

**INFLUENCIA DE LAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL
COSTO DE CAPITAL PROVENIENTE DE TÍTULOS DE DEUDA: UN ANÁLISIS
PARA EMPRESAS LISTADAS EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA**

DIÓGENES LAGOS CORTES

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE INGENIERÍAS FISICOMECÁNICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES
MAESTRÍA EN INGENIERÍA INDUSTRIAL
BUCARAMANGA
2012**

**INFLUENCIA DE LAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL
COSTO DE CAPITAL PROVENIENTE DE TÍTULOS DE DEUDA: UN ANÁLISIS
PARA EMPRESAS LISTADAS EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA**

DIÓGENES LAGOS CORTES

Tesis para optar al título de Magister en Ingeniería Industrial

**Director
CARLOS ENRIQUE VECINO ARENAS
Ingeniero Industrial, Ph.D.**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE INGENIERÍAS FÍSICOMECÁNICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES
MAESTRÍA EN INGENIERÍA INDUSTRIAL
BUCARAMANGA
2012**

A mi madre, mis hermanos y en especial a la memoria de mi padre.

A mi esposa, Jenny Fernanda, quien siempre ha estado a mi lado sin importar las circunstancias.

AGRADECIMIENTOS

El autor expresa sus agradecimientos a:

INFOVAL, por el suministro de información histórica para el cálculo de las curvas de rendimiento. En especial a MARÍA FERNANDA CORTÉS, profesional de INFOVAL por su oportuna colaboración.

CARLOS ENRIQUE VECINO ARENAS, Ingeniero Industrial - Ph.D, por su valiosa colaboración en el desarrollo de este trabajo.

AURA CECILIA PEDRAZA AVELLA, Ingeniera Industrial - Ph.D, por sus constantes aportes durante el proceso de construcción de este trabajo.

RAFAEL ANTONIO VIANA BARCELO, Economista, Magister en Ciencias Económicas, por sus comentarios durante la elaboración de la propuesta de tesis.

Los ESTUDIANTES de la primera corte de la maestría en Ingeniería Industrial de la Universidad Industrial de Santander, por sus valiosos comentarios en cada una de las asignaturas cursadas.

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	17
1. REVISIÓN DE LITERATURA.....	20
1.1 GOBIERNO CORPORATIVO	20
1.1.1 El concepto de gobierno corporativo.....	20
1.1.2 Medición del gobierno corporativo	26
1.1.2.1 Índices de gobierno corporativo.	26
1.1.2.2 Validez de los índices de gobierno corporativo.....	29
1.1.3 Gobierno corporativo en Colombia	33
1.2 COSTO DE CAPITAL	36
1.3 LA ESTRUCTURA TEMPORAL DE LOS TIPOS DE INTERÉS Y LA VALORACIÓN DE ACTIVOS DE RENTA FIJA	38
1.3.1 El mercado de bonos	38
1.3.2 Valoración de bonos	39
1.3.3 Curva de rendimiento o ETTI	40
1.4 EL EFECTO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL COSTO DE CAPITAL PROVENIENTE DE DEUDA.....	42
2. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	49
2.1 DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA	49
2.2 JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA	49
2.3 REFLEXIÓN CRÍTICA ACERCA DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	51
2.4 HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN.....	53
2.4.1 Hipótesis central	53
2.4.2 Hipótesis específicas	53
2.5 OBJETIVOS.....	54
2.5.1 Objetivo general.....	54
2.5.2 Objetivos específicos	54
3. DATOS Y METODOLOGÍA.....	55
3.1 MUESTRA SELECCIONADA	55

3.2 MEDICIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO	56
3.2.1 El índice de gobierno corporativo Código País	56
3.3 MEDICIÓN DEL COSTO DE LA DEUDA.....	58
3.4 TÉCNICA ECONOMETRICA	59
3.4.1 Supuestos del modelo de regresión lineal múltiple	59
3.4.2 El modelo planteado	62
3.4.3 Definición de las variables incluidas en el modelo	63
4. RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN	66
4.1 CARACTERIZACIÓN DEL ENTORNO DE ESTUDIO	66
4.1.1 El mercado de renta fija privada	66
4.1.2 Descripción de la muestra.....	68
4.1.3 Calificación crediticia de los bonos emitidos	70
4.2 APLICACIÓN DE LAS MEDIDAS DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	71
4.2.1 Aplicación general de las medidas incluidas en el Código País.....	71
4.2.2 Resultados de la medición del IGCCP	75
4.2.3 Nivel de aplicación de las medidas del Código País a partir de los subíndices y subíndices específicos de gobierno corporativo.....	76
4.3 RESULTADOS DE LA APLICACIÓN DEL MODELO DE REGRESIÓN.....	78
4.3.1 Estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión	78
4.3.2 Correlación entre las variables del modelo de regresión	81
4.3.3 Resultados de la regresión del costo de la deuda en el índice de gobierno corporativo en los emisores financieros.....	84
4.3.4 Resultados de la regresión del costo de la deuda en el índice de gobierno corporativo en los emisores no financieros.....	86
4.3.5 Resultados de la regresión del costo de la deuda en los subíndices de gobierno corporativo en los emisores no financieros	89
4.3.6 Resultados de la regresión del costo de la deuda en los subíndices específicos de gobierno corporativo para los emisores no financieros	92
5. CONCLUSIONES	96
BIBLIOGRAFÍA.....	100

ANEXOS.....107

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfica 1.1 Participantes en el gobierno corporativo	24
Gráfica 1.2 El gobierno corporativo desde la concepción de la OCDE	25
Gráfica 1.3 Curva de rendimiento del mercado colombiano para bonos con cupón en pesos emitidos el 23 de febrero de 2010	41
Gráfica 1.4 Posibles curvas de la ETTI.....	42
Gráfica 4.1 Evolución del mercado de renta fija en el periodo 2007-2010.....	67
Gráfica 4.2 Participación de los bonos en el mercado de renta fija privada.....	67
Gráfica 4.3 Demanda por títulos de renta fija privada en Colombia.....	68
Gráfica 4.4 Participación en las emisiones por sector y año.....	69
Gráfica 4.5 Calificación crediticia de acuerdo a la clase de emisor	70
Gráfica 4.6 Diagrama de caja para la variable Diferencial	78
Gráfica 4.7 Diagrama de caja para la variable IGCCP.....	79
Gráfica 4.8 Dispersión entre el <i>IGCCP</i> y Diferencial en el grupo de emisores financieros	84
Gráfica 4.9 Dispersión entre el <i>IGCCP</i> y Diferencial en los emisores no financieros	87
Gráfica 4.10 Diagramas de dispersión entre el costo de la deuda y los subíndices específicos de gobierno corporativo en los emisores no financieros ...	89
Gráfica 4.11 Dispersión entre el costo de la deuda y el subíndice específico <i>Ecelebración</i>	93

LISTA DE TABLAS

Tabla 3.1 Estructura del índice de gobierno corporativo Código País	57
Tabla 4.1 Distribución de las emisiones de acuerdo a la clase de bono emitido	70
Tabla 4.2 Nivel general de aplicación de las medidas de gobierno corporativo incluidas en el Código País.....	119
Tabla 4.3 Resumen de las medidas de gobierno corporativo con más bajos niveles de cumplimiento de acuerdo a la clase de emisor	72
Tabla 4.4 Medidas cumplidas por la totalidad de los dos grupos de emisores	74
Tabla 4.5 Resultados de la medición de gobierno corporativo con el IGGCP	75
Tabla 4.6 Nivel de cumplimiento del Código País por subíndices y subíndices específicos.....	77
Tabla 4.7 Estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión ...	80
Tabla 4.8 Coeficientes de correlación de Pearson para el modelo 1.9.....	82
Tabla 4.9 Coeficientes de correlación de Pearson para el modelo 2.0.....	83
Tabla 4.10 Coeficientes de correlación de Pearson para el modelo 2.1	121
Tabla 4.11 Regresión con <i>IGCCP</i> como variable explicativa en los emisores financieros	85
Tabla 4.12 Análisis de multicolinealidad en el modelo completo para el caso de emisores financieros	86
Tabla 4.13 Regresión con <i>IGCCP</i> como variable explicativa en el grupo de emisores no financieros	88
Tabla 4.14 Análisis de multicolinealidad en el modelo completo para el caso de emisores no financieros	84
Tabla 4.15 Resultados de la regresión del costo de la deuda en los subíndices de gobierno corporativo para los emisores no financieros.....	90
Tabla 4.16 Análisis de multicolinealidad en el modelo de subíndices de gobierno corporativo para el caso de emisores no financieros	91
Tabla 4.17 Regresión del costo de la deuda en los subíndices específicos de gobierno corporativo	92

Tabla 4.18 Análisis de multicolinealidad en el modelo de subíndices específicos de gobierno corporativo para el caso de emisores no financieros	94
Tabla 4.19 Regresión del costo de la deuda en los subíndices específicos de gobierno corporativo	95

LISTA DE ANEXOS

ANEXO A. Encuesta Código País.....	107
ANEXO B. Índice de gobierno corporativo Código País	116
ANEXO C. Nivel general de cumplimiento de las medidas de gobierno corporativo del Código País, de acuerdo a la clase de emisor	119
ANEXO D. Coeficientes de correlación de Pearson para el modelo 2.1	121

TITULO: INFLUENCIA DE LAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL COSTO DE CAPITAL PROVENIENTE DE TÍTULOS DE DEUDA: UN ANÁLISIS PARA EMPRESAS LISTADAS EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA*

AUTOR: DIOGENES LAGOS CORTES**

PALABRAS CLAVES: Gobierno corporativo, Costo de la deuda, Índice de gobierno corporativo, Medición de gobierno corporativo.

RESUMEN: La aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo genera confianza pública en los mercados y valor agregado para las empresas, a pesar de los avances en materia de gobierno corporativo en Colombia, no existe evidencia que muestre, si existe alguna relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de la deuda; esto debido principalmente a la ausencia de estudios que comprueben o refuten los desarrollos teóricos y la evidencia empírica generada en otros países. Para suplir esta necesidad y usando la encuesta Código País, se construye un índice que mide el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo en empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) de Colombia en el periodo 2007-2010. Esta medición es utilizada para establecer si existe alguna relación entre el nivel de gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de títulos de deuda. Se encuentra que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo aún está lejos de alcanzar niveles altos, sin embargo, se observa una tendencia creciente en los índices de aplicación. Los resultados de la regresión muestran que la adopción de prácticas de gobierno corporativo representa un menor costo de la deuda en las empresas pertenecientes al sector real y de servicios públicos. Se encuentran que las medidas de gobierno corporativo que contribuyen en mayor medida a la reducción del costo de la deuda en este grupo de emisores están relacionadas con la estructura y funcionamiento de la junta directiva.

*Trabajo de Grado.

** Facultad de Ingenierías Físico Mecánicas, Escuela de Estudios Industriales y Empresariales, Carlos Enrique Vecino Arenas.

TITLE: INFLUENCE OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES IN THE COST OF CAPITAL FROM DEBT: AN ANALYSIS FOR THE COMPANIES LISTED IN COLOMBIA STOCK EXCHANGE*

AUTHOR: DIOGENES LAGOS CORTES**

KEYWORDS: Corporate governance, cost of debt, corporate governance index, measurement of corporate governance.

ABSTRACT: The application of good corporate governance practices generate public confidence in the markets and added value for the companies, despite the advances in corporate governance in Colombia, there is no evidence to show if there is any relationship between the implementation of practices corporate governance and the cost of debt, due primarily due to the absence of studies to substantiate or refute the theoretical developments and empirical evidence generated elsewhere. To meet this need and using the Código País survey, I construct an index that measures the level of implementation of corporate governance in companies listed on the National Registry of Securities Issuers (RNVE) of Colombia in the 2007-2010 period, this measurement is used to establish whether there is any relationship between the level of corporate governance and the cost of capital from debt securities. It is found that the application of corporate governance practices is still far from reaching high levels, however, a growing trend in the rates of application. The regression results show that the adoption of corporate governance represents a lower cost of debt in the real sector firms and public services. I find that corporate governance measures that contribute most to reducing the cost of debt issuers in this group are related to the structure and functioning of the board.

*Graduate Thesis.

**Physic-Mechanic Engineering Faculty, Department of Industrial and Managerial Studies, Carlos Enrique Vecino Arenas.

INTRODUCCIÓN

El gobierno corporativo se ha consolidado como una herramienta importante para garantizar la estabilidad de los mercados financieros, a tal punto que los principios emitidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) son considerados por el foro de estabilidad financiera como una de las 12 normas fundamentales para garantizar sistemas financieros sanos¹. Según Claessens², el auge del gobierno corporativo se debe principalmente a dos situaciones: (i) las crisis financieras ocurridas en Brasil, Rusia y Asia durante 1998, y (ii) los grandes escándalos corporativos presentados en Estados Unidos y Europa, tres años más tarde; estos acontecimientos han sido asociados con deficiencias en gobierno corporativo. Por ejemplo, algunos economistas como Stiglitz en 1998, Greenspan en 1999 y Harvey y Roper en 1999, citados en Mitton³, consideran la existencia de débiles prácticas de gobierno corporativo como una de las causas de la crisis financiera asiática ocurrida entre 1997 y 1998. Colombia no es ajena a las situaciones derivadas de las crisis financieras, por ello se han realizado esfuerzos para difundir las prácticas de gobierno corporativo, pero según la Corporación Andina de Fomento (CAF), esto no ha sido suficiente, aún subsiste un vacío normativo y un relativo desconocimiento de los beneficios que se derivan de su implementación. A esto se le debe sumar que la reglamentación existente en materia de gobierno corporativo no ha sido fruto de validaciones empíricas en el mercado colombiano, por el contrario, ha sido adoptada de acuerdo a experiencias en otros países desconociendo aspectos propios del entorno; esto hace necesario el desarrollo de evidencia empírica que permita validar el comportamiento de las prácticas de gobierno corporativo y su relación con componentes fundamentales en las empresas.

