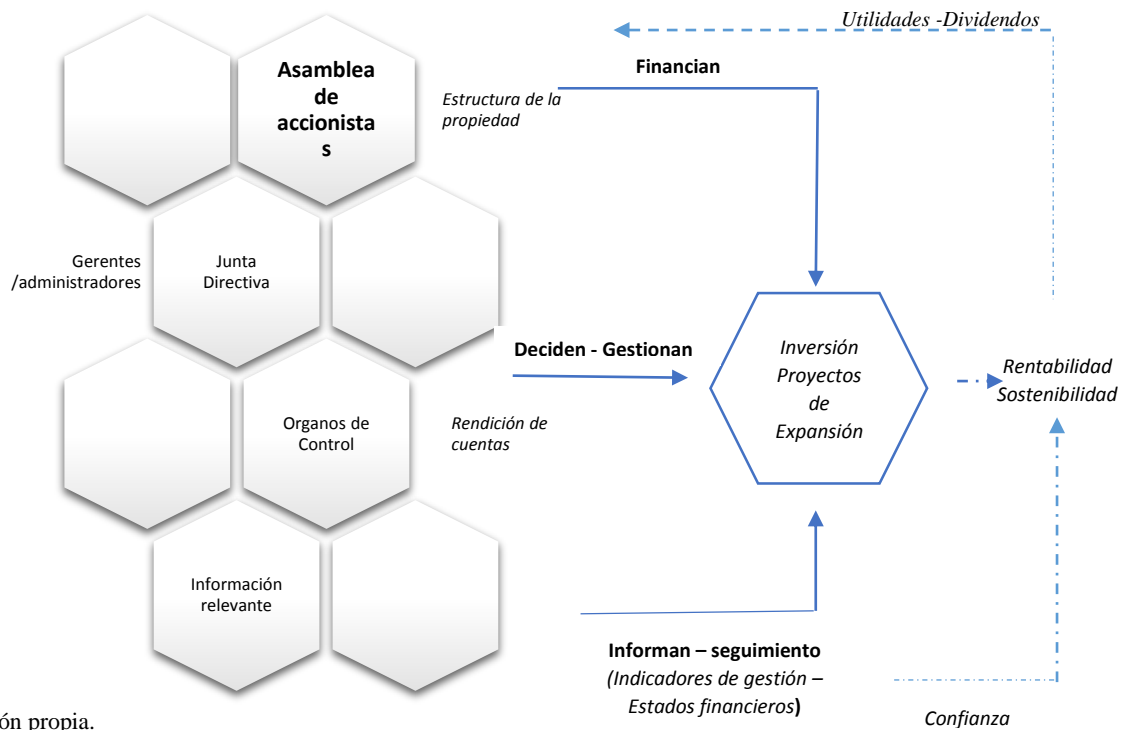
Las garantías que surjan sobre estas acciones son de vital importancia para el direccionamiento estratégico, en este sentido, son los *Órganos de Control* en las organizaciones los que permiten generar confianza a los accionistas y partes de interés en la sociedad. El grado de independencia que tengan incide en el nivel de transparencia que pueden tener los informes de auditoría, esto es, dar garantía de estar libre de sesgo. De manera complementaria, los gerentes y juntas directivas

están obligados a realizar por lo menos una vez al año un informe de gestión (mediante **Rendición de Cuentas**) detallado sobre el estado actual de la organización, reflejando partidas presupuestales, resultados económicos y la situación previsible de la organización el corto, mediano y largo plazo. (Código de comercio Decreto Ley 410, 1971). También se debe indicar el desempeño de la empresa de acuerdo a la planeación estratégica prevista y los ajustes necesarios para corregir las desviaciones si se presentaron. De acuerdo a las IFRS la organización debe informar todos los hechos económicos y las políticas que revistan materialidad sobre los resultados de la organización ya que el no incluirlos puede inducir al error a los usuarios de la **Información**; errores que además limita la comparabilidad de los datos con periodos anteriores y no permiten ver la situación real del ente económico.

Pero ¿cómo se reflejan estas prácticas en el desempeño de las compañías? Las decisiones entorno a la inversión se visibiliza en el desempeño de indicadores de gestión y en la generación de valor. En este sentido, analizar el comportamiento de los principales indicadores financieros, durante el periodo 2009-2014 de empresas que tienen acceso al mercado de capitales y de otras que buscan financiación mediante alternativas tradicionales resulta pertinente, a fin de identificar cuales cuentan con una mejor evolución considerando prácticas de buen gobierno.

En el siguiente esquema se exponen los principales stakeholders, así como el papel que ejerce entorno a la planeación estratégica y de financiación de la organización. Complementando el ciclo en lo concerniente a las implicaciones que trae consigo el adoptar prácticas que mejoren la gestión y administración de los recursos.

1. Relación estructura stakeholders vs ciclo básico generación de valor



Elaboración propia.

Como se puede apreciar en el ciclo se establece no solo la estructura en términos de actores que participan activamente de las prácticas de buen gobierno, también se evidencia el rol que estos cumplen respecto a la estrategia de la empresa en función de la sostenibilidad y rentabilidad representada en la inversión y expansión. Además se destaca como factor clave, la información relevante, ya que es mediante la cual se genera confianza sobre los resultados, y consecuentemente mediante esta se posibilita transmitir información sobre la estabilidad y crecimiento de la organización.

I. Marco Normativo

En el nuevo orden económico mundial, existe evidencia sobre el interés de nuevas reglas para clasificar, medir, reconocer, registrar y revelar el valor de las transacciones derivadas de hechos financieros y económicos, en forma coherente con los principios promovidos por la OCDE³; entorno a: “garantizar la base de un marco fiscal, el derecho de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad, tratamiento equitativo de los accionistas, el papel de las partes interesadas, y la divulgación de datos y transparencia”.

³ <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

De esta manera, en 2001 los estándares NIIFs e IFRS cobran mayor importancia, y de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM)⁴ estos estándares se deben desarrollar en el marco de 12 áreas de política, contenidas en 3 grupos: Políticas de Transparencia, Políticas de Supervisión y regulación del sector financiero e Infraestructura institucional y de mercado. Siendo este mecanismo de vital adopción para las empresas que registren actividad en el mercado de valores dado el interés público que de él se deriva. Complementariamente, la ley Sarbanes-Oxley de 2002, promueve como respuesta a los escándalos corporativos, normas más estrictas de divulgación y control interno sobre los estados contables y financieros (artículo 404), aumentar el nivel de confiabilidad del inversionista ante la información. En este sentido, White Paper on Corporate Governance in Latin America, (documento acordado por los miembros de la Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo, p. 15, 2003), señala la importancia de la divulgación de la información con el objetivo de mejorar la responsabilidad y la transparencia del gobierno, así como los procesos que competen a las empresas.

Adicionalmente, las mejoras en los procesos internos, instrumentos de seguimiento y control, sistemas de administración de riesgo operacionales, estratégicos, legales, reputacionales, financieros y de mercado, se establecen desde **Basilea**⁵ (Basilea I de 1998, Basilea II de 2004 y Basilea III de 2010), evitando conflictos de interés, promoviendo la planeación estratégica, la participación y la democracia en las juntas tomadoras de decisiones. Estos elementos confluyen en todos los países, como un lenguaje común que estandariza el acceso a la información bajo los mismos parámetros de lectura en un marco de transparencia e igualdad. Considerando que para quienes participan u operan empresas, la información es un elemento clave para evaluar su posición y responder a los cambios que los afectan.

En Colombia por su parte, la normatividad principal, de acuerdo con la superintendencia financiera, sobre la cual se sustenta el marco conceptual de Gobierno Corporativo, expone que

⁴ https://www.supersociedades.gov.co/asuntos-economicos-y-contables/procesos-de-convergencia-niifs/estadistica-de-la-convergencia/Documents/FASE_II_Seleccion_De_Los_Estandares_y_o_Practicas_Mas_Convenientes.pdf

⁵ Basilea I, II, III se refiere a acuerdos regulatorios de Bancos y en general del sistema financiero de los países miembros, firmado en Basilea, Suiza. Estos acuerdos establecen las mejores prácticas en materia de riesgos financieros, operacionales y de mercado que ayudan a los bancos y empresas del sistema financiero a gestionar integralmente los riesgos, fortaleciendo su capital y mejorando sus indicadores de solvencia.

están contemplados en el derecho societario y financiero, principalmente en: “el Código de Comercio, Libro Segundo, Títulos I y VI; Ley 222 de 1995, Título I; y (iii) Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, Parte III, Capítulo VIII”.

Aunque es en la ley 275 de 2001 donde se recogen algunas de las principales características que responden a los principios de la OCDE, donde se establece: la voluntariedad condicionada de adoptar prácticas de buen gobierno, la autorregulación y desconcentración accionaria (complementado con las resoluciones 72 de 2001, sobre el trato equitativo de los accionistas, y 157 de 2002, que protege los derechos de los mismo, igualmente en el código de comercio se estipula lo relacionado con la composición, reserva accionaria, reformas y distribución de las utilidades). La ley 275 establece, además, los requisitos de divulgación respecto a los mecanismos de gobierno de los emisores, al determinar el régimen de revelación mínima y cuando plantea la publicidad de los códigos de buen gobierno. Mientras que el estatuto orgánico del sistema financiero en el artículo 73, regula la composición y características de los miembros de las juntas directivas de los fondos de pensiones y cesantías, entretanto el artículo 155 del código de comercio se regula este principio estipulando la mayoría para la aprobación de distribución de utilidades.

En suma, el Poder Legislativo de Colombia y los organismos de Supervisión y Control, como las Superintendencias, adoptaron medidas que obligan a los emisores de valores y a las empresas del sistema financiero para que consoliden estas prácticas. No obstante, el código país, promueve su aplicación en todas las empresas independientemente del sector y tamaño de la organización. Dichas medidas corresponden a:

Relación de normas

Norma	Descripción
<i>Decreto 663 de 1993</i>	Estatuto Orgánico del Orgánico del Sistema Financiero
<i>Ley 222 de 1995 por la cual se modifica el código de comercio decreto 410 de 1971</i>	se fijan la responsabilidad civil de los administradores de las sociedades comerciales
<i>Circular Externa 100 de 1995</i>	Básica Contable
<i>Circular Externa 007 de 1996</i>	Básica Jurídica
<i>Ley 795 de 2003</i>	Por la cual se modifica el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero
<i>Ley 964 de 2005</i>	Ley del mercado del mercado de valores
<i>Circular Externa 28 de 2007 modificada por la 56 de 2007</i>	Código de Mejores Prácticas Corporativas – Código País
<i>Decreto 1121 de 2008</i>	Actividad de Intermediación en el mercado de valores

Elaboración propia.

En el éxito de los negocios no es suficiente la normatividad jurídica que establece la ética, la debida diligencia, la lealtad y la buena fe con las que deben actuar los hombres de negocios (Ley 222 de 1995), ni tampoco lo es establecer la responsabilidad civil que estos tienen frente a sus actuaciones (Código de comercio Decreto 410 de 1971; art. 200), sin perjuicio de las acciones penales que puedan derivarse las conductas punibles, es sobre este particular que las buenas prácticas posibilitan que el acceso a la información, conlleve a decisiones oportunas y de minimización del riesgo sobre la inversión; siendo un ejemplo de ello la quiebra de Interbolsa.

II. Revisión de Literatura

Si bien algunos de los principales estudios e investigaciones en función de los Códigos de Gobierno Corporativo van desde los tipos existentes, el análisis sobre los instrumentos de regulación, buenas prácticas, acceso a los mercados de valores, hasta las principales características y modelos desarrollados tanto para el sector público como privado de las diferentes economías en el mundo; lo que se esperaría encontrar en materia de efectividad financiera de estas políticas termina siendo poco, máxime cuando la complejidad del tema y el manejo de la información está sujeta a subjetividades propias de instrumentos como la encuesta código país cuando son construidos bajo prácticas de auto regulación, así como de los elementos que se consideren relevantes en la construcción de índices ya sea por la disponibilidad de la información o basados en la interacción de variables cuali y cuantitativas.