Son diversos los aspectos relacionados con la aplicación de prácticas de gobierno corporativo (compensación de los ejecutivos, divulgación de información, protección y trato equitativo de los accionistas, composición de la junta directiva, relación con las partes interesadas, entre otros) que condicionan, en buena

¹ ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO. Principios de gobierno corporativo de la OCDE. Madrid: Versión Española de OECD Principles of Corporate Governance, 2004. p. 11.

² CLAESSENS, Stijn. Corporate governance and development. En: World Bank Research Observer, 21(1). 2006. p. 92.

³ MITTON, Todd. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. En: Journal of Financial Economics, 64(2). 2002. p. 215-241.

medida, el desempeño de las empresas, véase: Baek, Kang y Park⁴, Claessens⁵, Dittmar y Mahrt-Smith⁶, Mitton⁷, y Sueyoshi, Goto y Omi⁸. Específicamente, existe evidencia en múltiples estudios que muestran posibles beneficios financieros, originados en la aplicación de prácticas de gobierno corporativo. Por ejemplo, menor costo de capital, facilidades para acceder a financiación externa y mejores rendimientos en capital accionario, véase: Anderson, Mansi y Reeb⁹, Baek et al.¹⁰, Byun¹¹, Claessens¹², Gillan¹³, entre otros. A pesar de los avances en materia de gobierno corporativo en Colombia, no existe certeza frente a los posibles beneficios financieros (menor costo de capital, facilidad para acceder a fuentes de financiación, mayores rendimientos financieros, mayor valoración en el mercado) que implica la implementación de buenas prácticas de gobernanza. Esto debido principalmente a la ausencia de estudios que comprueben o refuten los desarrollos teóricos y la evidencia empírica alcanzados en otros países.

Esta investigación centra su interés, en el estudio de la relación existente entre la aplicación de prácticas de gobierno y el costo de capital proveniente de títulos de deuda; para esto se plantea la siguiente hipótesis: La adopción de prácticas de gobierno corporativo incluidas en el Código País, contribuye a reducir el costo de capital proveniente de la emisión de títulos de deuda en las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Este es el primer estudio en Colombia que aborda esta relación; los estudios existentes se centran principalmente en el

⁴ BAEK, Jae-Seung; KANG, Jun-Koo y PARK, Kyung-Suh. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. En: Journal of Financial Economics, 71(2). 2004. p. 265–313.

⁵ CLAESSENS. Op. cit., p. 91-122.

⁶ DITTMAR, Amy y MAHRT-SMITH, Jan. Corporate governance and the value of cash holdings. En: Journal of Financial Economics, 83(3). 2007. p. 599–634.

⁷ MITTON. Op. cit., p. 215-241.

⁸ SUEYOSHI , Toshiyuki; GOTO, Mika y OMI, Yusuke. Corporate governance and firm performance: Evidence from Japanese manufacturing industries after the lost decade. En: European Journal of Operational Research, 203(3). 2010. p. 724-736.

⁹ ANDERSON, Ronald; MANSI, Sattar y REEB, David. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. En: Journal of Accounting & Economics, 37(3). 2004. p. 315-342.

¹⁰ BAEK et al. Op. cit., p. 265–313.

¹¹ BYUN, Hae-Young. The cost of debt capital and corporate governance practices. En: Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 36(5). 2007. p. 765-806.

¹² CLAESSENS. Op. cit., p. 91-122.

¹³ GILLAN, Stuart. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. En: Journal of Corporate Finance, 12(3). 2006. p. 381-402.

efecto de la aplicación de prácticas gobierno corporativo en la valoración de las empresas y tendencias actuales. El presente documento realiza tres contribuciones: (i) desarrolla una herramienta que permite medir, sobre bases comparables¹⁴, la aplicación de prácticas de gobierno corporativo; (ii) presenta un análisis general de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas emisoras de bonos, durante el periodo 2007-2010; y (iii) estudia la influencia de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de títulos de deuda.

Este documento se encuentra organizado en cinco partes. En la primera se presentan las bases conceptuales utilizadas para el desarrollo del documento, incluye una revisión general sobre gobierno corporativo, costo de capital, y estructura temporal de las tasa de interés. En la segunda parte se describe de forma específica el problema de investigación abordado, se muestran los objetivos planteados y la hipótesis que se desea comprobar. La tercera parte está dedicada a exponer las cuestiones metodológicas relacionadas con el desarrollo de esta investigación; en esta parte se muestra en detalle, la forma como se realiza la medición de gobierno corporativo, el costo de la deuda y el modelo utilizado para desarrollar la hipótesis planteada. Los resultados de la investigación y el análisis de los mismos se muestran en la cuarta parte. Finalmente, las conclusiones y recomendaciones derivadas del análisis de los resultados obtenidos, se presentan en la quinta parte.

¹⁴ A pesar de la existencia del Código País (donde se recomienda la aplicación de de una serie de prácticas de gobierno corporativo) y de la encuesta Código País (que recolecta información referente al nivel de aplicación de estas prácticas), el programa de gobierno corporativo liderado por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), no cuenta con una herramienta que le permita a los participantes del mercado de valores comparar el nivel de aplicación de estas prácticas en cada una de las empresas. La SFC presenta cada año un análisis de la encuesta Código País, sin embargo, la forma en que se analizan los resultados de dicha encuesta, no permite cumplir a cabalidad el objetivo de reducir la distancia entre emisores de valores e inversionistas, de tal forma que los segundos cuenten con transparencia y oportunidad frente a la administración de sus recursos, al tiempo que puedan analizar la conducta corporativa y administrativa de un emisor con otro, sobre bases comparables.

1. REVISIÓN DE LITERATURA

Este capítulo está dividido en cuatro secciones y tiene como finalidad presentar al lector la literatura revisada durante el desarrollo de este documento. La primera sección está relacionada con el gobierno corporativo; en esta se muestran las diferentes visiones conceptuales del gobierno corporativo, se analiza el estado actual respecto a su medición y se entrega un panorama general del gobierno corporativo en Colombia. En la segunda sección se muestran conceptos básicos relacionados con el costo de capital. En la tercera sección se aborda la estructura temporal de los tipos de interés y la valoración de activos de renta fija. Finalmente, en la cuarta sección se revisa la literatura dedicada a analizar la relación entre el costo de capital proveniente de deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo.

1.1 GOBIERNO CORPORATIVO

1.1.1 El concepto de gobierno corporativo. El gobierno corporativo tiene diferentes enfoques conceptuales, sin embargo, es común encontrar que la mayoría de las definiciones al respecto parten de la existencia de problemas de agencia¹⁵. De acuerdo con Tirole¹⁶, la definición estándar de gobierno corporativo se refiere a la defensa de los intereses de los accionistas; el autor afirma que economistas clásicos desde Adam Smith en 1776 hasta Berle y Means en 1932 coincidían en la existencia de problemas debidos a la separación entre la propiedad y el control. Bajo esta situación, los administradores, quienes controlan la organización, pueden asumir riesgos innecesarios o tomar decisiones equivocadas en detrimento de los intereses de los accionistas y en muchos casos con la intención de favorecer sus propios intereses. Debido a la existencia de problemas de agencia¹⁷, es necesario ejercer un control sobre los administradores

¹⁵ La teoría de agencia parte del supuesto de que en toda interacción económica se pueden observar dos partes -el principal y el agente-. La relación de agencia implica que mediante un contrato el principal encomienda al agente la realización de un trabajo en su nombre, para ello el principal delega una parte de su capacidad de decisión al agente. Véase: JENSEN, Michael y MECKLING, William. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. En: Journal of Financial Economics. 3(4). 1976. p. 305-360.

¹⁶ TIROLE, Jean. Corporate governance. En: Econométrica, 69(1). 2001. p. 1.

¹⁷ La divergencia entre los intereses del agente y el principal da lugar a los denominados problemas de agencia. La teoría de la agencia se ocupa de resolver dos problemas que pueden ocurrir en las relaciones de agencia. El primero se presenta cuando los intereses del principal y del agente difieren, siendo difícil o costoso para el principal verificar el comportamiento del agente. El segundo aparece cuando el principal y el agente tienen diferentes actitudes, respecto al riesgo, lo cual puede llevar a diferentes acciones para conseguir los objetivos. Véase: EISENHARDT, Kathleen. Agency theory: An assessment and review. En: The Academy of Management Review, 14(1). 1989. p. 57-74.

para evitar que sus intereses prevalezcan sobre el interés de los propietarios; esta situación implica para los inversionistas incurrir en costos de agencia al intentar ejercer un control sobre las actividades de los directivos.

Según Williamson¹⁸, algunos autores sugieren que todos los participantes de una organización deben ser tenidos en cuenta en los mecanismos de gobierno corporativo, razón por la cual cada uno de ellos debería tener representación en el consejo de administración. Este dilema de control corporativo, inicialmente planteado como la tensión entre una estructura de propiedad difusa y la administración, se extendió para considerar la generación de un mecanismo de gobierno que garantice a todos los participantes de una organización la correcta conducta de la administración hacia ellos¹⁹. Mediante un enfoque contractual basado en la economía de los costos de transacción, Williamson explica que no todos los participantes de una organización deben tener representación en el consejo de administración. En este enfoque el consejo de administración es considerado como un instrumento de gobierno de los accionistas, quienes pueden votar para elegir a sus miembros. El enfoque propuesto considera que cuando se presentan condiciones específicas y de interés primordial para la empresa, relacionadas con clientes, proveedores y trabajadores, estos pueden ser incluidos en el consejo de administración, pero solo para cuestiones informativas, ya que ellos han elaborado con anterioridad acuerdos bilaterales para proteger sus intereses y a menos que haya grandes vacíos en estos acuerdos, no es necesaria su participación en el consejo de administración.

De otra parte, Hart²⁰ considera que las cuestiones relativas al gobierno corporativo aparecen en una empresa cuando, adicional a la existencia de problemas de agencia entre miembros de la organización, se tiene que el costo de tratar con dichos problemas son tales que no se pueden regular a través de un contrato²¹. Hart afirma que si se considera la ausencia de problemas de agencia en una organización, las partes pueden ser instruidas para maximizar el valor y minimizar

¹⁸ WILLIAMSON, Oliver. Corporate governance. En: The Yale Law Journal, 93(7). 1984. p. 1227.

¹⁹ *Ibíd.*, p. 1198.

²⁰ HART, Oliver. Corporate governance: Some theory and implications. En: The Economic Journal, 105(430). 1995. p. 678.

²¹ Los contratos elaborados para contrarrestar los problemas de agencia son incompletos debido a la dificultad de controlar tres tipos de costos de transacción que se presentan en un contrato: 1) Costos de investigación e información, implica los costos de pensar en todas las eventualidades diferentes que pueden ocurrir durante el transcurso de la relación contractual y la planificación de cómo tratar con ellos; 2) Costos de negociación y de decisión, relaciona el costo de negociar con los demás acerca de estos planes; y 3) Costos de vigilancia y de ejecución, implica el costo de la amortización de los planes de tal manera que puedan ser aplicadas por un tercero en caso de una controversia. Véase: *Ibíd.*, p. 679.

los costos de la organización. De ser así, los intereses de los propietarios y administradores y demás partes interesadas estarían alineados perfectamente, entonces el gobierno corporativo no tendría ninguna trascendencia bajo este supuesto. Según Jensen²², existen cuatro fuerzas que operan en el control de las organizaciones para resolver los problemas originados por una divergencia entre las decisiones de los directivos y las que son óptimas desde la óptica de los accionistas: (i) los mercados de capital; (ii) los sistemas de regulación políticos y legales; (iii) los mercados de productos y factores; y (iv) el sistema de control interno encabezado por el consejo de administración. Las primeras tres fuerzas guardan una relación exógena con la organización, mientras que la última fuerza está bajo el control de la misma.

En este mismo sentido, Hart²³ identifica cinco mecanismos utilizados para ejercer un control sobre las decisiones de los directivos: (i) consejo de administración, los accionistas pueden elegir una junta para que actúe en su nombre, el consejo de administración supervisa esa gestión y ratifica las decisiones trascendentales; (ii) lucha de poderes, se presenta cuando un accionista no está de acuerdo con la gestión realizada por la junta y decide proponer a otros integrantes para su reemplazo; para ello debe convencer a los demás accionistas de su cambio; (iii) grandes accionistas, estos poseen una mayor influencia en las decisiones de la organización debido a su tamaño; (iv) OPAs hostiles²⁴, es un mecanismo mucho más potente para disciplinar la gestión, ya que permite a los inversionistas que identifican a una compañía de bajo rendimiento, obtener una gran recompensa al hacerse al control de ella; y v) estructura financiera, la decisión que toma la organización de cómo financiarse²⁵ es un importante mecanismo de control, en particular en lo referente a la deuda, si la decisión es tener más deuda se crea un incentivo para mejorar el desempeño, si se desea cumplir con las obligaciones financieras adquiridas.

²² JENSEN, Michael. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *En: The journal of finance*, 48(3). 1993. p. 850.

²³ HART. Op. cit., p. 681.

²⁴ Una OPA es una operación financiera realizada por un accionista o un extraño a la empresa mediante la cual da a conocer públicamente a los accionistas de una sociedad cotizada en bolsa su deseo de adquirir el control de la misma. La operación se considera hostil cuando se hace sin conocimiento o aceptación previa de sus órganos sociales.

²⁵ La estructura financiera comprende la forma en cómo se financian los activos de una empresa; incluye las deudas a corto y a largo plazo, así como el capital contable de los accionistas, cada una de ellas tiene implícito un costo de capital.

Otro concepto de gobierno corporativo, relacionado con la teoría de agencia es desarrollado por Shleifer y Vishny²⁶, quienes afirman que el gobierno corporativo tiene relación con los medios a través de los cuales los suministradores de financiamiento aseguran una retribución adecuada de sus inversiones. Bajo esta concepción los inversores deben asegurarse de que su capital no sea expropiado o invertido de manera inadecuada. Los conceptos de gobierno corporativo de Hart y de Shleifer y Vishny, solo tienen en cuenta a los suministradores de capital y a los directivos como partes importantes en el gobierno de una organización, pero en realidad existen otros actores que pueden ejercer influencia en la forma de gobernarla. Otros conceptos otorgan mayor importancia en el gobierno corporativo a los grupos de interés²⁷ en el gobierno corporativo. Por ejemplo, John y Senbet²⁸ definen el gobierno corporativo como el conjunto de mecanismos por medio de los cuales los grupos de interés de una organización ejercen un control sobre la información privilegiada y la gestión, de tal forma que sus intereses se encuentren protegidos. En la figura 1.1 se muestran los diferentes participantes del gobierno corporativo en una organización, de acuerdo con estos autores.

Una concepción similar es adoptada por Tirole²⁹, quien considera que el gobierno corporativo está relacionado con el diseño de instituciones que inducen a la administración a internalizar el bienestar de los grupos de interés. El autor indica que la provisión de incentivos de gestión y el diseño de una estructura de control, debería ser valorada por su impacto en las utilidades de todos los grupos de interés. La influencia de los grupos de interés también es considerada en Jeffers³⁰, quien afirma que la forma en que se toman decisiones al interior de una organización depende de la capacidad que tienen las partes interesadas en influenciar dichas decisiones.

Las definiciones proporcionadas por Jeffers, John y Senbet, y Tirole son importantes porque consideran la influencia de distintos actores en el gobierno corporativo de una organización. Una concepción más completa, sobre gobierno

²⁶ SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. En: Journal of Finance, 52(2). 1997. p. 737.

²⁷ Los grupos de interés, partes interesadas o stakeholders son organizaciones o personas que pueden ser afectadas por las actividades de una organización; incluye directivos, empleados, clientes, acreedores, sindicatos, gobierno y sociedad en general.

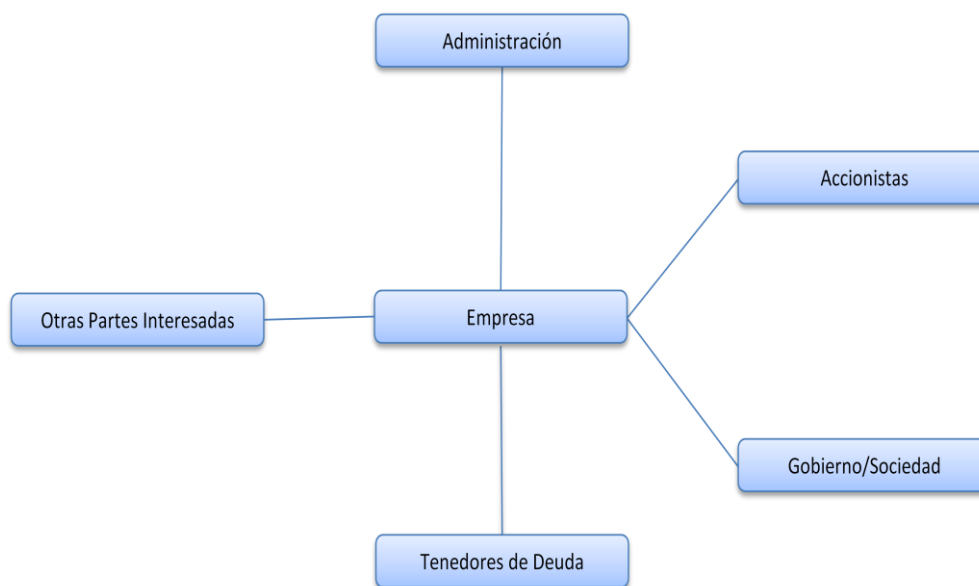
²⁸ JOHN, Kose y SENBET, Lemma. Corporate governance and board effectiveness. En: Journal of Banking & Finance, 22(4). 1998. p. 372.

²⁹ TIROLE. Op. cit., p. 4.

³⁰ JEFFERS, Esther. Corporate governance: Toward converging models?. En: Global Finance Journal, 16. 2005. p. 224.

corporativo, es desarrollada por Hambrick, Werder y Zajac³¹, quienes afirman que la mayoría de la literatura sobre gobierno corporativo se refiere a las estructuras y procesos mediante los cuales los activos financieros y actividades de una organización son supervisados, siendo analizado el gobierno corporativo únicamente como un problema del tipo principal-agente³² entre los accionistas y la gestión. Los autores consideran que el gobierno corporativo debe abarcar asuntos complejos como las partes interesadas, la dinámica de los consejos de administración, los procesos de gestión y dirección, sin dejar de lado la dinámica de cada país, en particular aspectos relacionados con su cultura y regulación.

Gráfica 1.1 Participantes en el gobierno corporativo



Fuente: JHON. Op. cit., p. 376.

La definición de Hambrick et al. es coherente con la realidad del entorno empresarial; esta reconoce la existencia de múltiples actores que pueden ejercer

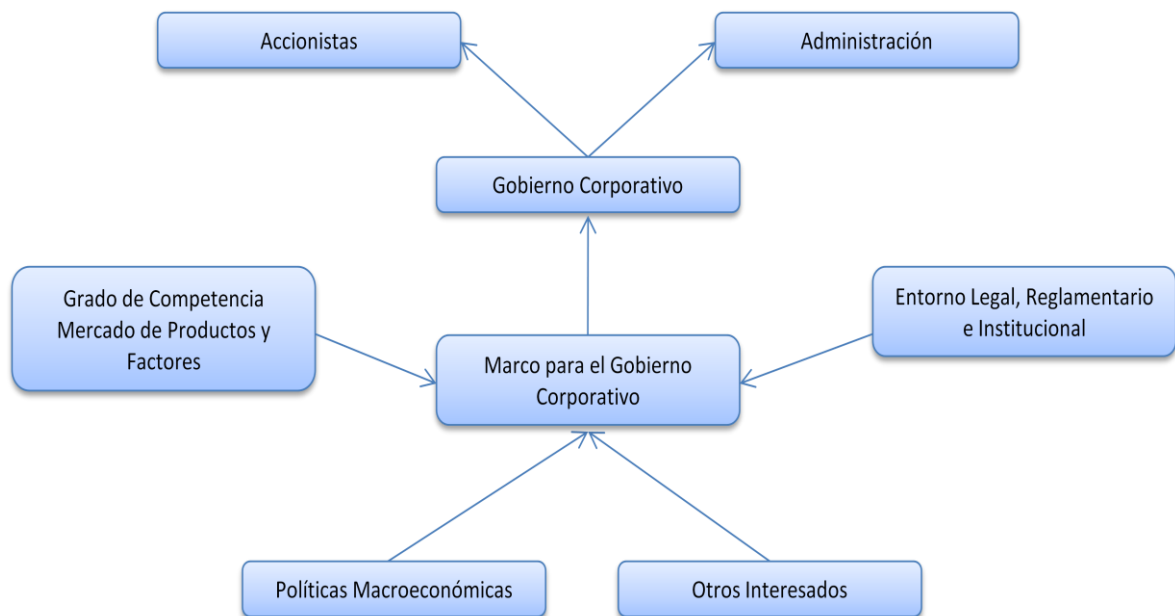
³¹ HAMBRICK, Donald; WERDER, Axel y ZAJAC, Edward. New directions in corporate governance research. En: Organization Science, 19(3). 2008. p. 384.

³² En la teoría de la agencia se presentan dos corrientes: 1) Teoría Principal-Agente, basada en un carácter matemático y no empírico, su objetivo es la determinación del contrato óptimo entre un principal y un agente dependiendo del nivel de incertidumbre, de la aversión al riesgo de las partes que contratan y de la información disponible; y 2) Teoría Positiva de la Agencia, analiza los problemas de agencia y propone mecanismos de gobierno para resolverlos mediante un enfoque más empírico, centra su interés en analizar cómo los contratos afectan al comportamiento de las partes. Véase: EISENHARDT. Op. cit., p. 57-74.

presión sobre las decisiones tomadas por una organización, teniendo en cuenta las diferencias existentes en la dinámica de cada país, sin desconocer los problemas concernientes a la separación entre la propiedad y el control.

Existen instituciones que han sido actores fundamentales en el desarrollo del gobierno corporativo, por lo cual han difundido sus propias concepciones sobre el tema. Un enfoque importante sobre gobierno corporativo es proporcionado por la OCDE³³, quien considera que el gobierno corporativo abarca toda una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de la empresa, el consejo de administración³⁴, los accionistas y otras partes interesadas. En la figura 1.2 se muestra el enfoque de la OCDE referente a gobierno corporativo.

Gráfica 1.2 El gobierno corporativo desde la concepción de la OCDE



Fuente: Elaboración propia

El gobierno corporativo proporciona una estructura para el establecimiento de objetivos por parte de la empresa y determina los medios que pueden utilizarse

³³ La OCDE es una organización de cooperación internacional, fundada en 1960 y tiene como objetivo promover políticas destinadas a: a) Lograr el mayor crecimiento sostenible posible de la economía y del empleo, y a aumentar el nivel de vida en los países miembros, manteniendo la estabilidad financiera y contribuyendo así al desarrollo de la economía mundial; b) Contribuir a una sana expansión económica tanto en los Estados miembros como en los no miembros en vías de desarrollo económico; y c) Contribuir a la expansión del comercio mundial sobre una base multilateral y no discriminatoria, de acuerdo con las obligaciones internacionales.

³⁴ En este documento cuando se menciona consejo, consejo de administración, consejo directivo, directorio o junta directiva, se está haciendo alusión, al máximo órgano directivo de la empresa.

para alcanzar dichos objetivos y para supervisar su cumplimiento³⁵. Aunque los principios de gobierno corporativo de la OCDE se centran en los problemas originados por la separación entre la propiedad y el control, no se basan solo en las relaciones entre accionistas y propietarios, también consideran de forma importante, otras partes interesadas en las empresas. La OCDE reconoce que el gobierno corporativo sólo es una parte del amplio contexto económico en el que las empresas desarrollan su actividad y en el que intervienen las políticas macroeconómicas y el grado de competencia dentro de los mercados de productos y de factores. Según la OCDE³⁶, el marco para el gobierno corporativo depende del entorno legal, reglamentario e institucional. También existen otros factores, tales como la ética en los negocios y la conciencia de las empresas sobre los intereses medioambientales y sociales de las comunidades en las que desarrollan su actividad, que pueden repercutir en la reputación y en el éxito de dichas empresas a largo plazo.

La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) define el gobierno corporativo como el sistema (conjunto de normas y órganos internos) mediante el cual se dirige y controla la gestión de una persona jurídica, bien sea de manera individual o dentro de un conglomerado. El gobierno corporativo provee un marco que define derechos y responsabilidades, dentro del cual interactúan los órganos de gobierno de una entidad, entre los que se destacan el máximo órgano de dirección, la junta o consejo directivo, los representantes legales y demás administradores, el revisor fiscal y los correspondientes órganos de control³⁷.

1.1.2 Medición del gobierno corporativo. Medir el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo es una tarea compleja, ya que implica condensar en una medida cuantitativa, las múltiples dimensiones que abarca el gobierno de una empresa. Este tema ha sido abordado tanto por académicos como por instituciones relacionadas con el mercado financiero, quienes han construido índices que intentan medir los niveles de aplicación de buenas prácticas definidas en códigos de gobierno corporativo.

1.1.2.1 Índices de gobierno corporativo. El principal problema que tiene la construcción de un índice de gobierno corporativo es el grado de subjetividad que

³⁵ ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO. Principios de gobierno corporativo de la OCDE. Madrid: Versión Española de OECD Principles of Corporate Governance, 2004. p. 11.

³⁶ *Ibíd.*, p. 11.

³⁷ SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Documento conceptual de gobierno corporativo. [en línea]. [consultado 23 marzo 2010]. Disponible en <<http://www.superfinanciera.gov.co/GobiernoCorporativo/doccongb200810pub.pdf>>

puede contener. De acuerdo con Bhagat, Bolton y Romano³⁸, el objetivo de la construcción de un índice de gobierno corporativo es comparar las medidas de gobierno de una empresa, contra las que el constructor del índice considera como mejores prácticas, esto implica cierto grado de subjetividad al momento de definir las prácticas que van a ser objeto de la medición. Debido a esto, es común encontrar grandes diferencias entre los aspectos de gobierno corporativo que se intentan medir en cada índice, algunos índices se centran en aspectos específicos del gobierno corporativo y otros lo hacen de forma más general. Por ejemplo, Gompers, Ishii y Metrick³⁹ centran su atención en las prácticas relacionadas con los derechos de los accionistas, mientras que Byun⁴⁰ centra su interés en cinco aspectos del gobierno corporativo: derechos de los accionistas, junta directiva, divulgación de información, comités de auditoría, y políticas de dividendos. A pesar de las diferencias que se pueden presentar en cuanto a la escogencia de las prácticas que van a ser objeto de medición, un índice de gobierno corporativo intentará reflejar, mediante un número a nivel de empresa, el estado de aplicación de las prácticas consideradas de interés para determinado estudio.