Históricamente se ha abordado los comportamientos jerarquizados y las relaciones de intercambio, así como los costos de transacción que intervienen en las relaciones contractuales, dando forma, de esta manera a lo que se conoce como la teoría de agencia. Siendo uno de los elementos principales el conflicto de interés que surge entre agentes, de esta manera (Adam Smith, 1776; Berle y Means, 1932; Stiglitz, 1991) en sus estudios dejan en evidencia la preocupación por la propiedad y el control en las organizaciones, dados el intereses explícito del administrador y los accionistas, así como la forma en que se monitorean y controlan los primeros.

Aunque esta teoría reviste principios fundacionales de los Códigos de Gobierno Corporativo, otras contribuciones que se han abordado en este sentido, se centran en aspectos específicos y generales de estos, así pues: los derechos de los accionistas son abordados por Gompers, Ishii y Metrick (2003), por su parte Byun (2007), considera como aspectos estratégicos en el análisis derechos de los accionistas, junta directiva, divulgación de información, comités de auditoría y políticas de dividendos. Por otra parte, Durnev y Kim (2005), abordan las políticas de divulgación y protección de los accionistas, excluyendo para el caso a las prestadoras de servicios financieros, dada su regulación, y aquellas con información poco validable.

Algunos de los principales índices que se han desarrollado en pro de determinar los beneficios obtenidos bajo el enfoque de los Códigos, han sido el propuesto por Credit Lyonnais Security Asia (CLSA) en el 2000, a través del cual se evalúan 7 aspectos relacionados con las políticas de

gobierno corporativo adoptadas por 495 empresas de diferentes países emergentes, agrupados en los siguientes grupos disciplina, transparencia, independencia, rendición de cuentas, responsabilidad, justicia y responsabilidad social, contenidos en una encuesta de 57 preguntas. A partir de la misma se ha analizado la relación entre el índice de gobierno corporativo y los sistemas legales en 14 países y 374 empresas Klapper y Love (2004).

Adicionalmente se han realizado investigaciones en torno a la relación de poder entre los accionistas y la dirección estratégica de cerca de 1500 empresas en Estados Unidos Gompers et al. (2003). Compuesto por 24 medidas agrupadas en: tácticas para retrasar oferentes hostiles, derechos de voto, protección para la dirección, otras defensas frente a Opas y leyes para los años 1990, 1993, 1995 y 1998. Otros índices como el desarrollado por Leal y Carvalhal-da-Silva (2005), enfocado en la aplicación de Códigos de gobierno corporativo sugeridas por el Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC), la OCDE y la Comisión Nacional de Valores de Brasil. Así mismo, las bolsas de valores han liderado iniciativas, en este sentido Black, Jang y Kim (2006), basados en la encuesta realizada en 2001 por Korea Stock Exchange (KSE) construyen un índice para 515 empresas. La Corporación Andina de Fomento (CAF) ha desarrollado una aplicación que le permite a diferentes empresas medir el grado de cumplimiento respecto a los estándares establecidos en los lineamientos para un código de buen gobierno corporativo, considerando 5 grupos, entre ellos: derechos y trato equitativo de los accionistas, asamblea general de accionistas, el directorio, información financiera y no financiera y resolución de controversias.

En Colombia, Gutiérrez y Pombo (2005) se analiza por primera vez la relación entre diversas medidas de propiedad y control y niveles de separación con el valor y el desempeño de una empresa, partiendo de una muestra de 108 compañías no financieras que negociaron sus acciones durante el período de 1998 a 2002. Posteriormente en 2007, los autores basados en el cuestionario aplicado por CLSA, y adaptándolo al contexto colombiano consolidan un índice con seis criterios: independencia, rendición de cuentas, justicia, responsabilidad, transparencia y disciplina. Y finalmente, Langebaek y Ortiz (2007) abordan un índice para medir el grado de aplicación de 20 prácticas de gobierno corporativo en 57 empresas en 2005.

Trabajos de investigación como: Gobierno corporativo un desafío para la gestión estratégica empresarial⁶, El gobierno corporativo y las prácticas de Earnings Management⁷, Diagnóstico de gobierno corporativo como mecanismo en la prevención de fraudes en empresas familiares⁸, Gobierno Corporativo – Mucho que aprender⁹; permiten concluir que es necesario dotar a las empresas de mecanismos que posibiliten evaluar y medir el grado de avance respecto a la generación de valor derivada de la aplicación de prácticas de buen gobierno corporativo.

III. Metodología

En este sentido, el reto radica en estimar indicadores del lado de las finanzas articulados a aquellos que den cuenta de la gestión administrativa, y de las percepciones de otras instancias vitales para la organización en un entorno cada vez más demandante.

Para ello se requiere, considerar las diferencias entre las variables que conforman los Códigos de Buen Gobierno. En este sentido, determinar la metodología a seguir debe poder articular diferentes elementos, es decir; si bien los informes de gestión dan cuenta de los objetivos alcanzados en materia financiera, de responsabilidad social e incluso el comportamiento de la rentabilidad de las acciones cotizadas, también se hace necesario poder estimar aquellas variables que estén sujetas al desarrollo de la estrategia del negocio, control interno, la publicación de información relevante y la responsabilidad social, elementos que por demás no son tan perceptibles de abordar debido a la existencia de conflictos de interés. Dado que no necesariamente estas pueden dar cuenta de la estabilidad financiera, crecimiento o generación de valor de la organización, bien podrían estar correlacionadas con el comportamiento cíclico de la economía y demás variables macroeconómicas y del entorno.

Así pues, la metodología adoptada se fundamenta en los principios del diagnóstico financiero, ya que dadas sus características permite explicar las variables que se abordarán en esta investigación

⁶ Abel María Cano, Miembro de GINCOFE (Universidad de Medellín, año 2006)

⁷ Beatriz García Osma, Instituto Valenciano de investigaciones económicas, edición abril, 2005

⁸ Natalia Andrea Baracaldo, Magister en auditoría contable, Universidad Santiago de Chile, SIC: 0123-1472(201307)14:35<581:DGCMF>2.0.TX;2-4

⁹ Gonzalo Gómez, Revista Gerente, No. 180, 2013 pág. 23 y 24

como proxis a propósito de las prácticas asumidas en los Códigos de Buen Gobierno Corporativo. Ahora bien, las relaciones intangibles entre las variables descritas requiere que el tratamiento que se efectúe posibilite establecer la interacción entre variables cuantitativas y cualitativas, de esta forma se emplea estadística descriptiva y análisis de desempeño financiero. Mediante el uso de estas herramientas se busca evidenciar la efectividad de la empresa y el comportamiento de sus indicadores, considerando los mismos como elementos clave al momento de realizar la encuesta Código País, a la par establecer el nivel de correlación existente de sus indicadores financieros.

Bajo este panorama se consideran las siguientes variables:

- Costo del capital: como instrumento de apalancamiento financiero y proxy al nivel de confianza del inversionista en instrumentos emitidos, y la tasa de crecimiento: medida a partir del aumento del capital y la participación en el mercado.
- Rentabilidad del accionista: medido a partir de la valorización de las acciones y los dividendos generados.
- Efectividad de la estrategia de la dirección: medida a partir del grado de generación de valor a la compañía (Estados financieros).

En pro de la medición de los beneficios financieros generados por la aplicación de las prácticas de buen gobierno de las empresas listadas en bolsa considerando renta variable, se parte de información secundaria derivada de aquella reportada bajo los lineamientos de la Superintendencia Financiera de Colombia, Súper Sociedades, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), el Banco de la República de Colombia, los Códigos de Buen Gobierno Corporativo, así como los informes financieros reportados por las empresas en sus portales. Siendo estos últimos el insumo principal para el análisis, de la efectividad de la estrategia de la dirección, la responsabilidad social, el desempeño del negocio y la rentabilidad de los accionistas.

En este análisis se aborda un grupo de 15 empresas clasificadas en 5 sectores estratégicos; Financiero, industrial, inversiones, servicios, y público que hacen parte del índice COLCAP. Cada una de las variables seleccionadas, enunciadas en el numeral 5.4, se normalizan con el propósito de determinar el desempeño económico de la muestra en el periodo de análisis y su correspondencia frente a las variables de las prácticas de buen gobierno que mejor las explique.

De esta manera, se plantea el EVA y se contrasta con otros indicadores financieros como el WACC anual desde 2009 a 2014, así pues tenemos que:

La generación de valor de la organización termina siendo un indicador relevante a la hora de evaluar que tan efectivas son las políticas de dirección y el desempeño de las mismas. La relevancia de este indicador, implica considerar no solo la carga financiera producida por la deuda externa, sino al coste que supone la inversión de los accionistas.

$$EVA = UODI_n - CAPITAL L_{n-1} * Costo ponderado del Capital_n$$

Dónde: UODI = Utilidad operacional – impuestos

Adicionalmente, para el capital (Activos Totales) se toma el saldo del periodo anterior mientras que para el costo ponderado del capital (WACC) se considera el periodo actual. Por otra parte, mediante el WACC se busca explicar en qué medida la financiación se realiza con capital propio o con capital de terceros (pasivos y deuda), así pues permite ponderar el costo de ambas fuentes de financiación, acciones y deuda por el volumen de cada una de ellas. Considerando las empresas que listan en bolsa, se establecen los siguientes elementos: Costo de patrimonio en pesos.

$$Ke = [TLR - Spread] + PRIMARiesgoPais + \beta_{Levered Propia} * PRIMARiesgoPatrim$$

Para el caso se considera como **Tasa Libre de Riesgo (TLR)** un TES con fecha de emisión el 12 de septiembre de 2008, vencimiento el 12 de septiembre de 2018. Cupón de 9.5%. Mientras que la **Prima Riesgo País** se establece a partir del comportamiento y estabilidad de prima de referencia de EE.UU y con variaciones para cada uno de los años analizados, información extraída del sitio web de *Damodaran* construido en base a T. Bond Rate en dólares, para homogenizarlo en función del mercado colombiano se convierte a pesos en base a la devaluación anualizada en periodo de estudio, así:

$$(1+i)*(1+d) - 1$$

Siendo i T. Bond rate y d la tasa de devaluación anualizada.

No obstante y debido a que como se verá más adelante en los resultados, las empresas colombianas destruyen valor por lo cual no se incluye la devaluación, por su condición variable exógena

macroeconómica que no es de control de la decisión de la dirección, ya que su aplicación podría generar distorsiones respecto a la aplicación de prácticas, adicionalmente se excluye la prima riesgo país.

Por otra parte, para el *beta* se clasificaron las compañías de la muestra y se relacionó de acuerdo a su composición el *beta desapalancado* del sector, con el propósito de establecer la volatilidad de la empresa frente al mercado, mientras que para la estimación de la *Prima Riesgo Patrimonio* se parte de la prima riesgo esperada derivada de los reportes de Damodaran. La construcción del *Spread* parte de la calificación de riesgo de deuda de largo plazo asignada de acuerdo a la estabilidad de cada organización y del comportamiento en el mercado, para ello se elabora una tabla, que permita asignar de acuerdo con la calificación de riesgo de deuda determinada por las firmas calificadoras autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia, un *Spread* diferente a cada una de ellas.

Patrimonio: Como consecuencia de un mercado en crecimiento como el de la Bolsa de Valores de Colombia y la dinámica que ha exhibido en los últimos años para un número importante de empresas que se han vinculado. La información correspondiente al patrimonio se limita a la reportada en los estados financieros consignados en la superintendencia financiera, debido a que no todas las empresas tienen el mismo record de capital bursátil, por otra parte el precio de cierre de las acciones no parece tener un comportamiento homogéneo en el tiempo.