Uno de los primeros índices de gobierno corporativo es construido por Credit Lyonnais Security Asia (CLSA) para el año 2000, donde se analizan 495 empresas provenientes de 25 países emergentes. Este índice se construye a partir de una encuesta que consta de 57 preguntas, divididas en siete grupos de medidas: disciplina, transparencia, independencia, rendición de cuentas, responsabilidad, justicia y responsabilidad social. Dicha encuesta ha sido utilizada por diversos autores, quienes han construido índices para estudiar aspectos específicos de gobierno corporativo en países emergentes. Por ejemplo, Klapper y Love⁴¹ reducen su estudio a 374 empresas en 14 países para analizar la relación entre el índice de gobierno corporativo y los sistemas legales en cada país de la muestra. Durnev y Kim⁴² hacen dos exclusiones en la muestra utilizada por CLSA: (i) excluyen a las empresas que prestan servicios financieros, por considerar que el sector financiero se encuentra bajo una regulación especial; y (ii) excluyen a las empresas, para las cuales no se haya podido validar información clave. De esta

³⁸ BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian y ROMANO, Roberta. The promise and peril of corporate governance indices. En: Columbia Law Review, 108(8). 2008. p. 1807.

³⁹ GOMPERS, Paul; ISHII, Joy y METRICK, Andrew. Corporate governance and equity prices source. En: The Quarterly Journal of Economics, 118(1). 2003. p. 107-155.

⁴⁰ BYUN, Hae-Young. The cost of debt capital and corporate governance practices. En: Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 36(5). 2007. p. 765-806.

⁴¹ KLAPPER, Leora y LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. En: Journal of Corporate Finance, 10(5). 2004. p. 703-728.

⁴² DURNEV, Art y KIM, E. Han. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. En: The Journal of Finance, 40(3). 2005. p. 1461-1493.

manera el estudio de Durnev y Kim se reduce a 344 empresas, y se centra en políticas de divulgación y protección de los accionistas.

El índice de gobierno corporativo desarrollado por Gompers et al.⁴³, intenta obtener una representación de la relación de poder entre los accionistas y la alta dirección. Los autores analizan información de 1.500 empresas en los Estados Unidos para los años 1990, 1993, 1995 y 1998. El índice se compone de 24 medidas, divididas en cinco grupos: tácticas para retrasar oferentes hostiles, derechos de voto, protección para la dirección, otras defensas frente a Opas y leyes estatales. Otros índices miden la aplicación de medidas recomendadas por instituciones que lideran el ámbito del gobierno corporativo. Por ejemplo, Leal y Carvalho-da-Silva⁴⁴ evalúan la aplicación de medidas sugeridas en los códigos de mejores prácticas de gobierno corporativo del Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC), la OCDE⁴⁵ y la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil (CVM). El índice se divide en cuatro grupos de medidas: divulgación, composición y funcionamiento de la junta directiva, ética y conflictos de intereses y derechos de los accionistas. Garay, González, González y Hernández⁴⁶ aplican la encuesta utilizada por Leal y Carvalho-da-Silva para replicar un índice de gobierno corporativo con igual estructura para 46 empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas.

En muchos países, las bolsas de valores se han convertido en un jugador importante en temas de gobierno corporativo, liderando iniciativas que proveen información para la medición del gobierno corporativo. Por ejemplo, Black, Jang y Kim⁴⁷ construyen un índice de gobierno corporativo para 515 empresas coreanas, basados en la encuesta realizada por Korea Stock Exchange (KSE) en el año 2001. El índice evalúa la aplicación de 39 medidas, divididas en cinco grupos: (i) derechos de los accionistas; (ii) funcionamiento del consejo; (iii) estructura del consejo; iv) divulgación de información; y v) estructura de propiedad. Esta

⁴³ GOMPERS et al. Op. cit., p. 107-155.

⁴⁴ LEAL, Ricardo y CARVALHAL-DA-SILVA, André. BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). [en línea]. Washington: 2005. [consultado 06 junio 2010]. Disponible en <http://www.istfin.eco.usi.ch/r_leal.pdf>

⁴⁵ Los principios de la OCDE se centran en seis temas de gobierno corporativo: garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo, derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad, tratamiento equitativo de los accionistas, papel de las partes interesadas en el gobierno corporativo, revelación de datos y transparencia, y finalmente, responsabilidades del consejo.

⁴⁶ GARAY, Urbi et al. Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas. En: Estudio IESA, 24. 2006. p. 1-22.

⁴⁷ BLACK, Bernard; JANG, Hasung y KIM, Woochan. Does corporate governance predict firms' market values?. En: Journal of Law, Economics, and Organizations, 22(2). 2006. p. 366-413.

encuesta también es utilizada por Byun⁴⁸ para construir un índice de gobierno corporativo para 1.647 casos de empresas inscritas en la bolsa de valores de Corea durante el periodo 2001-2004. El índice se divide en cinco grupos: protección de los derechos de los accionistas, consejo de administración, divulgación de información, comités de auditoría y políticas de dividendos.

Siguiendo la práctica de CLSA, la Corporación Andina de Fomento (CAF) ha desarrollado políticas referentes a gobierno corporativo para sus países miembros. La CAF posee una aplicación que le permite a las empresas medir el grado de cumplimiento de los estándares de gobierno corporativo, contenidos en los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo. Este índice se basa en 51 medidas divididas en cinco grupos: derechos y trato equitativo de los accionistas, asamblea general de accionistas, el directorio, información financiera y no financiera y resolución de controversias.

En Colombia son pocos los índices de gobierno corporativo que se han construido. Gutiérrez y Pombo⁴⁹ calculan para el año 2004 un índice de gobierno corporativo a partir del cuestionario aplicado por CLSA. Los autores realizan algunas modificaciones a este cuestionario para adecuarlo al contexto colombiano⁵⁰. Este índice comprende seis criterios: independencia, rendición de cuentas, justicia, responsabilidad, transparencia, y disciplina. De otra parte, Langebaek y Ortiz⁵¹ construyen un índice para medir el grado de aplicación de 20 prácticas de gobierno corporativo durante el año 2005 en 57 empresas colombianas. Las medidas incluidas en este índice, se dividen en cuatro grupos: trato equitativo de los accionistas, organización y funcionamiento de las asambleas, la administración y la junta directiva, y revelación de información financiera y no financiera.

1.1.2.2 Validez de los índices de gobierno corporativo. Un índice de gobierno corporativo intenta cuantificar el grado de aplicación de diversas prácticas, definidas previamente por el autor como su objeto de interés. Este y otros aspectos, hacen que en un índice gobierno corporativo, independiente de la estructura que se use para su construcción, siempre este presente algún grado de subjetividad. En los índices de gobierno corporativo, existen por lo menos, tres

⁴⁸ BYUN, The cost of debt capital and corporate governance practices, Op. cit., p. 765-806.

⁴⁹ GUTIÉRREZ, Luis y POMBO. BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia. [en línea]. Washington: 2007. [consultado 02 enero 2010]. Disponible en <<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=1229987>>

⁵⁰ Algunas preguntas fueron eliminadas debido a que el marco legal colombiano no contempla esas medidas, otras preguntas fueron eliminadas debido a la baja tasa de respuesta o debido a que eran confusas. Las 31 preguntas resultantes fueron agrupadas en los seis criterios originales del CLSA.

⁵¹ LANGEBAEK, Andrés y ORTIZ, Jaime. Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa. En: Borradores de Economía, 447. 2007. p. 1-37.

aspectos que han sido objeto de críticas y que a su vez generan dudas sobre si realmente estos índices reflejan la situación de aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas. A continuación se muestran cada uno de estos aspectos:

1) Aspectos relacionados con las medidas incluidas: según Bhagat et al.⁵², cuando se construye un índice de gobierno corporativo se desconocen principalmente dos aspectos. Primero, que los componentes de gobierno corporativo varían a través de las empresas⁵³ y segundo, que estos en algunos casos son sustitutos y no complementarios. Aunque los países y empresas definen códigos de gobierno corporativo inspirados en estándares internacionalmente aceptados, como los principios que gobierno corporativo de la OCDE y otras instituciones relacionadas con el tema⁵⁴, estos principios son de adopción voluntaria; esto hace que cada empresa dependiendo de su situación específica, decida cuales normas adopta y cuáles no, situación que no se refleja en los índices de gobierno corporativo, que miden de igual forma a todas las empresas. Para Bhagat et al.⁵⁵, la obligatoriedad de la regulación en materia de gobierno corporativo es el equivalente funcional de un índice de gobierno corporativo que tiene fuerza de ley, ya que impone a todas las empresas situaciones similares sin dejar espacio para la caracterización de circunstancias propias en cada una de ellas.

De acuerdo con Langebaek y Ortiz⁵⁶, otro problema relacionado con las medidas contenidas en un índice de gobierno corporativo, es que este no abarque todos los temas que debiera. Aunque, la mayor parte de los índices se centran en temas relacionados con protección de los accionistas, composición y funcionamiento de la junta directiva y asamblea general de accionistas, revelación de información y conflictos de interés; muchos de estos índices son resultado de una selección

⁵² BHAGAT et al. Op. cit., p. 1808.

⁵³ La OCDE reconoce que no existe un modelo único de gobierno corporativo, pero si es posible identificar elementos comunes. Los principios de la OCDE, toman estos elementos comunes como referencia y han sido formulados para que abarquen los diferentes modelos existentes. Estos principios pueden ser empleados al momento de desarrollar marcos legales y reglamentarios en materia de gobierno corporativo que reflejen su propio entorno económico, social, legal y cultural Véase: ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO. Principios de gobierno corporativo de la OCDE. Madrid: Versión Española de OECD Principles of Corporate Governance, 2004. p. 11.

⁵⁴ En el caso colombiano, el Código País es producto de la revisión de los principios de gobierno corporativo de la OCDE y los lineamientos para un código andino de gobierno corporativo de la CAF, además de reglamentación expedida por diferentes entidades como la superintendencia financiera o la superintendencia de sociedades.

⁵⁵ BHAGAT et al. Op. cit., p. 1809.

⁵⁶ LANGEBAEK. Op. cit., p. 18.

previa de los autores, en cuanto a las prácticas que se incluyen. Por ejemplo, Black et al.⁵⁷ parten de 123 variables originadas en la encuesta de KSE y construyen un índice de 39 variables, luego de excluir las preguntas que ellos consideran subjetivas, irrelevantes, ambiguas, o que se solapan con otra variable.

Otro factor que puede incidir en que las medidas de gobierno corporativo no sean las adecuadas, se debe a que algunos índices son construidos teniendo en cuenta regulaciones y aspectos propios de un país, sin embargo, son replicados para ser aplicados en otros países, desconociendo el entorno de las empresas. Por ejemplo, Garay et al.⁵⁸ utilizan el índice desarrollado para Brasil por Leal y Carvalhal-da-Silva⁵⁹ y lo aplican para intentar medir los niveles de gobierno corporativo en Venezuela;

2) Aspectos relacionados con la forma de recolectar la información: bajo este criterio, se presentan tres grupos de índices. El primer grupo comprende índices construidos a partir de encuestas completadas por las propias empresas; índices de este estilo son los desarrollados por Black et al. en 2006 y Byun en 2007. De acuerdo con Garay et al.⁶⁰, cuando se utilizan encuestas diligenciadas por las propias empresas para construir un índice de gobierno corporativo se presentan principalmente dos problemas: (i) poca recepción de estas iniciativas, especialmente por parte de las empresas que no poseen buenas prácticas de gobierno corporativo; y (ii) la existencia de un grado de incertidumbre relacionado con la veracidad de la información recolectada, ya que las empresas podrían completar las encuestas de acuerdo a su conveniencia. El segundo grupo comprende índices construidos a partir de encuestas completadas con base en información pública de las empresas tales como estatutos, informes anuales, estados financieros, actas de juntas directivas y asambleas de accionistas, documentos de estructura de propiedad, inversiones en valores, códigos de gobierno, entrevistas con los directores y miembros de las juntas directivas. Son muchos los autores que utilizan información pública para la construcción de un índice de gobierno corporativo. Por ejemplo Gompers et al. en 2003, Leal y Carvalhal-da-Silva en 2005, Garay et al. en 2006, Langebaek y Ortiz en 2007, Gutiérrez y Pombo en 2007 y CLSA. De acuerdo con Langebaek y Ortiz⁶¹, construir el índice a partir de información pública presenta las siguientes ventajas: evita problemas de sesgo de selección, evita la subjetividad de quien responde el

⁵⁷ BLACK et al. Op. cit., p. 366-413.

⁵⁸ GARAY et al. Op. cit., p.1-22.

⁵⁹ LEAL. Op. Cit., p. 1-80.

⁶⁰ GARAY et al. Op. cit., p.7.

⁶¹ LANGEBAEK. Op. cit., p. 4.

cuestionario, el índice refleja lo que el mercado conoce sobre las empresas y permite aumentar el número de empresas consideradas. El tercer grupo comprende índices que se construyen a partir de una mezcla de encuestas completadas por las propias empresas e información recolectada por los investigadores. Por ejemplo, Black et al. en 2006 hacen uso de esta combinación con el objetivo de completar información que no fue posible obtener a través de la encuesta;

3) Aspectos relacionados con la ponderación asignada a cada medida: el peso que se le otorgue a cada medida afecta el resultado final del índice. En este grupo se pueden encontrar dos tipos de índices: Primero, índices donde todas las medidas tiene igual peso en el resultado final, por lo tanto, se asignan un valor de uno (1), cuando la medida es aplicada en la respectiva empresa y cero (0), en caso contrario. Por ejemplo, Gompers et al. en 2003, Leal y Carvalhal-da-Silva en 2005, Garay et al. en 2006, Langebaek y Ortiz en 2007y Gutiérrez y Pombo en 2007. Segundo, índices que asignan ponderaciones, dependiendo de la importancia considerada para cada medida. Por ejemplo, en el índice de la CAF, las medidas están clasificadas en cuatro niveles de jerarquía (imprescindible, importante, conveniente y deseable). Se asigna el máximo puntaje de acuerdo al nivel de jerarquía (5, 3, 1, 0 respectivamente) cuando, la empresa cumple con dicha medida, si la medida no se cumple se califica sin puntos, si la medida se encuentra en proceso de cumplimiento se otorga la mitad del puntaje máximo y si la medida no aplica o existe alguna incompatibilidad legal se califica con el puntaje máximo. Aunque en el índice de CLSA, se califica uno (1), en el caso de que se encuentre presente la medida evaluada y cero, en caso contrario; este es un índice ponderado, debido a que los grupos de medidas no contienen igual número de preguntas, pero si tiene el mismo valor porcentual. Los primeros seis grupos del índice pesan 15% del puntaje máximo total y el último grupo tiene una ponderación de 10%; estas diferencias en el número de preguntas de cada grupo hacen que las medidas tengan ponderaciones diferentes al momento de calcular el índice. Similar situación se presenta en el índice desarrollado por Black et al. en 2006, donde asignan a cada uno de los cinco grupos igual porcentaje (20%) sobre el total del índice, pero la diferencia en el número de preguntas de cada grupo hace que cada una de ellas tenga un peso específico asignado.