Kd: El Costo de la Deuda está en función de la tasa de interés que paga por ese Pasivo Financiero.

Tax: Se asume una tasa impositiva de 33% para cada uno de los años de análisis.

Durante el proceso de normalización de datos y variables se emplearon herramientas estadísticas y de análisis financiero. Los resultados de estas correlaciones podrán validarse en una futura investigación mediante modelos econométricos que revelará el nivel de aportes que hacen las prácticas de buen gobierno en el desempeño financiero.

Por otra parte, partiendo de que las empresas que no listan no se rigen bajo el mismo criterio de construcción del WACC, ya que al no realizan emisiones de deuda no están sujetas a calificaciones de riesgo de deuda, se toma para su cálculo como proxy los gastos de interés establecida sobre las obligaciones financieras de corto y largo plazo, para calcular la tasa implícita.

De otra parte se calcula el K_e como la tasa del costo del patrimonio, donde intervienen las variables del modelo KLM.

IV. Análisis de Resultados

1. Cómo contribuyen los códigos de buen gobierno corporativo en la generación de valor y la sostenibilidad de las empresas en Colombia?

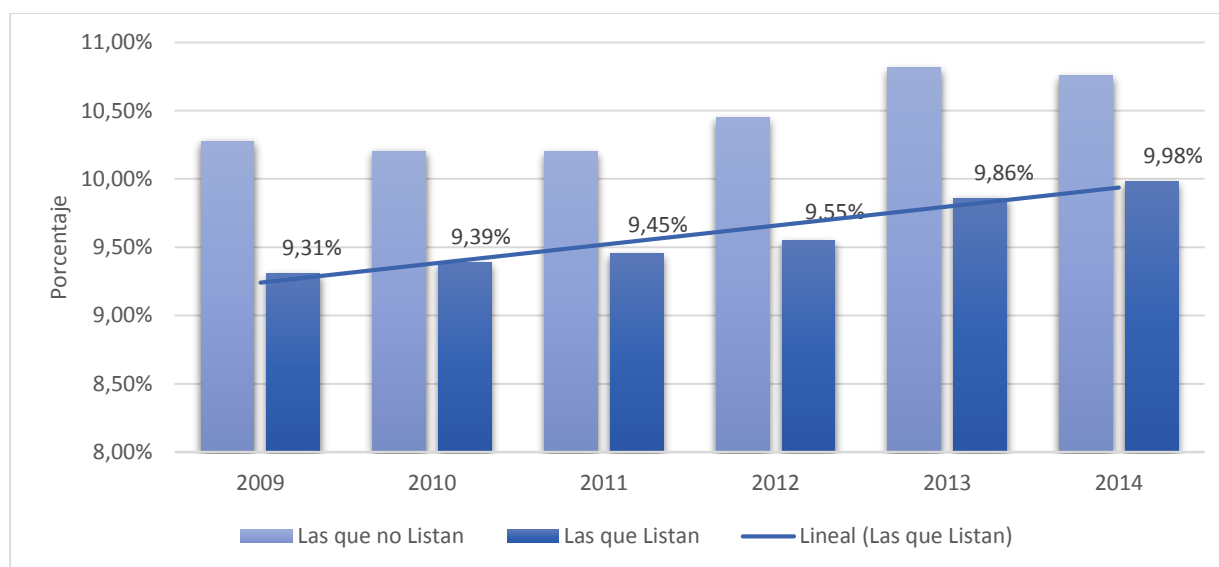
Al analizar el EVA como fundamental de las compañías, se encuentra que las prácticas de buen gobierno ayudan a la generación de valor de las empresas, en particular a las que listan en bolsa al posibilitar el acceso a capital en mejores condiciones. Parte de este resultado se da al validar si las empresas que integran el índice COLCAP, cumplen para los años 2012, 2013 y 2014, con la aplicación de los códigos ajustado por regulación mediante la publicación de la encuesta código país. De acuerdo con la circular externa 028 de 2007 la implementación “ayuda a las entidades emisoras de valores a atraer inversión, crecer y competir exitosamente, con el ánimo de proteger la confianza de los inversionistas mediante la identificación, fortalecimiento y suficiencia de la información a la que pueden acceder”.

Por otra parte, dado que la devaluación de los últimos años afecta significativamente la generación de valor, ya que incide de manera directa en el WACC (y considerando que la prima de riesgo país toma como referencia un T-Bon), no se tienen en cuenta para la evaluación de los efectos de las prácticas de buen gobierno, además de que actúa de manera exógena está directamente relacionada con la estabilidad de las economías europeas y la estadounidense. Si por el contrario se incluyera podrían generar distorsiones sobre los posibles efectos. Adicionalmente los resultados del UODI de las compañías que realizan operaciones de comercio exterior ya reflejan en alguna medida la influencia del tipo de cambio. En contraste con la metodología empleada por investigaciones económicas Bancolombia, la aplicada en este caso va en la misma línea contemplando un panorama sin devaluación ni la prima de riesgo país, centrándolo en un escenario de economía local.

Así pues, en el siguiente gráfico se muestra como las empresas que listan en bolsa tienen un costo ponderado de capital (WACC) que oscila entre 9,31% y el 9,98% para el periodo de análisis y el cual es significativamente menor frente a lo que podría representar para una empresa que no liste en el mercado de valores (con el propósito de evidenciar el comportamiento de empresas listadas se toman 15 empresas del sector real¹⁰), lo cual podría representar una ventaja como punto de partida para la generación de valor, pues el EVA está afectado precisamente con esta variable para determinar cuánto valor se generó en un periodo determinado. Durante el periodo se destaca además, un WACC superior al 9,31% para todo el grupo de empresas, con una tendencia al alza, como se describe a continuación.

Gráfico 2.

Evolución del WACC empresas listadas entre el 2009 - 2014.



Elaboración propia a partir de información de Superfinanciera y Supersociedades.

Las condiciones que hacen que el WACC de las empresas listadas en bolsa sea menor, se logra gracias a las exigencias del mercado frente a los protocolos que deben garantizar los emisores en el marco de los lineamientos promovidos desde la normatividad: Ley 964 de 2005 (ley del mercado de valores), Circular Externa 28 de 2007 modificada por la 56 de 2007 (Código de Mejores Prácticas), y la ley 795 de 2003 (Estatuto orgánico del sistema financiero) respecto a la práctica de

¹⁰ Debido al tamaño y vocación productiva no son comparables con el grupo de las que listan. Sin embargo, posibilitan contrastar como proxi al comportamiento del sector real frente a los beneficios obtenidos al incursionar en el mercado de valores, en términos de instrumentos financieros.

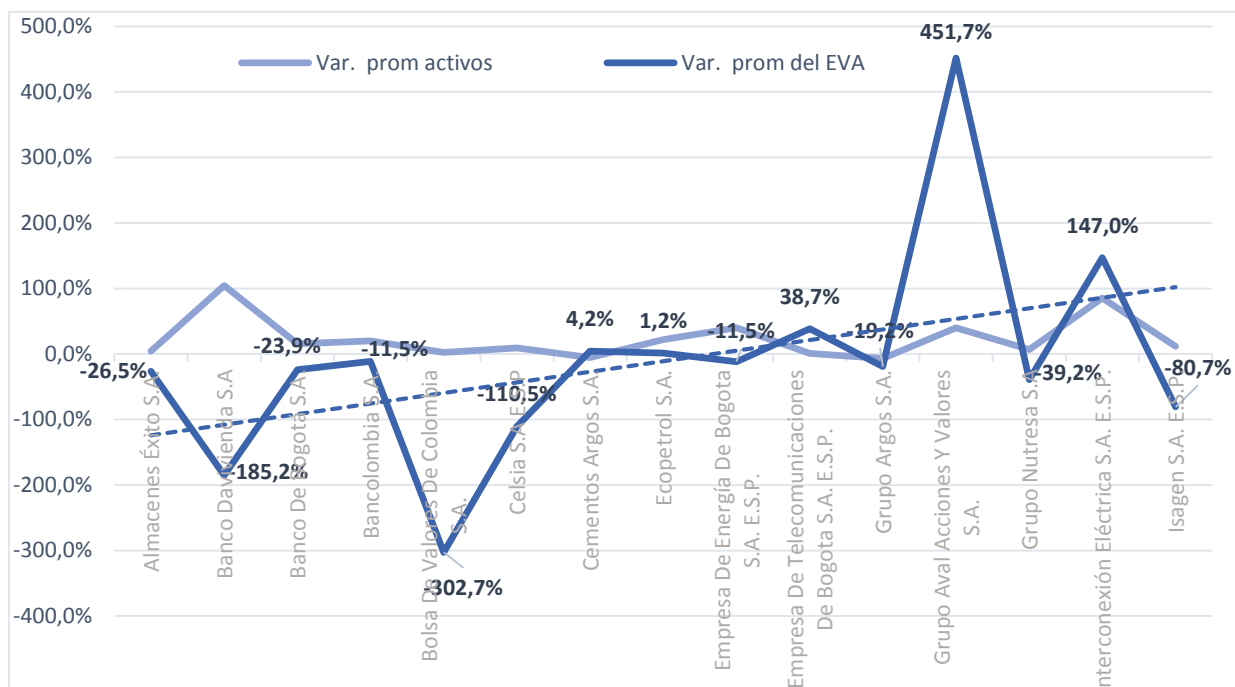
transparencia en las relaciones con las partes de interés y el mercado en general, posibilitando equidad en el acceso a información relevante y el trato de las partes minoritarias. Un hecho fundamental es que las empresas emisoras de instrumentos de deuda, han incluido en sus políticas reglas claras para el trato al interés minoritario utilizando para ello provisiones y reservas para el cumplimiento de estos compromisos, de forma que la utilidad a disposición de los accionistas que se lleva a las asambleas se realizan después de haber descontado el valor a pagar por interés minoritario. Esta práctica de buen gobierno es fundamental sobre todo cuando cada vez es más común la emisión de acciones preferentes sin derecho a voto y bonos obligatoriamente convertibles.

Aunque el costo de capital de las empresas que listan es menor gracias al acceso a una amplia gama de instrumentos de financiación, la generación de valor se puede ver comprometida a causa de la representatividad de variables como: el tamaño de la estructura operativa, la dirección estratégica, necesidades de capex, costos hundidos, estructura regulatoria, entre otros ya que en consecuencia se estaría afectando el UODI (Utilidad operativa después de impuestos).

La variación promedio del EVA de las empresas listadas en bolsa durante el periodo frente a la variación promedio de los activos es fluctuante sin embargo, en el gráfico 3 se observa como la variación promedio del EVA sigue una tendencia positiva lo que consecuentemente hace notorio como empresas del sector financiero e inversiones exhiben un promedio negativo en el periodo de análisis mientras que las empresas del sector minero energético y telecomunicaciones muestran un promedio del EVA positivo. En suma, el comportamiento de esta tendencia está influenciado por el costo del capital (WACC) del gráfico 2, si fuese mayor implicaría que el acceso a los mercados de capitales y el cumplimiento de los códigos de buen gobierno en relación con la información relevante y el trato al interés minoritario mejoran el desempeño del EVA y el WACC, reduciendo la destrucción de valor de las empresas listadas.

Gráfico 3.

Variación promedio del EVA respecto a la variación promedio de los activos en empresas listadas.



Elaboración propia a partir de información de Superfinanciera y Supersociedades.

Por otra parte, el apalancamiento con instrumentos emitidos en el mercado de valores disminuye el costo del capital, más aun cuando el 59% de estos, durante el periodo 2009 - 2014 correspondieron a acciones preferentes sin derecho o voto, los cuales representan aproximadamente 15,26 billones de pesos (véase Tabla 1).

Tabla 1.

1. Emisiones en instrumentos de participación (Millones \$)

Año	Acción preferente	Acción ordinaria	Total
2009	0	397.267	397.267
2010	419.354	105.086	524.440
2011	4.672.079	3.678.214	8.350.294
2012	1.327.891	2.239.915	3.567.806
2013	1.401.400	239.387	1.640.787
2014	7.439.907	4.117.899	11.557.806
Total general	15.260.631	10.777.767	26.038.399

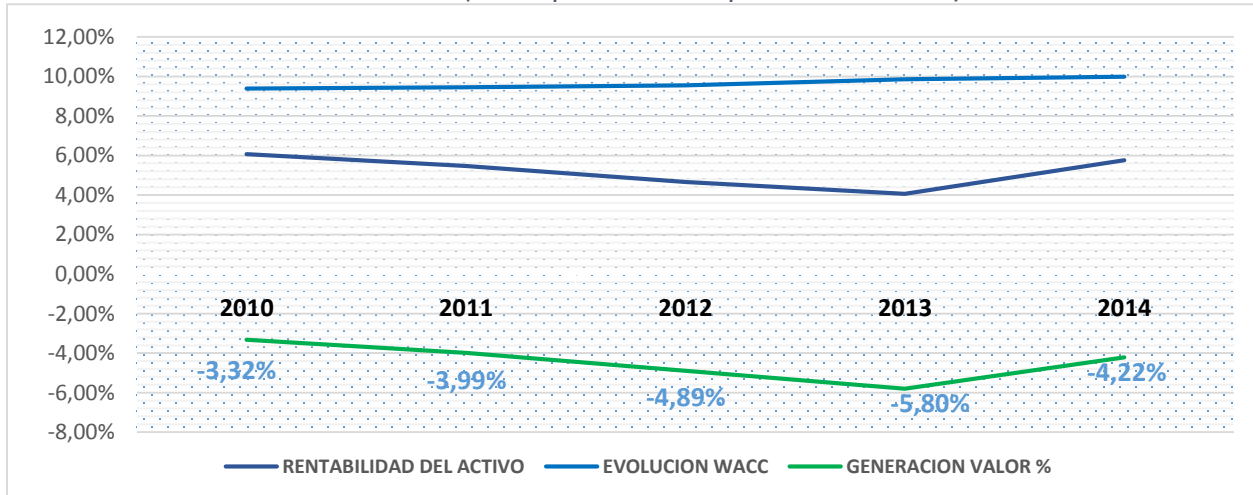
Elaboración propia con información de la Bolsa de Valores de Colombia.

El comportamiento de las empresas listadas en bolsa no se explica por el costo del capital, pues las empresas que no listan tienen un WACC mayor (gráfica 1) por lo tanto estas últimas requieren

un UODI mayor para satisfacer un resultado neutro o positivo en el EVA. Este aspecto se explica mejor por el tamaño del capital invertido y la estructura óptima del mismo (pasivo + patrimonio).

Gráfico 4.

Rentabilidad del Activo vs el WACC (15 empresas más líquidas de COLCAP)



Elaboración propia a partir de información de Superfinanciera y Supersociedades.

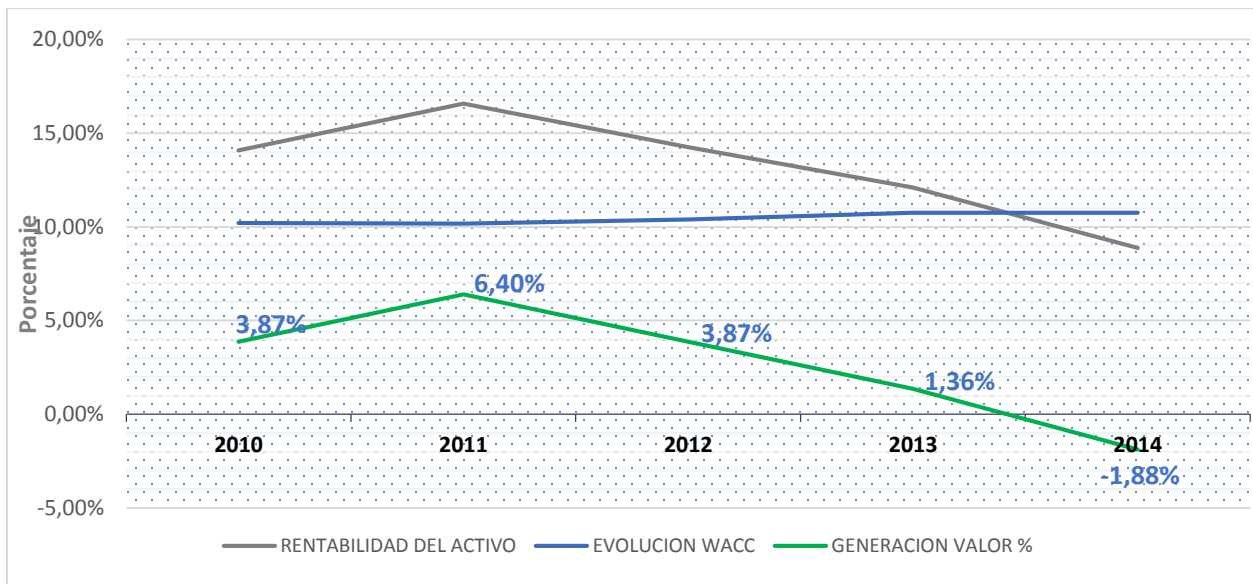
El sector financiero por regulación y bajo su estatuto orgánico, requiere de capitales mínimos irreductibles, patrimonios técnicos altos y una relación de solvencia patrimonial del 9% o superior, de esta manera el tamaño del patrimonio y sus activos por norma son significativos en comparación con las empresas del sector real. Por otra parte aquellas que no pertenecen al sector financiero y que listan en bolsa, no están sujetas a estos protocolos de regulación, sin embargo poseen costos hundidos representativos dada la naturaleza de sus operaciones, siendo un claro ejemplo de ello las empresas cuya vocación productiva se orienta a: la generación de energía, servicios públicos, telecomunicaciones, exploración y extracción de crudo, entre otras, evidenciando que requieren grandes inversiones para el desarrollo de su objeto social. Así las cosas, mientras mayor sea el activo total y el capex, mayor deberá ser la utilidad operativa después de impuestos para que las empresas logren generar valor. Entretanto, para las que no listan en bolsa la composición de la estructura del capital y el tamaño del mismo hace que sus costos de operación sea menor, aunque sus costos financieros sean mayores.

En Colombia las empresas que listan en bolsa tienen tamaños de capital que en promedio son 7.8 veces más grandes que las que no listan, esto extrayendo de la muestra a ECOPETROL siendo la

empresa de mayor tamaño en el país. Adicionalmente si se consideran los costos de operación, hace que el EVA de ambas muestras de empresas no sea comparable y que de esta forma el EVA no sea la medida más acorde para concluir sobre la incidencia de los códigos de buen gobierno en la generación de valor de las empresas, como si lo es el WACC que se deriva de la estructura de apalancamiento y el costo de dicha estructura.

Gráfico 5.

Relación entre el Activo, Rentabilidad y el WACC (Sector no listado en bolsa)

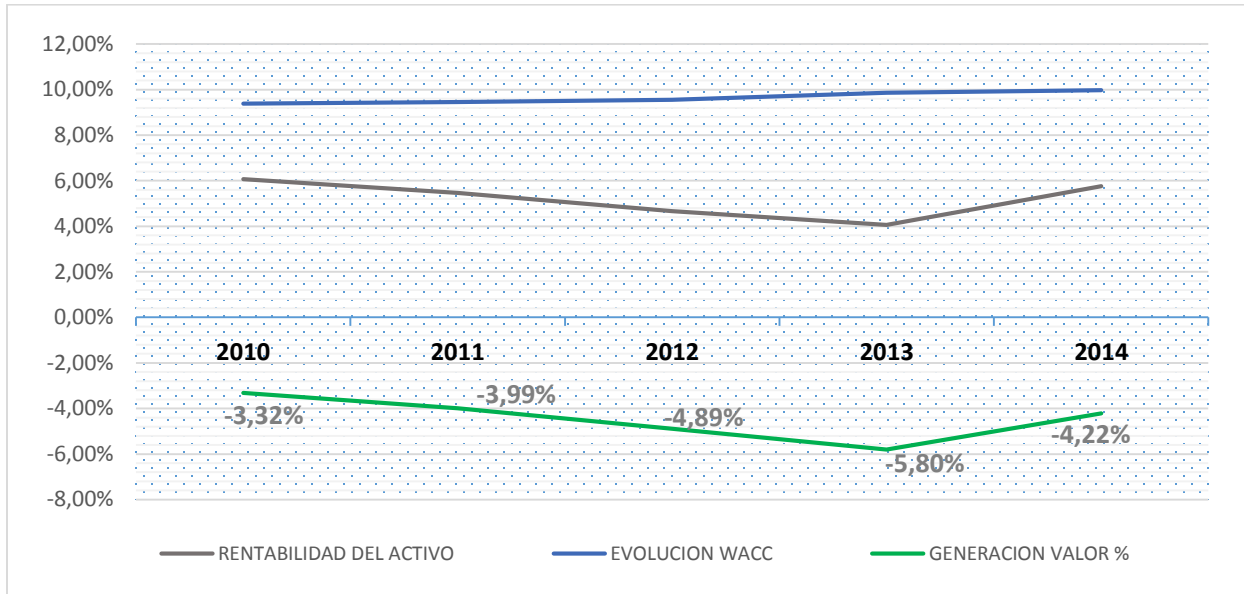


Elaboración propia a partir de información de Superfinanciera y Supersociedades.

En el gráfico se observa que solo en el año 2014 el EVA de las empresas que no listan es negativo (-1,88%), aunque la evolución del WACC sigue una tendencia relativamente estable entre el 10 y el 11%, la relación existente entre la rentabilidad del activo y la generación de valor exhiben un comportamiento similar. Contrario a lo que muestra el gráfico 6 donde se puede apreciar que las empresas que listan en bolsa sus activos rentan por debajo del WACC de las que se encuentran en el sector real y por consiguiente, ello podría conllevar a una menor destrucción de valor.

Gráfico 6.

Rentabilidad del Activo vs el WACC (15 empresas más líquidas de COLCAP)



Elaboración propia a partir de información de Superfinanciera y Supersociedades.

Al analizar el costo del capital (WACC) se observa una relativa estabilidad, frente al comportamiento de la tasa de rentabilidad del activo con una relación directa en la tasa de generación de valor, no obstante en los dos últimos años reflejan una recuperación importante en el EVA de las empresas que integran el COLCAP.

Las prácticas de buen gobierno corporativo permiten el acceso de las empresas cotizantes en bolsa a capital de largo plazo con costos que difícilmente podrían acordarse con el sector bancario, pues en el mercado de valores de Colombia existen emisiones de instrumentos de deuda con plazos de hasta 30 años, tal como se mostrará más adelante cuando se analice la profundidad y la evolución del mercado de valores de Colombia. Bajo este panorama es indispensable pensar en la permanencia de las empresas, por lo que la sostenibilidad y la responsabilidad social son un componente que hace parte de la cultura organizacional de empresas que mediante un direccionamiento estratégico sostenido en el largo plazo buscan garantizar el desarrollo y continuidad en la economía.

Parte de esta dinámica se garantiza a través de la conformación de las juntas directivas, para el caso las empresas que listan en bolsa se observa que el 80% de ellas cuenta con miembros

independientes, libres de sesgo, conflictos de interés y conocedores de la industria respectiva. Esta práctica de gobierno ayuda a que las empresas mejoren las relaciones con el mercado y las partes de interés.