El índice construido por Byun en 2007 considera 7 niveles diferentes de ponderación en las preguntas, que varían en la siguiente escala: 1, 2, 3, 4, 5, 6, o 10 puntos, de los 300 puntos que es el puntaje máximo del índice. De acuerdo con Langebaek y Ortiz⁶², el uso de ponderaciones específicas para los diferentes criterios que conforman el índice de gobierno corporativo, es un argumento válido pero que no deja de ser subjetivo, ya que no existe un consenso que indique o asigne niveles de importancia a cada medida. Resumiendo, un índice simple es

⁶² LANGEBAEK. Op. cit., p. 18.

menos subjetivo que un índice ponderado, debido a la transparencia en su construcción y la facilidad para ser reproducido, a pesar de no evaluar el impacto relativo o importancia de cada medida⁶³.

1.1.3 Gobierno corporativo en Colombia. En Colombia la normatividad relacionada con gobierno corporativo, se encuentra dispersa en múltiples normas. Los aspectos fundamentales están contemplados en el derecho societario y financiero; principalmente en el código de comercio y el estatuto orgánico del sistema financiero. A continuación se mencionan algunas modificaciones importantes en materia de gobierno corporativo para Colombia:

La ley 222 de 1995 reglamenta algunas prácticas de gobierno corporativo, entre ellas, normas que definen las responsabilidades de los administradores, un mecanismo obligatorio para la elección de los directores y reglas de divulgación de información financiera y no financiera. La ley 446 de 1998 entrega poderes, a la entonces, Superintendencia de Valores en pro de la protección de los accionistas minoritarios.

En 2001 se expide la Resolución 275, mediante la cual se promueve la adopción de principios de buen gobierno en las sociedades listadas que tienen la intención de ser destinatarias de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias. En la resolución 116 de 2002 se definen una serie de prácticas consideradas como ilegales, no autorizadas e inseguras en materia de otorgamiento de poderes y procesos de votación por parte de los accionistas.

La ley 964 de 2005 regula las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante el mercado de valores. El decreto 3923 de 2006 regula la elección de los miembros independientes de las juntas directivas de los emisores de valores, se establece que para la elección de los miembros de la junta directiva se realicen dos votaciones una para elegir a los miembros independientes y otra para los restantes miembros. El decreto 3139 de 2006 proporciona normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV). El decreto 1802 de 2007 dicta disposiciones sobre operaciones preacordadas y libre concurrencia al mercado de renta fija.

Esta reglamentación ha permitido el surgimiento de códigos de gobierno corporativo. El sector privado ha sido un actor influyente en el desarrollo del gobierno corporativo en Colombia, siendo Confecamaras y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) las entidades que han liderado este proceso con el

⁶³ GOMPERS et al. Op. cit., p. 114.

acompañamiento del Centro Internacional para la Empresa Privada (CIPE)⁶⁴, la Corporación Financiera Internacional (IFC)⁶⁵, la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID)⁶⁶ y la OCDE. En Colombia los códigos generales de buenas prácticas de gobierno corporativo, están dirigidos a tipos específicos de sociedades, entre ellos se tiene:

1) Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo⁶⁷: es un código dirigido a diversos tipos de empresas ubicadas en la Comunidad Andina de Naciones (CAN)⁶⁸. Este código se realizó bajo la dirección de la CAF en alianza con la firma española IAAG S.A.⁶⁹ y varias instituciones de los países andinos en el 2005. El código andino de gobierno corporativo se compone de 51 medidas, obtenidas a partir de estándares internacionalmente aceptados y se encuentra dividido en cinco grupos que hacen referencia a derechos y trato equitativo de los accionistas, asamblea general de accionistas, directorio, información financiera y no financiera, y resolución de controversias;

⁶⁴ El Centro Internacional para la Empresa Privada es un organismo internacional que busca apoyar mayores niveles de dialogo, el fortalecimiento de las instituciones democráticas y soluciones a problemas económicos a partir de sólidas políticas orientadas por la economía de mercado. Adicionalmente, CIPE busca crear soluciones para los altos niveles de informalidad en la región, promover el papel del sector privado en una sociedad democrática a través del gobierno corporativo y la participación en diálogos sobre política pública, así como fortalecer el liderazgo dentro del sector privado y la sociedad civil.

⁶⁵ La Corporación Financiera Internacional (IFC) es una institución afiliada al Grupo del Banco Mundial que se ocupa del sector privado. Fomenta la inversión sostenible del sector privado en los países en desarrollo, para así ayudar a reducir la pobreza y mejorar la calidad de vida de la población.

⁶⁶ El Grupo del BID está integrado por el Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Interamericana de Inversiones (CII) y el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN). La CII se ocupa principalmente de apoyar a la pequeña y mediana empresa, y el FOMIN promueve el crecimiento del sector privado mediante donaciones e inversiones, con énfasis en la microempresa.

⁶⁷ CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO. Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo. [en línea]. [consultado 12 enero 2010]. Disponible en <<http://gc.caf.com/upload/pubs/Lineamientos%20para%20un%20Codigo%20Andino%20de%20GC.pdf>>

⁶⁸ La Comunidad Andina de Naciones (CAN) es una organización subregional con personalidad jurídica internacional. Está formada por Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela y por los órganos e instituciones del Sistema Andino de Integración (SAI). Sus antecedentes se remontan a 1969 cuando se firmó el Acuerdo de Cartagena, también conocido como Pacto Andino. La CAN inició sus funciones en agosto de 1997.

⁶⁹ IAAG Consultoría & Corporate Finance, S.A. (IAAG) es una firma española especializada en servicios de banca de inversión, consultoría estratégica y finanzas corporativa. IAAG concentra su actividad en las siguientes cuatro líneas de negocio: Banca, Mercado de Capitales, Gobierno Corporativo y Concesiones y Privatizaciones.

2) Código Marco de Buen Gobierno Corporativo para Pequeñas y Medianas Empresas⁷⁰: es un código desarrollado por un comité interinstitucional liderado por la BVC y conformado por instituciones del sector público y privado de Colombia; este código fue el resultado de un programa de gobierno corporativo liderado por Confecamaras y el CIPE. Esta iniciativa buscó adaptar estándares internacionales de gobierno corporativo a las características y necesidades de las pequeñas y medianas empresas (PYMES)⁷¹, con el objetivo de ofrecerles una herramienta para acceder al mercado global. El objetivo principal del código es entregar una herramienta didáctica y útil a los empresarios para que introduzcan en sus organizaciones los principios generales de gobierno corporativo, con el ánimo de incrementar la competitividad, reducir el riesgo operacional, combatir las barreras para-arancelarias, responder con éxito a los retos de la globalización, obtener fuentes de financiación a menores costos y armonizar las prácticas empresariales con los compromisos suscritos con la Organización Mundial del Comercio (OMC). El código de gobierno corporativo para las PYMES se basa en principios como la transparencia, la rendición de cuentas, el trato equitativo de los asociados y la responsabilidad de las pequeñas y medianas empresas frente a sus grupos de interés y está compuesto por medidas relacionadas con derechos y trato equitativo de los accionistas, administradores, conflictos de interés, grupos de interés, responsabilidad social empresarial, transparencia, fluidez e integridad de la información, administración y resolución de controversias;

3) Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia⁷²: es un documento desarrollado por un comité interinstitucional liderado por la Superintendencia de Sociedades, la Cámara de Comercio de Bogotá y Confecamaras en el 2008. Esta guía se orienta bajo tres tipos de medidas: (i) medidas basadas en la realidad, el diseño de cada medida no es el resultado de un ejercicio solamente teórico sino, la propuesta concertada de un equipo interdisciplinario que busca disminuir la frecuencia y el impacto de situaciones previamente medidas y cuantificadas, que han sido identificadas como perjudiciales para el desarrollo ordenado y adecuado de las sociedades cerradas y

⁷⁰ CONFECAMARAS. Código marco de buen gobierno corporativo para pequeñas y medianas empresas. [en línea]. [consultado 12 enero 2010]. Disponible en www.igc-costarica.org/inc/download.php?file=37

⁷¹ Se consideran PYMES toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios, rural o urbana, que responda a los siguientes parámetros: 1. Mediana Empresa: a) Planta de personal entre 51 y 200 trabajadores; b) Activos totales por valor entre 5.001 y 15.000 SMLV. 2. Pequeña Empresa: a) Planta de personal entre 11 y 50 trabajadores; b) Activos totales por valor entre 501 y 5.001 SMLV.

⁷² CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO. Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia. [en línea]. [consultado 12 enero 2010]. Disponible en <http://gc.caf.com/upload/pubs/Guia_Colombiana_de_Gobierno_Corporativo.pdf>

de familia en Colombia; (ii) medidas para fortalecer la sostenibilidad de la empresa, buscan garantizar la permanencia de la empresa en el entorno económico, evitando que desaparezca por problemas o fallas en su sistema de gobierno corporativo; y (iii) medidas para incrementar la competitividad, buscan fortalecer la confiabilidad de las empresas para que puedan atraer con mayor facilidad distintas alternativas de financiación. La guía se aplica a las sociedades cerradas y de familia constituidas en Colombia, se compone de 36 medidas relacionadas con el control de gestión, máximo órgano social, administradores, revelación de información y sociedades de familia.

4) Código País⁷³: producto de una iniciativa de la Superintendencia Financiera de Colombia en 2007, quien conformó un comité integrado por una amplia base de entidades para la elaboración de un código de mejores prácticas corporativas. Está destinado fundamentalmente a los emisores de valores colombianos, sin que ello implique la imposibilidad de ser aplicado en empresas que no emiten valores. El Código País se compone de 41 medidas concretas que hacen referencia a la asamblea general de accionistas, la junta directiva, revelación de información financiera y no financiera y solución de controversias. Estas medidas son de adopción voluntaria para los emisores de valores, en el caso de que las empresas no hayan adoptado dichas medidas en el periodo informado deberán explicar la razón de dicha situación.

1.2 COSTO DE CAPITAL

Las empresas se crean con un propósito específico y para poder cumplirlo es necesario realizar inversiones en diversas áreas; estas inversiones solo se pueden realizar si se cuenta con suficientes fuentes de financiación, cada una de ellas, con un costo asociado de uso. De acuerdo con Besley y Brigham⁷⁴, el costo de capital de una empresa es el costo promedio ponderado de los fondos que utiliza para financiarse y representa la tasa mínima de rendimiento que debe obtener la empresa para garantizar que el valor de la misma no disminuya.

Conocer el costo de capital de una empresa es imprescindible. De acuerdo con Mascareñas⁷⁵, existen tres razones importantes para conocer el costo del capital de una empresa: (i) la maximización del valor de la empresa que todo buen directivo debe perseguir, implica la minimización del costo de los factores, incluido

⁷³ CONFECAMARAS. Código de mejores prácticas corporativas. [en línea]. [consultado 12 enero 2010]. Disponible en <<http://www.gobiernocorporativo.com.co/images/descargas/codigopais.pdf>>

⁷⁴ BESLEY, Scott y BRIGHAM, Eugene. Essentials of Managerial Finance 14 ed. Mason, OH: Thomson South-Western, 2008. p. 450.

⁷⁵ MASCAREÑAS, Juan. UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID. El coste del capital. [en línea]. [consultado 05 agosto 2011]. Disponible en <<http://www.ucm.es/info/jmas/mon/26.pdf>>

el del capital financiero; para poder minimizar éste último, es necesario saber cómo estimarlo; (ii) el análisis de los proyectos de inversión requiere conocer cuál es el costo del capital de la empresa, con objeto de realizar las inversiones adecuadas; y (iii) otros tipos de decisiones, incluidas las relacionadas con el leasing, la refinanciación de la deuda, y la gestión del fondo de rotación de la empresa, también requieren conocer el valor del costo del capital.

Las empresas se pueden financiar a través de fuentes internas o externas. Hay financiación interna cuando la empresa se financia mediante recursos propios, es decir, que han sido generados por sí misma, sin acudir al mercado financiero. De acuerdo a las necesidades de la empresa, es posible que los recursos propios no alcancen a cubrir las necesidades de efectivo, entonces es necesario acudir a terceros para obtener capital y para ello las empresas emiten instrumentos de capital e instrumentos de deuda. De acuerdo Ross, Randolph y Jeffrey⁷⁶, las principales diferencias entre deuda y capital son las siguientes:

1) la deuda no representa un interés por poseer la empresa. Los acreedores no tienen injerencia en las decisiones de la empresa ya que no gozan de poder de voto. Para garantizar el cumplimiento de sus derechos los acreedores se protegen mediante un contrato bilateral de préstamo;

2) La deuda es deducible de impuestos. El pago de intereses sobre la deuda que realiza la empresa se considera, uno más de los costos de hacer negocios, a diferencia de los dividendos que se consideran un rendimiento que los accionistas reciben por el capital que hayan aportado. El gasto en intereses a los acreedores se liquida antes de calcularse los impuestos sobre los pasivos. A los accionistas se les paga dividendos sobre las acciones comunes y preferentes después de que se han determinado los impuestos sobre los pasivos;

3) La deuda pendiente de pago es un pasivo de la empresa. En caso de incumplimiento, los acreedores tienen la posibilidad legal de reclamar los activos de ésta, lo cual puede llevar a la empresa a un proceso de liquidación y bancarrota. Es por ello, que uno de los costos de emitir deuda es la posibilidad de incurrir en fracaso financiero, que no existe cuando se emite capital.

Cuando una empresa usa para financiarse deuda y capital propio, el costo de capital debe calcularse como el costo promedio ponderado de cada una de las fuentes de financiación, de modo que representa la tasa de retorno que la empresa paga a sus inversionistas por usar diferentes formas de financiamiento.

⁷⁶ ROSS, Stephen; RANDOLPH, Westerfield y JEFFREY, Jaffe. Finanzas Corporativas. 7 ed. México: Mc Graw Hill, 2005. p. 394.

Seguendo a Ross et al.⁷⁷, el costo promedio ponderado de capital (WACC) por sus siglas en ingles, se calcula mediante la ecuación 1.1.

$$\frac{A}{A + D}(R_A) + \frac{D}{A + D}(R_D)(1 - T_c) \quad 1.1$$

Donde:

A : Cantidad de capital financiado a través de accionistas

D : Cantidad de capital de financiado a través de deuda

R_A: Costo del capital accionario

R_D: Costo de capital de deuda

T_C: Tasa fiscal de la empresa

1.3 LA ESTRUCTURA TEMPORAL DE LOS TIPOS DE INTERÉS Y LA VALORACIÓN DE ACTIVOS DE RENTA FIJA

1.3.1 El mercado de bonos. Los bonos son títulos valores que representan una deuda que tiene el emisor del mismo con los inversionistas que los adquieren. El valor pagado por el inversionista al momento de comprar el bono se conoce como valor de compra o valor de emisión. La cantidad de dinero, sin tener en cuenta los intereses, que se le entrega al inversionista, una vez terminado el plazo del bono, es conocido como valor principal o valor facial. El plazo que tiene el bono es la madurez o fecha de vencimiento; este plazo identifica la fecha en la cual desaparecen las obligaciones del emisor. Los pagos periódicos de intereses que se le hacen al tenedor del bono se conocen como cupón.

Estos tipos de títulos involucran básicamente dos obligaciones para los emisores⁷⁸: (i) la devolución del valor principal o valor nominal al final de la fecha de vencimiento; y (ii) el pago de intereses como retribución por el préstamo recibido. En el mercado colombiano se emiten bonos de deuda pública y bonos de deuda privada⁷⁹, la principal diferencia entre unos y otros, es el tipo de emisor. Los

⁷⁷ *Ibíd.*, p. 334.

⁷⁸ BERENGUER CÁRCELES, Emma. La estimación de la estructura temporal de los tipos de interés: Metodología y aplicaciones. 2009, 219 p. Tesis (Doctorado). Universidad Nacional de Educación a Distancia. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Economía de la Empresa y Contabilidad. p. 23.

⁷⁹ AUTOREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA. Programa para la educación del inversionista del mercado de valores. [en línea]. [consultado 21 marzo 2011]. Disponible en <http://www.valoresbancolombia.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=MDT-Type&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3Dmyfile&bl>

bonos de deuda privada son emitidos por empresas del sector privado, en las que el gobierno nacional no cuenta con una posición dominante o mayoritaria. Los bonos de deuda pública son emitidos por las entidades del gobierno nacional o aquellas en las cuales su participación supera el 51%.

Los bonos de deuda pública se clasifican en bonos de deuda pública interna y externa. Los primeros corresponden a bonos emitidos por el gobierno nacional para ser transados, colocados y cumplidos en el mercado local. Los más utilizados son los títulos de deuda pública (TES). Los bonos de deuda pública externa son aquellos contraídos con entidades o personas en el exterior y suelen estar denominada en moneda extranjera; este tipo de deuda es colocada, transada y cumplida en los mercados externos.

De acuerdo a la forma en que se paguen los intereses, los bonos se clasifican en bonos con cupón y bonos cupón cero. En los primeros el emisor se compromete a pagar al inversionista una suma fija (cupón), en los períodos señalados en el prospecto de emisión del título y un valor final (principal), al momento del vencimiento, aunque existe la posibilidad de hacer abonos del principal durante el período de subsistencia de la obligación. De otra parte, los bonos de cupón cero son títulos en los que se pacta un solo pago final donde se incluye el valor principal y los intereses⁸⁰.

1.3.2 Valoración de bonos. El valor de los bonos viene dado por el valor actual de los flujos de caja que promete generar a lo largo de su vida⁸¹. Estos flujos incluyen los pagos periódicos del cupón hasta la fecha de vencimiento y el valor principal, de esta manera el precio de un bono está dado por la ecuación 1.2.

$$p = \sum_{t=1}^n \frac{c}{(1+y)^t} + \frac{fv}{(1+y)^n} \quad 1.2$$

Donde:

p : Precio del bono

c : Valor del cupón

fv : Valor facial o principal

obheadervalue3=abinary%253B%2Bcharset%253DUTF-8&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1266523124185&ssbinary=true>

⁸⁰ ARANGO, Luis; MELO, Luis y VASQUEZ, Diego. BANCO DE LA REPÚBLICA. Estimación de la estructura a plazo de las tasas de interés en Colombia. [en línea]. Bogotá: 2007. [consultado 24 marzo 2011]. Disponible en <<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra196.pdf>>

⁸¹ MASCAREÑAS, Juan. UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID. La estructura temporal de los tipos de interés. [en línea]. [consultado 11 febrero 2011]. Disponible en <<http://www.ucm.es/info/jmas/mon/07.pdf>>

y : Rendimiento requerido
n : Número de periodos hasta la fecha de vencimiento

Para el caso de un bono con cupón cero, el precio está dado por la ecuación 1.3

$$p = \frac{tp}{(1 + s)^n} \quad 1.3$$

Donde:

p : Precio del bono
tp : Pago total al vencimiento
s : Tasa corriente o spot⁸²
n : Número de periodos hasta la fecha de vencimiento

1.3.3 Curva de rendimiento o ETTI. La estructura temporal de los tipos de interés (ETTI), o también conocida como curva de rendimientos, analiza la relación existente entre el tiempo que resta hasta el vencimiento de los bonos y sus rendimientos durante este lapso⁸³. La estimación de la estructura de plazos de las tasas de interés para un conjunto de bonos, con diferente madurez, rendimientos y tasas cupón se realiza en Colombia mediante el método de Nelson y Siegel⁸⁴ publicado en 1987. Este cálculo se incluye dentro de las metodologías econométricas de tipo paramétrico y busca minimizar el número de parámetros suponiendo que la tasa forward implícita es la solución de una ecuación diferencial de segundo orden con raíces iguales y repetidas. El cálculo de la tasa forward se realiza de acuerdo a la ecuación 1.4.

$$F(t) = \beta_0 + \beta_1 \exp(-t/\tau) + \beta_2 * \left(\frac{t}{\tau}\right) * \exp(-t/\tau) \quad 1.4$$

Donde $\beta_0, \beta_1, \beta_2$ y τ son los parámetros para estimar el modelo.

La BVC utiliza la metodología de Nelson y Siegel desde 2002 para el cálculo de la estructura temporal de las tasas de interés (ETTI) o curva cupón cero para: TES tasa fija en pesos (CEC), TES en UVR (CEUVR) y TES indexados al DTF (CRCDT). Esta metodología presenta ventajas importantes como su buen ajuste,

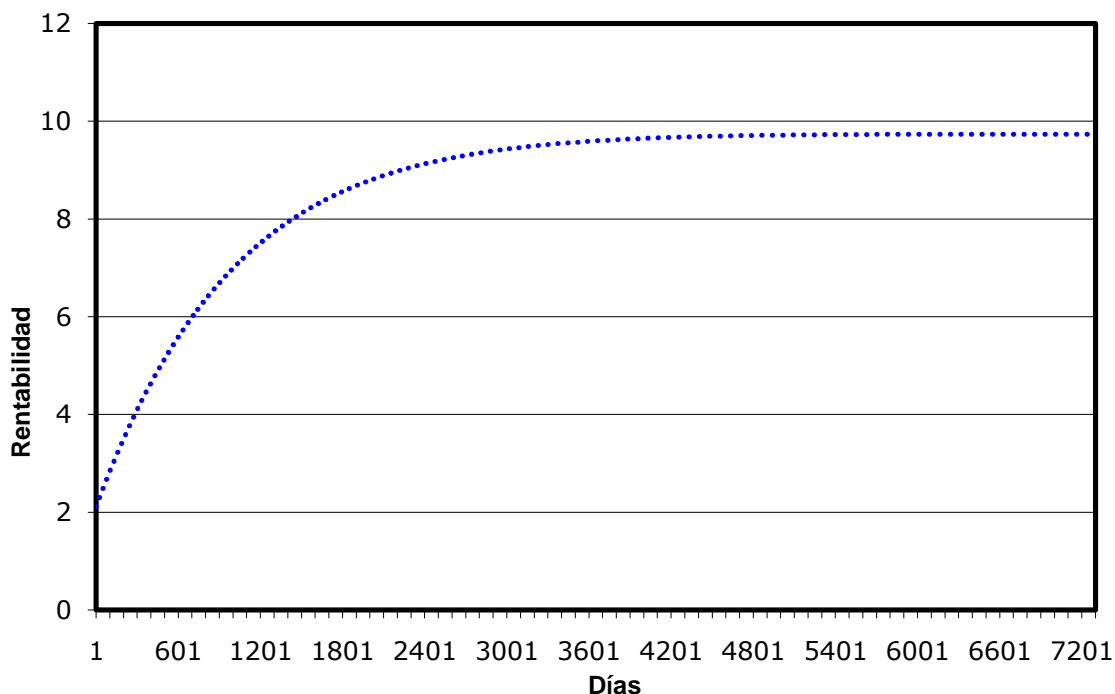
⁸² Se denomina tipo de interés al contado o spot, a la tasa de descuento o rendimiento requerido por el inversor, en el momento actual. Un tipo de descuento para un período de tiempo futuro se denomina tipo a plazo o forward.

⁸³ MASCAREÑAS, La estructura temporal de los tipos de interés, Op. cit., p. 6.

⁸⁴ Una descripción detallada de este método se puede encontrar en: ARANGO et al. Op. Cit., p. 27.

la reducida fluctuación, parsimonia y bajos requerimientos de información⁸⁵. En la figura 1.3 se muestra el rendimiento medio de los bonos con cupón en pesos en el mercado colombiano; el rendimiento de estos títulos a un año sería 4.45%, a tres años 7.24%, a 5 años sería 8.59% y a 10 años sería 9.59%.

Gráfica 1.3 Curva de rendimiento del mercado colombiano para bonos con cupón en pesos emitidos el 23 de febrero de 2010



Fuente: Elaboración propia a partir de datos suministrados por INFOVAL

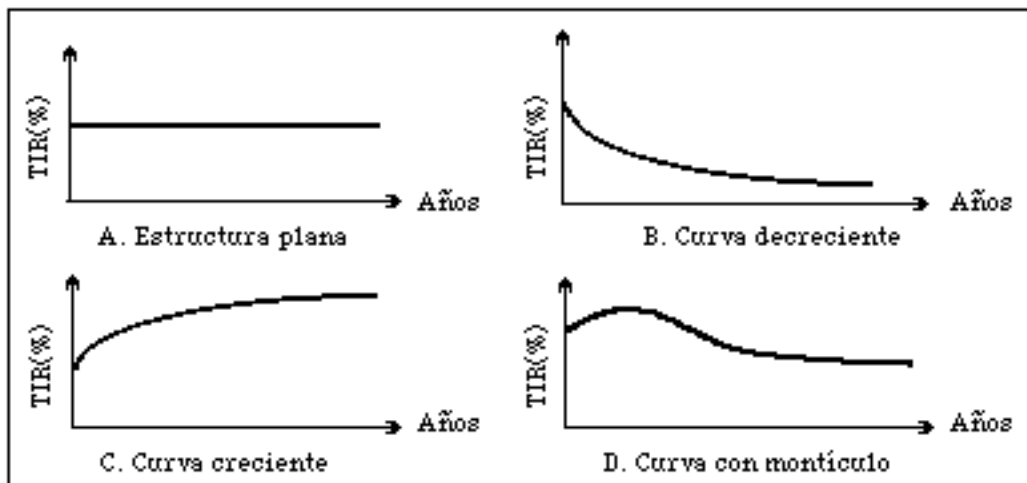
Según Mascareñas⁸⁶, la ETTI más utilizada, es la que se construye a partir de los títulos emitidos por el estado, debido principalmente a dos factores: (i) estos títulos carecen de riesgo de insolvencia; y (ii) el mercado de dichos títulos es el más activo de cualquier país y suele carecer de problemas de iliquidez. Gráficamente, la ETTI se representa mediante una sucesión de puntos en el tiempo, cada punto muestra el rendimiento hasta su vencimiento y el plazo de tiempo hasta el mismo; esta representación gráfica es conocida como la curva de rendimiento y varían cada día de acuerdo a la variación de los tipos de interés del mercado.

⁸⁵ RAMIREZ, Fabian. UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN. Conceptos y Construcción de la Curva de Rendimiento de TES en Colombia con las Metodologías de Nelson-Siegel y Svensson. [en línea]. [consultado 08 junio 2011]. Disponible en < <http://www.udem.edu.co/NR/rdonlyres/96189867-FB5C-4C72-B92C-520A6885922E/2936/pubfabianPonenciaConceptosyConstrucci%C3%B3ndelaCurvade.pdf>>

⁸⁶ MASCAREÑAS, La estructura temporal de los tipos de interés, Op. Cit., p. 1.