Por otra parte, de acuerdo con el gráfico 7 y la tabla 2, la importancia del sector público en la generación de valor se destaca durante el periodo 2009 y 2012, mientras que en los años siguientes se hace notoria una reducción significativa en el EVA llevándolo a situarse en \$-145.055 millones en 2013 a \$-175.220 millones en 2014. El deterioro de este sector se da por la caída de los precios del petróleo en los mercados internacionales y la inestabilidad de la economía global. En los demás sectores se da por la rentabilidad insuficiente del activo total (UODI insuficiente).

Tabla 2.

2. Eva por sector de las 15 empresas más líquidas del COLCAP (millones de \$)

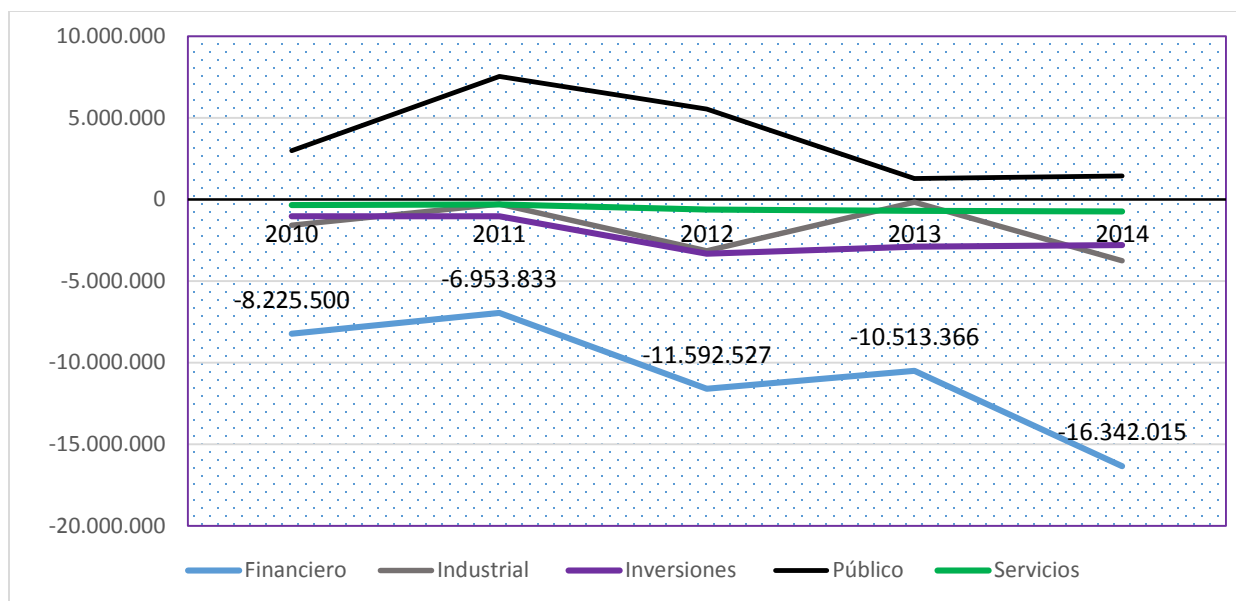
Sector/año	2010	2011	2012	2013	2014
Financiero	-2.085.402	-1.476.447	-2.580.756	-2.507.891	-3.867.267
Industrial	-729.093	-170.241	-1.125.091	-156.680	-1.450.180
Inversiones	-521.745	-438.138	-1.151.466	-1.127.459	-1.088.946
Público	298.729	1.587.988	1.119.498	-145.055	-175.220
Servicios	-517.264	-408.350	-741.837	-912.594	-922.907

Elaboración propia con información de la superintendencia financiera y supersociedades.

Adicionalmente, el gráfico 7 muestra que el sector financiero es el que menos rentabilidad del activo genera, atribuible quizá a los grandes capitales exigidos para desarrollar el objeto social que les permita cumplir la normatividad y regulación exigida, así como el capital mínimo irreductible y la relación de solvencia patrimonial. No obstante, se encuentra que la utilidad neta de muchas de las empresas del sector financiero mejora al sumar los ingresos no operacionales derivados de portafolios de inversión sobre posiciones propias o de excedentes de tesorería.

Gráfico 7.

EVA por sector de acuerdo a las empresas 15 más líquidas COLCAP (Millones de \$)



Elaboración propia con información de la superintendencia financiera y supersociedades.

2. Efectividad de la estrategia de la dirección:

Otra de las variables de relevancia en este estudio se centra en determinar si los códigos de buen gobierno ayudan a la efectividad de la estrategia empresarial de mediano y largo plazo. Se toma esta variable porque de ella depende el crecimiento y la sostenibilidad de las empresas, pero para ello se aborda la estrategia de financiación de proyectos de largo plazo ya que estos permitirán proyectar su permanencia en el tiempo.

Tabla 3.

3. Composición de emisiones periodo 2009-2014 (millones de \$)

Tipo de instrumento	Valor	%
Bonos Ordinarios	40.010.442	43,6%
Acciones con Dividendo Preferencial y Sin Derecho a Voto	15.260.631	16,6%
Acciones Ordinarias	10.716.909	11,7%
Bonos de Deuda Pública	6.508.300	7,1%
Bonos Subordinados	4.812.651	5,2%
Títulos Hipotecarios	4.767.245	5,2%
CDT's	4.375.670	4,8%
Títulos de Contenido Crediticio	2.832.486	3,1%
Papeles Comerciales	1.660.737	1,8%
Bonos obligatoriamente convertibles Acciones	750.000	0,8%
Bonos Hipotecarios VIS	60.923	0,1%

Títulos de Participación (patrimonios autónomos)	60.859	0,1%
Total general	91.816.852	100%

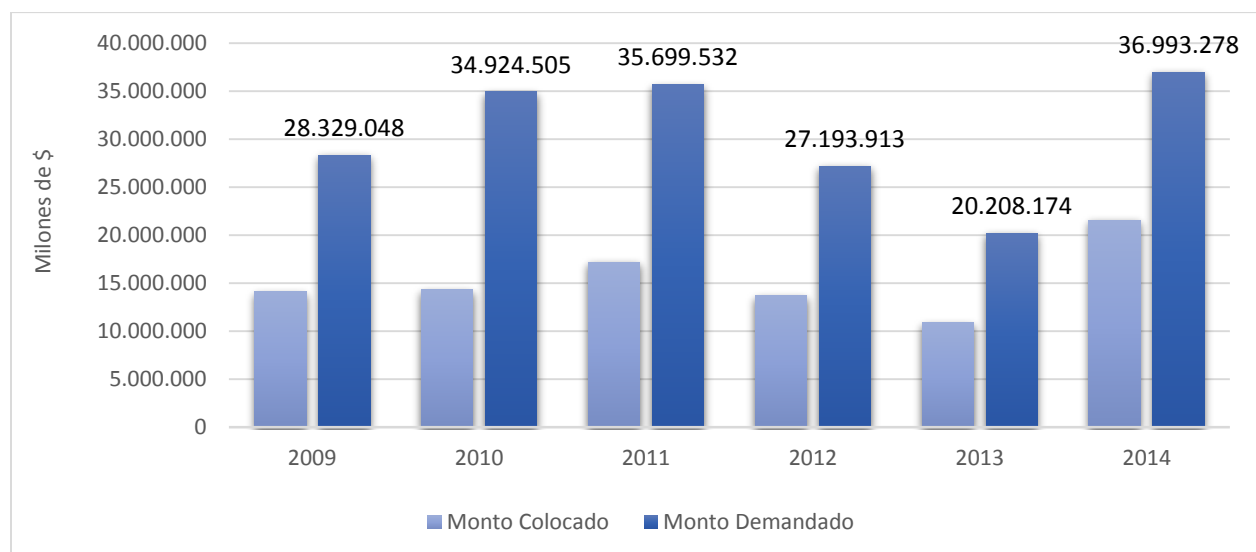
Elaboración propia con información de la Bolsa de Valores de Colombia

El instrumento de deuda por excelencia utilizado por las empresas Colombianas para financiar su crecimiento y sostenibilidad ha sido los bonos ordinarios (Tabla 2.) con aproximadamente 40 billones consolidados en los 6 años de estudio, que representan el 43% de las emisiones del periodo evaluado. Desde la perspectiva financiera el apalancamiento con instrumentos de deuda resulta menos costoso que la financiación con recursos de los accionistas por lo que las empresas han acertado al preferir este instrumento al de las acciones donde se ven obligadas a compartir el control y gobierno de las empresas (acciones ordinarias 11,7% de las emisiones, Tabla 3).

El costo del capital tal como se observa en el gráfico 2 favorece a las empresas listadas en bolsa, pues los plazos para los bonos son largos y la confianza del público en los instrumentos emitidos ha ido creciendo en la medida que las empresas divulgan sus buenas prácticas de gobierno, socializan información relevante en sus páginas web y en organismos de vigilancia y control, y se someten a firmas calificadoras de riesgo publicando los resultados de sus evaluaciones.

Gráfico 8.

Emisiones de valores 2009 - 2014



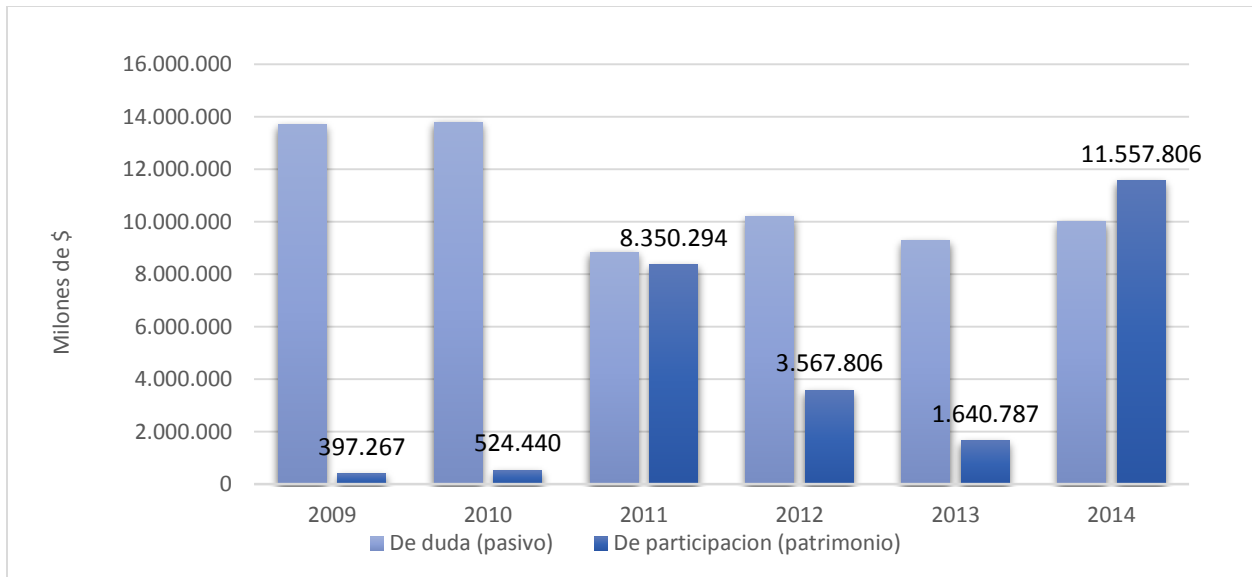
Elaboración propia con información de la Bolsa de Valores de Colombia

De acuerdo con el gráfico 8 y complementariamente el gráfico 9, se relaciona el grado de confianza del público y el mercado en general frente a las empresas emisoras y los instrumentos emitidos.

Llama la atención que en todos los instrumentos emitidos el valor demandado supere la expectativa en cerca del doble a la oferta pública (monto colocado), lo que representa para las empresas listadas un avance significativo visto desde la implementación de los códigos de buen gobierno y la estrategia de financiera de la dirección, esta última responde a un mejor acceso a la deuda de largo plazo a través del mercado de valores y no de la banca. Este comportamiento hace notoria una tendencia al alza respecto al desarrollo del mercado de valores en Colombia donde las empresas con mayor frecuencia acuden a este en función de emitir bonos u otros instrumentos de deuda, mientras que las obligaciones financieras adquiridas desde el sector bancario parecieran cobrar menos peso de acuerdo a sus pasivos totales.

Gráfico 9.

Tipo de instrumentos emitidos entre 2009 - 2014



Elaboración propia con información de la Bolsa de Valores de Colombia.

La sostenibilidad es un objetivo clave en la estrategia empresarial, razón por la cual muchas de ellas trabajan la planeación estratégica anclada a la responsabilidad social y al desarrollo de mercados rentables y de largo plazo. Este aspecto se refleja plenamente cuando los flujos de caja de las empresas se ajustan con apalancamientos de largo plazo que permiten crecer sin sacrificar el capital de trabajo de corto plazo para cumplir con los propósitos de la misión, sin dejar de invertir en responsabilidad social, es decir la empresa se vuelve más sostenible y puede enfocar sus

esfuerzos en la generación de valor para aumentar la eficiencia que todavía no llega a los niveles requeridos por el WACC.

Frente a este aspecto la estrategia de la dirección es efectiva porque se han conformado mejor las juntas directivas dando representación del interés minoritario, se han divulgado los códigos de buen gobierno, se cumple las reglas de provisión y pago del interés minoritario, se ha elegido apoyo de financiación con instrumentos de largo plazo, se ha buscado eliminar el estrés financiero del flujo de caja optimizando el uso de deuda de largo plazo, se tienen grados de libertad para evaluar y desarrollar nuevos proyectos de largo plazo, hay innovación en las empresas, entre otras.

Las buenas prácticas de gobierno corporativo esta incluso permitiendo la educación financiera del público, que comienza a ver alternativas de inversión diferentes a las de llevar su dinero a cuentas de ahorro bancarias donde obtienen rentabilidades inferiores a las ofrecidas por el mercado de valores.

3. Costo del capital:

Parte del objetivo en este trabajo de investigación es determinar si tener o no código de buen gobierno beneficia a las empresas listadas con un mejor costo de capital. Las fuentes de financiación percibidas por las diversas compañías dan cuenta de la expectativa del inversionista frente a la tasa de retorno, en este apartado mediante el comportamiento del WACC, las participaciones del patrimonio y del pasivo (Wd^{11} y We), así como sus costos (Ke , Kd) buscando explicar si la financiación cobra mayor representatividad con capital propio / emisión de acciones (We), o si por el contrario esta se realiza con deuda a corto o largo plazo (Wd). En este sentido se encuentra que el peso del We es significativo frente a las obligaciones financieras, lo que está en relación directa con que la expectativa del accionista sea mayor.

Tabla 4.

4. Relación porcentual promedio del WACC, We , Wd , Ke , Kd y la rentabilidad del activo - 15 empresas más líquidas del COLCAP

Año	WACC	Wd	We	Ke	Kd	Rentabilidad del activo
-----	------	----	----	----	----	-------------------------

¹¹ Para el desarrollo del ejercicio Wd es equivalente a Kd .

2009	9,31%	16,27%	83,73%	10,14%	17,24%	6,36%
2010	9,39%	21,55%	78,45%	10,55%	28,57%	6,07%
2011	9,45%	18,20%	81,80%	10,40%	22,81%	5,47%
2012	9,55%	15,22%	84,78%	10,39%	18,77%	4,66%
2013	9,86%	19,27%	80,73%	11,01%	28,10%	4,05%
2014	9,98%	14,27%	85,73%	10,92%	23,32%	5,76%
Promedio	9,59%	17,46%	82,54%	10,57%	23,44%	5,40%

Elaboración propia a partir de datos de la Bolsa de Valores de Colombia

Aunque la estructura del apalancamiento del capital (W_e+W_d) da cuenta de una participación moderada del accionista, las utilidades operativas son insuficientes para cubrir las expectativas del WACC. De esta manera el costo de financiar el patrimonio - K_e , representa en promedio un 10.57% durante el periodo, mientras que el costo de la deuda se sitúa en aproximadamente 23,44% siendo mayor en términos comparativos, lo que hace más costoso la tasa de interés que se paga por el pasivo financiero.

No obstante al contrastar los resultados con el costo del capital (gráfico 2), es menor para las empresas que listan, lo cual supone que el menor costo del capital si contribuye a generar valor o evita que se destruya en mayor proporción. Un aspecto que puede influir en la reducción del costo de capital se puede atribuir a la gran demanda de capital mediante instrumentos emitidos, superándose en el doble los montos ofertados públicamente a través de la bolsa de valores tal como se puede observar en la siguiente tabla.

Tabla 5.

5. Emisión total del mercado de valores periodo comprendido entre 2009-2014

Año	Monto Colocado (millones \$)	Monto Demandado (millones \$)
2009	14.090.961	28.329.048
2010	14.320.177	34.924.505
2011	17.191.082	35.699.532
2012	13.742.086	27.193.913
2013	10.904.231	20.208.174
2014	21.568.317	36.993.278
TOTAL	91.816.852	183.348.450

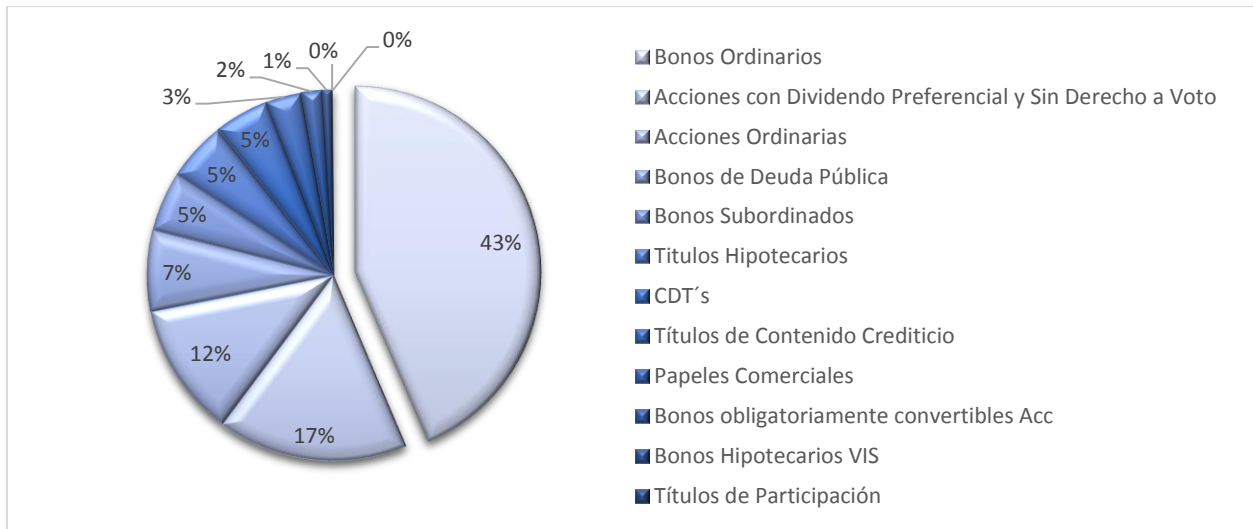
Elaboración propia a partir de información de la Bolsa de Valores de Colombia.

Entre bonos ordinarios, subordinados, hipotecarios y obligatoriamente convertibles se tienen más del 50% de las emisiones realizadas, lo que evidencia que la dirección de las empresas no tiene en mente ceder en el mediano plazo parte del control y gobierno, además las empresas saben que el capital del accionista es más costoso y exige rentabilidades mayores para satisfacer el WACC.

En el siguiente gráfico se presenta de manera porcentual la emisión de instrumentos financieros en el periodo de análisis, siendo los menos empleados los títulos de contenidos crediticios, papeles comerciales y los bonos obligatoriamente convertibles Acc.

Gráfico 10.

Emisión total entre el 2009 al 2014 \$ 91,8 Billones de pesos



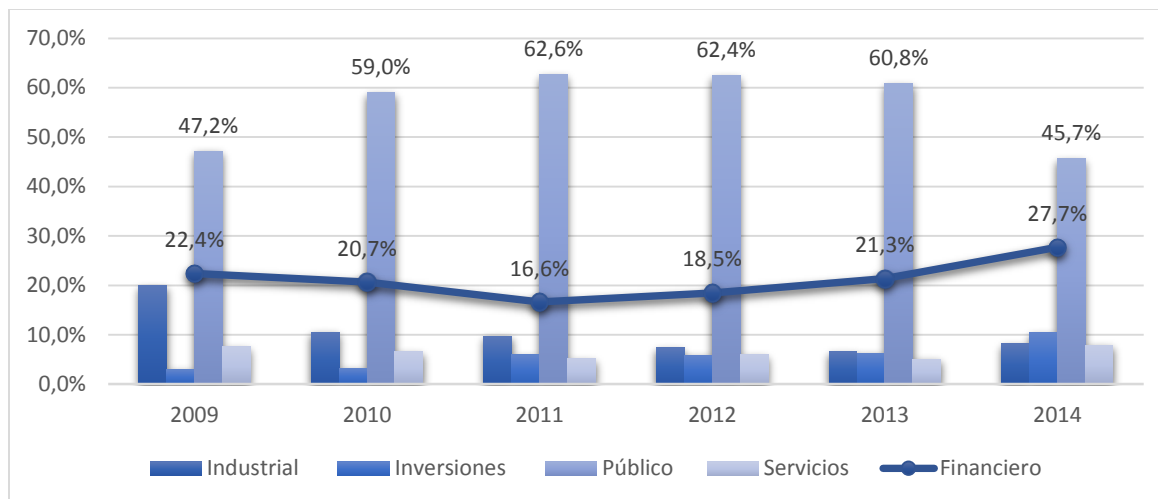
Elaboración propia a partir de información de la Bolsa de Valores de Colombia.

4. Rentabilidad del accionista:

Aunque con una rentabilidad del activo por debajo del WACC es difícil pensar en beneficios satisfactorios para el accionista se puede observar que todas las empresas han cumplido con el pago de los intereses minoritarios. En el caso concreto de Ecopetrol además ha distribuido dividendos que equivalen a rentabilidades superiores a la DTF, beneficiando también la hacienda pública que mejora los ingresos del presupuesto general de la nación,

Gráfico 11.

Evolución porcentual de la utilidad a disposición del accionista



Elaboración propia, con datos de la superintendencia financiera e informes financieros.

En el gráfico 11 se puede apreciar la evolución de la utilidad a disposición del accionista, el más representativo es el sector público con una utilidad que supera el 45% en el periodo, teniendo el mayor porcentaje en el año 2011 con aproximadamente el 62,6%. El comportamiento de este sector en particular se debe al peso que tiene Ecopetrol y de la rentabilidad que se deriva de sus actividades productivas aunque la caída del precio en el último año afecta directamente la financiación de uno de sus principales accionistas, el Gobierno Nacional restringiendo de esta manera los recursos que le garantizarían cumplir con las proyecciones de mejoramiento de infraestructura y demás acciones encaminadas al desarrollo económico del país. Seguida del financiero el cual se ubica entre un 16,6% y un 27,7% en 2014. En suma el sector industrial muestra una tendencia decreciente, mientras que el de inversiones exhibe una tendencia creciente pasando del 3% en 2009 a un poco más del 10,4% en 2014. Servicios por su parte se sostiene en un rango de 5,1% y 7,9%.y servicios.