La gráfica de la ETTI puede presentar cuatro formas: (i) plana, cuando los tipos de interés son similares para todos los plazos; (ii) decreciente; cuando los tipos a corto plazo son mayores que los tipos a largo plazo, esta curva se conoce también como invertida. Esta es una situación especial y se da cuando el mercado apuesta en el corto y medio plazo por un descenso de los tipos de interés; (iii) creciente, cuando los tipos de interés a corto plazo son inferiores a los tipos a largo plazo; y iv) curva con montículo, cuando la curva presenta unos tramos ascendentes y otros descendentes.

Gráfica 1.4 Posibles curvas de la ETTI



Fuente: MASCAREÑAS, La estructura temporal de los tipos de interés, Op. Cit., p. 3.

1.4 EL EFECTO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL COSTO DE CAPITAL PROVENIENTE DE DEUDA

Existe diversa literatura que estudia la influencia de prácticas de gobierno corporativo en el costo de capital. Por ejemplo, Botosan⁸⁷; Byun, Kwak y Hwang⁸⁸; Chen, Chen y Wei⁸⁹; Diamond y Verrecchia⁹⁰; y Mishra⁹¹. El interés principal de

⁸⁷ BOTOSAN, Christine. Disclosure level and the cost of equity capital. En: The Accounting Review, 72(3). 1997. p. 323-349.

⁸⁸ BYUN, Hae-Young; KWAK, Su-Keun y HWANG, Lee-Seok. The implied cost of equity capital and corporate governance practices. En: Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 37(1). 2008. p. 139-184.

⁸⁹ CHEN, Kevin; CHEN, Zhihong Y WEI, John. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. En: Journal of Corporate Finance, 15(3). 2009. p. 273-289.

estos estudios es el costo de capital accionario y su relación con la aplicación de prácticas de gobierno corporativo. Estos estudios proporcionan evidencia de que los inversionistas están dispuestos a pagar una prima más alta por las acciones de empresas que aplican prácticas de gobierno corporativo, además de exigir un rendimiento menor por sus inversiones. El gobierno corporativo, generalmente, beneficia a los accionistas, pero puede tener diferentes consecuencias para los tenedores de deuda, debido a la existencia de posibles conflictos de intereses entre ellos. Los efectos producidos por un fuerte control corporativo de los accionistas sobre los tenedores de bonos aún no son claros en la teoría, siendo en última instancia una cuestión netamente empírica de acuerdo con Cremers, Nair y Wei⁹².

Esta situación ha generado un interés por estudiar la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de la deuda. Según los postulados de la teoría de la agencia, la asimetría en la información que poseen los diferentes grupos de interés en una empresa, es el origen de los conflictos de intereses entre las partes. Gran parte de los estudios realizados en torno a la relación del gobierno corporativo y el costo de la deuda se enfocan en la disminución de los conflictos de intereses entre los grupos de interés, mediante la reducción en la asimetría de la información como resultado de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo. Por ejemplo, Sengupta⁹³ y Byun⁹⁴ encuentran que la divulgación de información es una práctica que contribuye a reducir el costo de la deuda. Los prestamistas antes de realizar alguna operación de inversión tratan de evaluar el riesgo de incumplimiento, teniendo en cuenta toda la información que esté disponible. El estudio realizado por Sengupta es de los primeros que relacionan la divulgación de información con el costo de la deuda. El autor encontró que las empresas que revelan información de manera oportuna y constante presentan una probabilidad más baja de retener información negativa referente a sus operaciones, permitiendo a los inversionistas tomar mejores decisiones. Aunque esta relación siempre depende de las condiciones del mercado, es más fuerte cuando existe una mayor incertidumbre en el mercado donde las empresas desarrollan sus operaciones.

⁹⁰ DIAMOND, Douglas y VERRECCHIA, Robert. Disclosure, liquidity and the cost of capital. En: The Journal of Finance, 46(4). 1991. p.1325-1359.

⁹¹ MISHRA, Dev. Excess control, corporate governance and implied cost of equity: International evidence. En: The Financial Review, 44. 2009. p. 489--524.

⁹² CREMERS, Martijn; NAIR, Vinay y WEI, Chenyang. Governance mechanisms and bond prices. En: Review of Financial Studies, 20(5). 2007. p. 1360.

⁹³ SENGUPTA, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. En: The Accounting Review, 73(4). 1998. p. 472.

⁹⁴ BYUN, The cost of debt capital and corporate governance practices, Op. cit., p. 798.

Aunque Byun⁹⁵ encuentra que la divulgación de información contribuye a disminuir el costo de la deuda, afirma que prácticas relacionadas con políticas de dividendos, comités de auditoría y derechos de protección de los accionistas, tienen un mayor peso en la disminución del costo de la deuda. Las empresas que aplican dichas prácticas presentan menores índices de apalancamiento, tasas de interés más bajas y mayores calificaciones de bonos. Anderson, Mansi y Reeb⁹⁶ sugieren que el costo de la deuda está inversamente relacionado con la independencia y el tamaño del consejo de administración y del comité de auditoría; esto debido principalmente a la perspectiva de los acreedores que consideran al consejo de administración, como el elemento principal para garantizar la integridad del proceso contable en las empresas.

Otros autores centran su atención en las medidas antiOPAs, prácticas corporativas frecuentes en las empresas que cotizan en el mercado de valores. Según Klock, Mansi y Maxwell⁹⁷, el aumento de adquisiciones mediante OPAs hostiles a finales de 1980 en Estados Unidos generó un interés en las directivas de las empresas por promulgar medidas de defensa para evitar ser controlados por otras empresas. Pero estas medidas no son de aceptación general, los principios de gobierno corporativo de la OCDE sugieren que se limite su uso cuando su finalidad sea impedir la asunción de responsabilidades por parte de la dirección y el consejo de administración; permitiendo que los mercados de control societario funcionen de forma eficiente y transparente⁹⁸.

Klock et al.⁹⁹ estudian la presencia de medidas de protección frente a posibles adquisiciones y su influencia en el costo de la deuda. Estos autores centran su estudio en los inversionistas tenedores de bonos; para ello utilizan el índice desarrollado por Gompers et al.¹⁰⁰ para medir el gobierno corporativo. Este índice se compone de 24 medidas antiOPAs, tomadas como una aproximación del nivel de protección de los derechos de los accionistas. Klock et al.¹⁰¹ encuentran que las empresas con fuertes medidas antiOPAs presentan un menor costo de capital

⁹⁵ *Ibíd.*, p. 798.

⁹⁶ ANDERSON, Ronald; MANSI, Sattar y REEB, David. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *En: Journal of Accounting & Economics*, 37(3). 2004. p. 340.

⁹⁷ KLOCK, Mark; MANSI, Sattar y MAXWELL, Willian. Does corporate governance matter to bondholders?. *En: Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4). 2005. p. 693.

⁹⁸ OCDE. *Op. Cit.*, p. 36.

⁹⁹ KLOCK et al. *Op. cit.*, p. 693-719.

¹⁰⁰ GOMPERS et al. *Op. cit.*, p.107-155.

¹⁰¹ KLOCK et al. *Op. cit.*, p. 715.

proveniente de deuda; esto es asociado a la percepción que tienen los tenedores de bonos de que las medidas antiOPAs son un mecanismo eficaz para proteger sus intereses.

El Estado puede funcionar como un sustituto de prácticas de gobierno corporativo, mediante regulaciones. Por ejemplo, Funchal, Galdi y Lopes¹⁰² examinan la incidencia de los niveles de gobierno corporativo y la ley de quiebras, que entró a regir en 2005 en Brasil, en el costo de la deuda. Un aspecto que incide en esta disminución de la deuda es una reglamentación fuerte en los procedimientos frente a la posibilidad de bancarrota. Esta reglamentación funciona como un sustituto de las prácticas de gobierno corporativo para proteger los intereses de los tenedores de deuda. La importancia del Estado también se evidencia en el estudio realizado por Francis et al.¹⁰³, donde se estudian las medidas de protección de los accionistas cuando existe la posibilidad de adquisiciones hostiles. Los autores analizan como las leyes antiOPAs promulgadas por el Estado afectan a los tenedores de bonos y el costo de la deuda. En los resultados muestran que los bonos emitidos por empresas en países que promulgan débiles medidas antiOPAs, presentan diferenciales de rendimiento más altos en comparación a los bonos emitidos por empresas en países donde no existen este tipo de medidas.

Otro aspecto afectado por los niveles de aplicación de prácticas de gobierno corporativo, es la calificación crediticia, que a su vez, es un importante determinante del costo de la deuda. Ashbaugh-Skaifea, Collins y LaFond¹⁰⁴ muestran que existe una relación positiva entre las calificaciones crediticias y la existencia de fuertes medidas antiOPAs, la independencia del consejo de administración y el grado de transparencia financiera. Este estudio muestra que mecanismos de gobierno corporativo, utilizados para beneficiar a los accionistas pueden tener efectos adversos para los tenedores de bonos; cuando se usan mecanismos que conceden más poder a los accionistas, se generan efectos de distribución de la riqueza que dejan en peor situación a los tenedores de bonos.

Weber¹⁰⁵ realiza una disertación en torno a los resultados presentados por Ashbaugh-Skaife et al.. Weber afirma que utilizar las calificaciones de crédito

¹⁰² FUNCHAL, Bruno; GALDI, Fernando y LOPES, Alexsandro. Interactions between corporate governance, bankruptcy law and firms' debt financing: En: The brazilian case. Brazilian Administration Review, 5(3). 2008. p. 257.

¹⁰³ FRANCIS, Bill; HASAN, Iftexhar; JOHN, Kose y WAISMAN, Maya. The effect of state antitakeover laws on the firm's bondholders. En: Journal of Financial Economics, 96. 2010. p.152.

¹⁰⁴ ASHBAUGH-SKAIFE, Hollis; COLLINS, Daniel y LAFOND, Ryan. The effects of corporate governance on firms credit ratings. En: Journal of Accounting and Economics, 42(1). 2006. p. 239.

¹⁰⁵ WEBER, Joseph. Discussion of the effects of corporate governance on firms' credit ratings. En: Journal of Accounting and Economics, 42(1). 2006. p.246.

como medida del costo de la deuda, puede conducir a errores al ignorar otros aspectos que influyen en la reducción del costo. Por ejemplo, basado en Rajan y Winton¹⁰⁶, sugiere que los incentivos dados a los prestamistas para monitorear la gestión y la capacidad de las empresas de controlar a los prestamistas pueden explicar de forma importante las características de los contratos de préstamo. Otro aspecto que debate está relacionado con la madurez de la deuda. Toma como referencia a Guedes y Opler¹⁰⁷ para mostrar que las empresas tratan de controlar los costos de agencia de la deuda mediante la alteración de la madurez de sus préstamos. También sugiere, basado en Asquith, Beatty y Weber¹⁰⁸, que en los contratos de préstamos es común encontrar disposiciones que disminuyen o aumentan el costo de la deuda, de acuerdo al comportamiento de las calificaciones crediticias durante la vigencia del préstamo. Por último afirma que en la medición del gobierno corporativo, se ignora el papel del prestamista en el control de la empresa y las diferencias en la calidad del control que proporcionan diferentes tipos de prestamistas.

Williamson¹⁰⁹ se basa en un enfoque contractual para explicar las relaciones de gobierno corporativo. Este enfoque es utilizado por algunos autores para estudiar el costo de la deuda y su relación con el gobierno corporativo. Por ejemplo, Cremers et al.¹¹⁰ estudian los contratos de bonos. En este estudio, los autores encuentran que los contratos de bonos, además de servir como instrumento para reducir los conflictos de intereses entre los directivos y tenedores de deuda, actúan en el mismo sentido, en las relaciones entre accionistas y tenedores de bonos, al balancear las relaciones de control corporativo entre ellos. Los autores usan la presencia de inversores institucionales como una aproximación del control corporativo por parte de los accionistas y el nivel de medidas antiOPAs para aproximar la vulnerabilidad frente a posibles ofertas de adquisición. Un fuerte control corporativo por parte de los accionistas reduce las calificaciones crediticias y aumenta el rendimiento esperado de los bonos únicamente si la empresa es vulnerable a un proceso de adquisición.

¹⁰⁶ RAJAN, Raghuram y WINTON, Andrew. Covenants and Collateral as Incentives to Monitor. En: The Journal of Finance, 50(4). 1995. p. 1113-1146.

¹⁰⁷ GUEDES, Jose y OPLER, Tim. The determinants of the maturity of corporate debt issues. En: The Journal of Finance, 51(5). 1996. p.1809-1833.

¹⁰⁸ ASQUITH, Paul; BEATTY, Anne y WEBER, Joseph. Performance pricing in bank debt contracts. En: Journal of Accounting and Economics, 40(1). 2005. p.101-128.

¹⁰⁹ WILLIAMSON. Op. cit., p. 1197-1230.

¹¹⁰ CREMERS et al. Op. cit., p.1361.

Según Anderson, Mansi y Reeb¹¹¹, las estructuras de propiedad bajo control familiar, reducen los problemas de agencia entre accionistas y tenedores de deuda; estos últimos ven la estructura de control familiar como un mecanismo que protege sus intereses. En este estudio encuentran que el costo de la deuda para las empresas familiares es aproximadamente 0.32% más bajo que en las no familiares. Encuentran que este aumento no es uniforme en todas las empresas de control familiar, las mayores reducciones en el costo de capital de deuda se presentan en empresas con menos del 12% de participación familiar en la estructura de propiedad. Los autores afirman que las familias fundadoras pueden tener un efecto perjudicial en la relación entre accionistas y tenedores de bonos, mediante la posición de CEO; cuando un miembro de la familia ocupa el cargo de CEO se incrementa el costo de la deuda en relación con las empresas familiares donde existe un CEO externo.