El panorama visto desde las empresas es dicente en comparación con los sectores productivos de la economía, pues la mayor capitalización bursátil se concentra en Ecopetrol, empresa de carácter público, con una utilidad neta representativa al igual que el UODI. Seguida del Banco de Bogotá con la segunda utilidad neta, pero la menor capitalización del grupo, en tercer lugar encontramos el Grupo Aval Acciones y valores del sector de inversiones y del sector financiero se cierra el grupo con Bancolombia y el Banco de Occidente.

Tabla 6.

6. Desempeño de las 5 empresas con mejor utilidad neta a disposición del accionista.

Empresa	Sector	Capital Bursátil (28/03/2015)	U. Neta A D.A	UODI
Ecopetrol S.A.	Público	1.025.843	7.812.615,14	15.352.767,49
Banco De Bogotá S.A.	Financiero	236.860	1.505.262,78	1.334.461,84
Grupo Aval Acciones y Valores S.A.	Inversiones	1.036.306	1.347.737,50	1.360.635,28
Bancolombia S.A.	Financiero	305.654	1.331.315,73	1.185.706,06
Banco De Occidente S.A.	Financiero	559.046	1.200.810,62	1.113.221,93

Elaboración propia, con datos de la superintendencia financiera e informes financieros.

A pesar las implicaciones de la caída del precio del petróleo, Ecopetrol reporta una generación de dividendos importante para sus accionistas, frente al grupo de empresas analizadas, siendo el mayor benefactor el estado colombiano y consecuentemente del desarrollo mediante el gasto en inversión de infraestructura para potencializar la dinámica del país.

De manera complementaria, se hace pertinente considerar temas entorno a como llevan las empresas estas prácticas de manera sostenible en el tiempo, así como la contribución que hacen en materia de impuestos al desarrollo del país, aunque este enfoque en particular requieren de una investigación más estructurada ante información limitada. En este sentido, analizar las estrategias entorno a la responsabilidad social de estas empresas conlleva explorar temas tan diversos como: las condiciones laborales, clima organizacional, regalías, impuestos, programas complementarios de índole ambiental, social y de desarrollo que requieran compensar el impacto de las diferentes actividades productivas en el entorno, entre otros. La dificultad radica, en que la BVC es un mercado en crecimiento, y en que los contenidos desarrollados para identificar las prácticas de gobierno corporativo en la encuesta de Código País son limitados en este aspecto. No obstante, las posibilidades de conocer los posibles avances alcanzados en algunas de las más representativas compañías en esta materia se evidencian en índices como el Down Jones Sustainability Index (índice global y Mercados Emergentes) para 2014. Entre las que se destaca: Bancolombia, Cementos Argos, Ecopetrol, Grupo Argos, Grupo Suramericana y Nutresa, tal como se detalla en la siguiente tabla.

Tabla 7.

7. Compañías colombianas en el índice de sostenibilidad Dow Jones

Índice Global	Índice Mercados Emergentes
---------------	----------------------------

Bancolombia
Cementos Argos
Ecopetrol
Grupo Argos
Grupo de Inversiones Suramericana
Grupo Nutresa

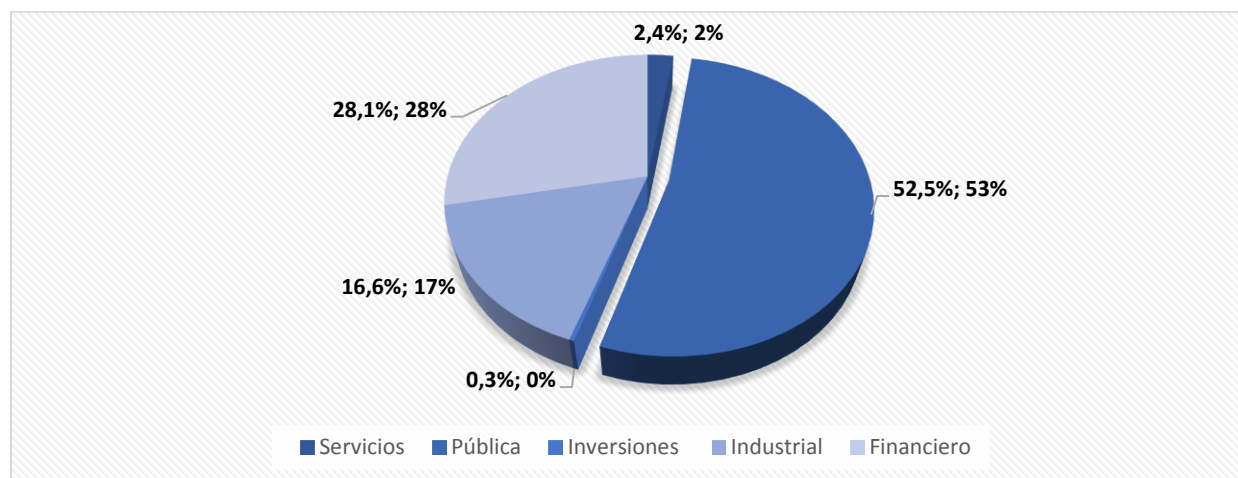
Almacenes Éxito
Banco Davivienda
Bancolombia
Cementos Argos
Ecopetrol
Empresa de Energía de Bogotá
Grupo de Inversiones Suramericana
Grupo Nutresa
Isagen

Fuente: Revista Dinero <http://www.dinero.com/inversionistas/articulo/empresas-colombianas-indice-sostenibilidad-dow-jones-2014/200871>.

Adicionalmente, de las actividades productivas se derivan un sin número de recursos que inciden en el desarrollo económico y el crecimiento del país, en el caso colombiano si bien es cierto que hay mayor participación de diferentes empresas en el mercado bursátil, también lo es el hecho de que se destacan las más representativas, tradicionales y emblemáticas, siendo las del sector minero energético en su mayoría públicas dada su vocación productiva, las mayores contribuyentes en términos de regalías e impuestos al desarrollo territorial, con una participación de cerca de 52,5%. Seguidas del sector financiero con 28,1% y del sector industrial con una participación de 16,6%. Por otra parte, servicios e inversiones se exhibe unos menores porcentajes, como se puede validar en el siguiente gráfico.

Gráfico 12.

Participación de impuestos y regalías por sectores 2014



Elaboración propia, a partir de información de la superintendencia Financiera.

Aunque solo se consideraron para el desarrollo de este trabajo solo una muestra de empresas, es relevante destacar que Colombia es en su mayoría un país de pequeñas y medianas empresas, así mismo que los aportes de empresas de sociedades comerciales de gran magnitud en términos de generación de regalías no necesariamente listan en bolsa.

V. Aportes de las Empresas del Estado Colombiano a los códigos de buen gobierno Corporativo.

Una de las mayores limitantes en la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, radica en la estructura y avances normativos que se dan en los diferentes países, si bien como se argumentó en el desarrollo de esta investigación existen normas orientadas a unificar criterios como los relacionados con la información financiera y contable aún se requiere de un esfuerzo significativo. A ello se suma, en el caso particular de las empresas consideradas estatales, la manera como se separa la función del Estado como propietario y como agente regulador en el mercado. No obstante en Colombia la estructura normativa parece haber logrado cimentar las bases para una clara distinción entre ellos, lo que adicionalmente ha permitido aprovechar los recursos en la consolidación y ejecución de los diferentes Planes de Desarrollo. Razón por la cual en este apartado se recogen los principales avances en materia de prácticas de Gobierno Corporativo implementadas en Empresas del Estado colombiano.

En la siguiente tabla se exponen 4 de las empresas que se consideran con mayor participación pública en índice COLCAP; siendo estas, Ecopetrol S.A. Empresa De Energía De Bogota S.A. E.S.P. Empresa De Telecomunicaciones De Bogotá e Isagen S.A. E.S.P., se relaciona la evolución del WACC, la rentabilidad del capital y la generación de valor en el periodo de análisis.

Tabla 8.

4. Empresas públicas que hacen parte del índice COLCAP

WACC de los periodos 2009 al 2014						
EMPRESAS	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ecopetrol S.A.	9,97%	9,97%	10,00%	9,96%	10,15%	10,20%
Empresa De Energía De Bogota S.A. E.S.P.	9,41%	9,57%	9,53%	9,76%	9,69%	10,01%

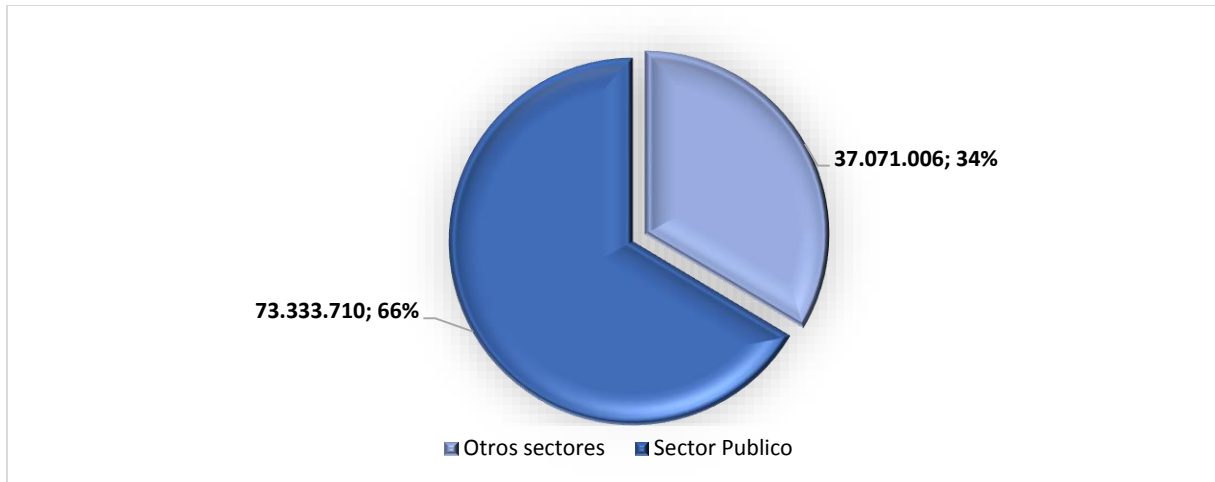
Empresa De Telecomunicaciones De Bogotá	9,13%	9,25%	9,19%	9,34%	9,22%	9,60%
Isagen S.A. E.S.P.	9,95%	9,82%	9,78%	9,76%	10,05%	10,02%
Rentabilidad del Capital para los mismos periodos						
Ecopetrol S.A.	11,56%	15,55%	19,58%	15,03%	10,38%	10,80%
Empresa De Energía De Bogotá S.A. E.S.P.	0,27%	0,13%	0,19%	0,60%	1,88%	6,91%
Empresa De Telecomunicaciones De Bogotá	2,68%	4,98%	5,42%	1,11%	2,13%	20,52%
Isagen S.A. E.S.P.	7,68%	8,09%	8,14%	6,72%	5,97%	3,84%
Generación de Valor durante los periodos						
Ecopetrol S.A.	1,59%	5,58%	9,58%	5,06%	0,23%	0,60%
Empresa De Energía De Bogotá S.A. E.S.P.	-9,13%	-9,44%	-9,34%	-9,2%	-7,81%	-3,10%
Empresa De Telecomunicaciones De Bogotá	-6,45%	-4,28%	-3,77%	-8,23%	-7,09%	10,92%
Isagen S.A. E.S.P.	-2,27%	-1,73%	-1,65%	-3,05%	-4,08%	-6,18%

Elaboración propia, con datos de la superintendencia financiera e informes financieros.

Se puede apreciar que el grupo de empresas en conjunto destruyen valor, sin embargo son las que mayor rentabilidad a disposición del accionista reporta respecto a las empresas que componen el índice COLCAP (Véase gráfico 13). En total para el periodo comprendido entre el 2009 y 2014 las empresas cuyo socio mayoritario es el Estado reportaron una utilidad neta de aproximadamente 73.3 billones de pesos, mientras que en el mismo periodo los sectores industrial, inversiones, financiero y servicios alcanzaron cerca del 37.07 billones.

Gráfico 13.

Utilidad Neta a disposición del Accionista (2009-2014)



Elaboración propia, con datos de la superintendencia financiera e informes financieros.

El 66% de las utilidades generadas por las 15 empresas más líquidas del COLCAP durante el periodo de análisis corresponde a lo reportado por las empresas estatales, del cual se tiene que el 88% corresponde a lo generado por Ecopetrol, como se puede evidenciar en la siguiente tabla, lo que valida la participación de la misma en el PIB, y la representatividad de estos fondos para la inversión pública.

Tabla 9.

5. Utilidad a disposición del accionista 2009-2014 sector público – COLCAP

Empresa	Consolidado(millones \$)	% Part.
Ecopetrol S.A.	64.748.726	88,3%
Empresa De Energía De Bogotá S.A. E.S.P.	4.636.567	6,3%
Empresa De Telecomunicaciones De Bogotá S.A	1.342.326	1,8%
Isagen S.A. E.S.P.	2.606.091	3,6%
Total general	73.333.710	100%

Elaboración propia, con datos de la superintendencia financiera e informes financieros.

De este modo, el sector público listado en bolsa tiene un peso significativo en las utilidades que generan el consolidado de empresas, sin embargo, este sector no es el que más emisiones realiza en los distintos instrumentos (Véase tabla 10) donde estas empresas solo participan con el 9% del total de instrumentos de deuda emitidos.

Tabla 10.

6. Emisión de instrumentos de deuda financieros por sector 2009- 2014

Emisión por Sectores	Monto colocado	%
Deuda Empresas Públicas	8.227.489	9,0%
Deuda Entidades Financieras	39.459.171	43,0%
Deuda Multilaterales	489.480	0,5%
Deuda Sector Real	17.602.314	19,2%
Títulos de participación	26.038.399	28,4%
Total general	91.816.852	100%

Elaboración propia, con datos de la superintendencia financiera e informes financieros.

El interés que el tamaño de las utilidades de estas empresas representa, genera un gran apetito del mercado desde el lado de la demanda, por los instrumentos de deuda emitidos. Las empresas del sector público tienen conciencia de esto y por ello promueven las prácticas de transparencia y buen gobierno, con el fin de atraer inversionistas que les permita garantizar la colocación de sus ofertas de títulos o las privatizaciones que vienen dando en algunas de las empresas del sector público.

Dentro de las prácticas de buen gobierno corporativo las empresas del sector público que hacen parte del COLCAP cuenta en sus juntas directivas, con representación de los accionistas minoritarios, en aras de equilibrar una de las principales preocupaciones en el marco de la gobernabilidad, garantizar los derechos y el trato equitativo de este grupo de interés dado el papel del Estado como benefactor predominante de la utilidad neta, esto sin contar con la garantía plena de dar a conocer toda la información relevante y de cumplirles el pago de dividendos ordinarios o preferenciales autorizados por la asamblea general. En este sentido se recoge información sobre algunas de estas empresas, a continuación.

Tabla 11.

7. Elementos de gobierno corporativo en empresas con participación pública

Empresa	Composición	Nota
Isagen	Tiene 7 miembros de junta directiva y uno de ellos es propuesto por los accionistas minoritarios.	Sus miembros fueron elegidos en la Asamblea General Ordinaria de Accionistas de 2013
Ecopetrol	El 5 de febrero de 2014, los representantes de los accionistas minoritarios con mayor participación accionaria en la empresa suscribieron un Acuerdo de Accionistas, firmado por los representantes de seis fondos	El doctor Steiner fue incluido como representante de los accionistas minoritarios en el renglón noveno de la plancha que fue sometida a consideración de la Asamblea General

de pensiones y cesantías, en el que acordaron nominar al doctor Roberto Steiner Sampedro como miembro independiente de la Junta Directiva.

de Accionistas por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, además se tiene estipulado en el código de buen gobierno que ningún accionista minoritario puede tener el 10% o más del capital.

Empresa Energía de Bogotá

Según lo aprobado en la asamblea de marzo de 2014 se nombra dentro de la junta directiva un miembro independiente que represente el interés minoritario, lo cual es coherente con el nuevo código de gobierno adoptado por la entidad.

Elaboración propia, con información de las empresas relacionadas, extraída sus informes de gestión publicados en sus sitios web.

Estas dinámicas al interior de las organizaciones de carácter público, muestran la tendencia que se viene dando en las empresas que están aplicando sus códigos de buen gobierno, y por tanto envían mensajes de transparencia al mercado sobre sus operaciones y el direccionamiento estratégico entorno a garantizar la sostenibilidad de las empresas, la información utilizada fue tomada fielmente de los informes de gestión oficiales presentado por las respectivas empresas en las asambleas de accionistas del año 2014.

Los acuerdos con los accionistas minoritarios evidencian que las prácticas de buen gobierno ayudan a que haya confianza en el mercado, y por ende los fondos de pensiones e inversores corporativos acojan los instrumentos emitidos por las empresas. Así mismo el público en general accede más fácil a la información relevante y conoce la gestión de sus directivos para tomar decisiones sobre su permanencia en las posiciones y configuración de sus portafolios de inversión. Finalmente, en el informe anual se informa de los riesgos principales para los accionistas minoritarios en relación con la identidad de los accionistas mayoritarios de la empresa; el grado de concentración de la propiedad; la tenencia cruzada entre filiales, y cualquier desequilibrio entre el poder de voto de los accionistas mayoritarios y la tenencia general en la compañía.

Conclusiones

Entre los principales hallazgos que se derivan de esta investigación se encuentra que:

La aplicación de las prácticas de buen gobierno beneficia positivamente a las empresas en la generación de valor ya que al acceder a un mercado como el de valores, se están ampliando las posibilidades de financiación, a largo plazo, lo que consecuentemente se refleja en un menor costo del capital (WACC). En suma, el diversificar en el portafolio de títulos emitidos en los distintos portafolios genera en el inversor una mejor perspectiva frente al retorno del capital, como consecuencia de la calidad, transparencia y confiabilidad de la información que se percibe en el mercado, lo que en suma incrementa la demanda de estos instrumentos.

Las empresas modernizan sus Códigos de Buen Gobierno y promueven sus prácticas con el propósito de dar representación y participación en las juntas directivas a representantes de los accionistas minoritarios, en función de garantizar sus derechos, un trato igualitario y mejores calificaciones de riesgo a los instrumentos emitidos.

Otro aspecto concluyente es que aunque la muestra de empresas evaluadas (15 más líquidas del COLCAP) destruyen valor al tener un WAAC superior a la rentabilidad del capital, esta destrucción es inferior frente a la que se obtendría si no aplicaran códigos de buen gobierno para tener la posibilidad de financiarse con la emisión de valores y deuda de largo plazo, de acuerdo al comportamiento de las empresas vistas desde el sector real, que no listan en bolsa y no están obligadas a aplicar códigos de buen gobierno.

Se evidencia que la efectividad de la estrategia de adoptar prácticas de buen gobierno es acertada ya que acceden a instrumentos de deuda de largo plazo donde el más preferido son los bonos ordinarios. Esto ayuda a las empresas a evaluar y desarrollar proyectos de largo plazo que van en armonía con los objetivos de sustentabilidad del negocio, crecimiento y permanencia del mismo en el largo plazo, así como la búsqueda de la rentabilidad del capital.

Si bien el acceso al mercado de valores disminuye el costo de capital para las empresas que listan el impacto de esa variable sola no es suficiente para neutralizar los efectos negativos de otras cargas operacionales que incide en el UODI.

El apalancamiento patrimonial podría ser menor dados los costos hundidos, estructura operativa etc. Aunque empresas como Empresas Públicas de Medellín, ISAGEN, ISA, ETB, COMCEL, etc tienen una preferencia marcada por la financiación a través de instrumentos de deuda.

Recomendaciones

La medición del beneficio financiero, en forma cuantitativa, de las empresas que listan en la bolsa de valores de Colombia en el marco de la adopción de prácticas de gobierno corporativo, demanda de un análisis más integral con la incorporación de otras variables que permitan evaluar la sustentabilidad y la responsabilidad social sostenible de las empresas. Ya que este tema en particular requiere de elementos que no son visibles, los cuales además están relacionados con otros que son propios de la organización.

Por lo que sería conveniente abordar en investigaciones futuras variables complementarias a las establecidas inicialmente en los códigos de buen gobierno a fin de construir un índice que dé cuenta del efecto de la adopción de los mismos en las diferentes organizaciones. De otra parte es recomendable para la contrastación del costo de la deuda, tomar una muestra más amplia sobre las empresas no listadas en bolsa, las cuales no necesariamente están sujetas a adoptar Prácticas de Buen Gobierno Corporativo, esta recomendación resulta útil al observar que las 15 empresas del sector real, estudiadas, suman capitales (activos) totales muy pequeños en comparación con las 15 empresas tomadas el índice COLCAP. Ante una muestra mayor es factible determinar la correlación y por qué no desarrollar un índice que recoja elementos cuantitativos y cualitativos de los aportes generados producto del acceso al mercado de valores. Esto permitiría conocer cuanto es el ahorro en costo financiero del grupo listado en bolsa y evaluar el costo de oportunidad del grupo no listado.

Bibliografía

- Abel Maria Cano, O. (2007). *Gobierno Corporativo. Principales desarrollos en las empresas que cotizan en Colombia*. Medellín: Universidad de Medellín.
- Berle, A. & G. Means. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- BLACK, B., & JANG, H. y. (2006). *Does corporate governance predict firms' market values?* Journal of Law Economics and Organizations Vol 22 pag 366 - 413.
- Cadbury, 2003, <http://www.confecamaras.org.co/gobierno-corporativo/165-que-es-gobierno-corporativo>
- Carlos, G. L. (2007). *Documentos Universidad del Rosario*. Obtenido de <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=1229987>
- Prácticas de comercio Decreto Ley 410*. (1971). Bogotá: Legis.
- Constitución Política, C. (1991). *Constitucion Politica de Colombia*. Bogota D.C: Congreso de la República.
- Damodaran, Aswath. 2012, marzo. *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2012 Edition*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2027211>
- Dimitris N. Charofas, O. (2007). *IFRS, Valor Razonable y Gobierno Corporativo*. Bogotá D.C: ECOE Ediciones.
- González, J. (2013). *¿Quién se llevó el dinero de Interbolsa?* Bogotá D.C: Editorial Planeta.
- Jaramillo, H. (2012). *Bancarrotas en la Historia*. Medellín: Alvear Editor.
- Kaplan, a. D. (2001). *The Strategy-Focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in the New Businnes Envioronment*. Boston: Harvard Business School Press.
- LANGEBAEK, A. y. (2007). *Bnco de la Republica de Colombia*. Obtenido de Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa.: <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra447.pdf>
- Ley 222* . (1995). Bogotá.
- Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe) (4 de noviembre de 2002). Bruselas. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf.
- OCDE . (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Paris: Ministerio de Economía y Hacienda de España.

Pitman. (2010). *Stratigic Management*. Cambridge: Cambridge University Press 2010.

Sarbanes Oxley Seccion 404, compliance challenges for foreing private issuer www.deloitresources.com)

Smith, Adams. (1776). “The Wealth of Nations”, Libro 5, Capitulo 1. Reimpreso por Putterman Louis y Randall S. Korszner (editores), “The Economic Nature of the Firm, A Reader”, 1996, Second edition. Cambridge University Press.

Stiglitz, J. E. (1991). “Symposium on organizations and economics”, *Journal of Economic Perspectives*, 5(2), pp. 15-24.

<http://www.sustainability-indices.com/>

<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/GobiernoCorporativo/doccongb200810pub.pdf>