Los inversores institucionales pueden ejercer una gran influencia en el control corporativo de las empresas. Wang y Zhang¹¹² clasifican a los inversionistas institucionales en tres tipos: transitorios, dedicados y un grupo ubicado entre los dos anteriores; los cuales se comportan de manera diferente frente al costo de la deuda. Esta agrupación ayuda a detectar una variación importante en la forma en que se relacionan los accionistas institucionales con la asimetría de la información y el gobierno corporativo. Muestran que el costo de la deuda se reduce cuando aumenta la participación accionaria por parte de inversores institucionales transitorios, mientras que se evidencia un aumento del costo de la deuda cuando aumenta la presencia de inversores institucionales dedicados. El trabajo de Wang y Zhang se relaciona con el estudio realizado por Bhojraj y Sengupta¹¹³, quien encuentra que mecanismos efectivos de gobierno corporativo pueden afectar el rendimiento y la calificación de los bonos, al disminuir los conflictos de intereses entre administradores y proveedores de capital, disminuyendo el riesgo percibido por los inversionistas. Los autores muestran que las empresas donde existen inversores institucionales y presencia de directores externos en el consejo muestran un mejor comportamiento en las calificaciones de riesgo.

Las políticas de compensación son usadas por los accionistas como un instrumento para alinear sus intereses con los intereses de los directivos. Ertugrul

¹¹¹ ANDERSON, Ronald; MANSI, Sattar y REEB, David. Founding family ownership and the agency cost of debt. En: Journal of Financial Economics, 68(2). 2003. p. 283.

¹¹² WANG, Ashley y ZHANG, Gaiyan. Institutional ownership and credit spreads: An information asymmetry perspective. En: Journal of Empirical Finance, 16(4). 2009. p. 21.

¹¹³ BHOJRAJ, Sanjeev y SENGUPTA, Partha. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. [en línea]. [consultado 24 marzo 2011]. Disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=291056>

y Hegde¹¹⁴ muestran que las compensaciones basadas en acciones, pueden tener efectos en la alineación de los intereses entre directivos y accionistas. Muestran que son eficientes en este aspecto, pero tienen un efecto secundario que afecta negativamente las relaciones entre los accionistas y los tenedores de bonos. Los autores encuentran que la compensación basada en acciones otorga mayores incentivos para ejercer control, seguido de la compensación mediante opciones y por último la compensación en dinero. Muestran que un incremento de 1% en la compensación con acciones es asociado con 0.015% de decremento en los diferenciales de rendimiento, mientras que el mismo aumento en compensación con opciones solo disminuye en 0.009% los diferenciales de rendimiento. La evidencia sugiere que el efecto de la compensación basada en acciones en los diferenciales de rendimiento es más fuerte para las empresas de menor calificación, lo cual implica que los incentivos de vigilancia inducida por compensación basada en acciones de directores externos son más importantes cuando la deuda de la empresa es de baja calidad.

¹¹⁴ ERTUGRUL, Mine y HEGDE, Shantaram. Board compensation practices and agency costs of debt. En: Journal of Corporate Finance, 14(5). 2008. p. 529.

2. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

2.1 DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA

A pesar de los avances en materia de gobierno corporativo en Colombia¹¹⁵, no existe certeza frente a los posibles beneficios financieros (menor costo de capital, facilidad para acceder a fuentes de financiación, mayores rendimientos financieros, mayor valoración en el mercado) que implica la implementación de buenas prácticas de gobernanza; esto se debe principalmente a la ausencia de estudios que comprueben o refuten el desarrollo teórico y la evidencia empírica alcanzada en otros países. La literatura existente proporciona evidencia de una relación entre el uso de prácticas de gobierno corporativo y un menor costo de la deuda. Por ejemplo, Sengupta¹¹⁶; Bhojraj y Sengupta¹¹⁷; Anderson et al.¹¹⁸; Klock et al.¹¹⁹; Ashbaugh-Skaife et al.¹²⁰; Byun¹²¹; Wang y Zhang¹²², entre otros.

2.2 JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

El gobierno corporativo ha tenido un auge importante en los últimos años; esto debido principalmente a dos situaciones¹²³: (i) las crisis financieras que se han presentado alrededor del mundo; y (ii) los grandes escándalos empresariales relacionados con el manejo y control de algunas empresas en diferentes países. El gobierno corporativo ha emergido como una herramienta eficaz que contribuye a

¹¹⁵ El estado en alianza con el sector privado ha liderado iniciativas de gobierno corporativo para diseñar e incorporar en las empresas códigos específicos de gobierno corporativo, entre ellos: Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo, Código marco de buen gobierno corporativo para pequeñas y medianas empresas, Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia, y Código País. Estos códigos han sido acompañados por desarrollos en materia de regulación mediante diferentes leyes y decretos, generalmente dirigidos a los participantes del mercado de valores.

¹¹⁶ SENGUPTA. Op. cit., p. 459-474.

¹¹⁷ BHOJRAJ, Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors, Op. cit., p.1-34.

¹¹⁸ ANDERSON, Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt, Op. cit., p. 315-342.

¹¹⁹ KLOCK et al. Op. cit., p. 693-719.

¹²⁰ ASHBAUGH-SKAIFE. Op. cit., p. 203-243.

¹²¹ BYUN, The cost of debt capital and corporate governance practices, Op. cit., p. 765-806.

¹²² WANG. Op. cit., p. 597-612.

¹²³ CLAESSENS, Stijn. Corporate governance and development. En: World Bank Research Observer, 21(1). 2006. p. 91.

disminuir los efectos de las crisis financieras, garantizando la estabilidad de los mercados financieros. Por ejemplo, en Asia el fortalecimiento del gobierno corporativo fue especialmente importante¹²⁴ durante las dificultades económicas extremas ocasionadas por la crisis ocurrida entre 1997 y 1998.

Colombia no es ajena a las situaciones derivadas de las crisis financieras. Por ello se han realizado esfuerzos para difundir las prácticas de gobierno corporativo, pero según la CAF esto no ha sido suficiente; aún subsiste un vacío normativo y un relativo desconocimiento de los beneficios que se derivan de su implementación. A esto se le debe sumar que la reglamentación existente en materia de gobierno corporativo no ha sido fruto de validaciones empíricas en el mercado colombiano, por el contrario, ha sido adoptada de acuerdo a experiencias en otros países desconociendo aspectos propios del entorno; esto hace necesario el desarrollo de evidencia empírica que permitan validar el comportamiento de las prácticas de gobierno corporativo y su relación con componentes fundamentales en las empresas, entre ellos, el costo de la deuda..

La emisión de deuda privada es de vital importancia, teniendo en cuenta que las empresas en Colombia utilizan la financiación mediante deuda como primera alternativa y en proporciones menores se financian mediante capital accionario; esto debido principalmente a la facilidad de acceso, ajuste a las necesidades de la empresa y la posibilidad de continuar con el control de la empresa¹²⁵. Otra razón para estudiar el costo de la deuda es la importancia del mercado renta fija en la BVC¹²⁶; este mercado se compone de deuda pública y deuda privada. Las negociaciones de deuda privada sumaron 163 billones de pesos¹²⁷ y presentaron

¹²⁴ MITTON, Todd. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. En: Journal of Financial Economics, 64(2). 2002. p. 219.

¹²⁵ WADNIPAR, Sandra y CRUZ, Juan. Determinación de la estructura de capital de las empresas colombianas. En: Revista Soluciones de Postgrado EIA, 1. 2008. p. 23-44.

¹²⁶ La bolsa de valores de Colombia se compone básicamente de cuatro mercados: 1) El mercado de renta variable donde se negocian acciones de las empresas que se encuentran inscritas en el mercado público de valores; 2) El mercado de renta fija donde se negocian bonos del gobierno y bonos de empresas; 3) El mercado de derivados donde se negocian contratos de opciones y futuros entre otros; y 4) El mercado de divisas donde se negocian las transacciones de cambio del peso colombiano frente al dólar americano.

¹²⁷ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Informe de gestión 2010. [en línea]. [consultado 17 septiembre 2010]. Disponible en <
http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Informaci%C3%B3n+Financiera/Informes+de+Gesti%C3%B3n?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=43235582_12f1ff5060d_3cec0a84c5b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=-36c0e342_11de59a6ea2_-7972c0a84c5b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=-36c0e342_11de59a6ea2_-797bc0a84c5b>

un crecimiento de 14% durante el 2010, superando el volumen de transacciones del mercado de renta variable (53,51 billones) y del mercado de derivados (53 billones). El estudio del costo de la deuda posee ventajas que debe ser aprovechadas para aumentar el conocimiento sobre el tema. De acuerdo con Mansi, Maxwell y Miller¹²⁸ y Klock et al.¹²⁹, el mercado de deuda es un escenario natural para analizar el impacto económico del gobierno corporativo, básicamente por tres razones: (i) la deuda representa una porción significativa del valor de una empresa típica y los tenedores de deuda pueden proporcionar un punto de equilibrio entre los accionistas y administradores; (ii) el entorno de la información en el mercado de financiación de la deuda se caracteriza por las agencias de calificación crediticia y los bancos; y (iii) la fijación de precios de la deuda está relativamente bien definido y tiene pequeños errores de medición en comparación con el costo de capital.

2.3 REFLEXIÓN CRÍTICA ACERCA DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

Este estudio reconoce las bases del gobierno corporativo en la existencia de problemas de agencia, originados por la separación entre la propiedad y el control, propios de la estructura moderna de las organizaciones, de acuerdo a los aportes realizados por autores como Hart¹³⁰ (1995), Jensen y Meckling¹³¹ (1976) y Williamson¹³² (1984), pero considera más apropiada la visión de gobierno corporativo de la OCDE¹³³. En esta concepción, además de centrarse en los problemas originados por la separación entre la propiedad y el control, supone que el gobierno corporativo abarca toda una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de una empresa, su consejo, sus accionistas y otras partes interesadas. La OCDE también reconoce que el gobierno corporativo sólo es una parte del amplio contexto económico en el que las empresas desarrollan su actividad y en el que intervienen las políticas macroeconómicas y el grado de competencia dentro de los mercados de productos y de factores.

¹²⁸ MANSI, Sattar; MAXWELL, Willian y MILLER, Darius. Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investors? Evidence from the Bond Market. *En: Journal of Accounting Research*, 42(4). 2004. p. 755-793. Citado por BYUN, The cost of debt capital and corporate governance practices, Op. cit., p. 767.

¹²⁹ KLOCK et al. Op. cit., p. 693-719. Citado por BYUN, The cost of debt capital and corporate governance practices, Op. cit., p. 767.

¹³⁰ HART. Op. cit., p. 678.

¹³¹ JENSEN. Op. cit., p. 305-360.

¹³² WILLIAMSON. Op. cit., p. 1197-1230.

¹³³ ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO. Op. cit., p. 11.

Este es el primer estudio en Colombia que relaciona la aplicación de prácticas de gobierno corporativo con el costo de la deuda, los estudios existentes se centran principalmente en el efecto de la aplicación de prácticas gobierno corporativo en la valoración de las empresas y tendencias actuales. Por ejemplo, Langebaek y Ortiz¹³⁴; Paz-Ares¹³⁵; Pombo y Gutiérrez¹³⁶ y Riaño¹³⁷. El tema central de esta documento sigue el curso de los estudios realizados por Ashbaugh-Skaife et al.; Byun¹³⁸; Klock et al.¹³⁹, aunque para el análisis toma un conjunto de prácticas, definidas en un código de gobierno corporativo para los emisores de un país y no un grupo de medidas de acuerdo al interés del autor.

Aunque la literatura asociada con la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de la deuda, muestra evidencia importante que sugiere que el uso de determinadas prácticas contribuye a su reducción, también es evidente que los resultados presentados en estos estudios difieren en cuanto a la importancia que tiene algún tipo de práctica en esa reducción. Por ejemplo, Sengupta¹⁴⁰ (1998) encuentra que los niveles de divulgación de información ejerce una influencia en el costo de la deuda. De otra parte, Byun¹⁴¹ encuentra que la divulgación de información es importante en la reducción del costo de la deuda, pero existen otras prácticas que ejercen una mayor influencia en esa reducción. En este caso, prácticas relacionadas con los comités de auditoría y derechos de protección de los accionistas. Esta situación puede ser explicada por características propias del contexto donde las empresas desarrollan su actividad, contexto reconocido por la OCDE en sus principios de gobierno corporativo, basados en una serie de medidas generales que deben ser adoptadas de acuerdo a las particularidades de cada país; esto hace imprescindible el desarrollo de evidencia empírica para cada país, donde se consideren las prácticas de gobierno corporativo que puedan ejercer alguna influencia en este escenario en particular.

¹³⁴ LANGEBAEK. Op. cit., p.1-37.

¹³⁵ PAZ-ARES, Cándido. UNIVERSIDAD AUTONOMA DE MADRID. El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor. [en línea]. [consultado 13 agosto 2010]. Disponible en <http://www.indret.com/pdf/182_es.pdf>

¹³⁶ GUTIÉRREZ. Op. cit.

¹³⁷ RIAÑO, Sandra. Gobierno corporativo en Colombia. Tendencias actuales. En: AD-MINISTER, 15, 2009. p. 137-153.

¹³⁸ BYUN, The cost of debt capital and corporate governance practices, Op. cit., p. 765-806.

¹³⁹ KLOCK et al. Op. cit., p. 693-719.

¹⁴⁰ SENGUPTA. Op. cit., p. 459-474.

¹⁴¹ BYUN, The cost of debt capital and corporate governance practices, Op. cit., p. 765-806.

Dentro de las limitaciones que presenta la realización de este estudio, se encuentra la estructura del segmento del mercado de valores al que pertenecen los emisores. La muestra de estudio corresponde a emisores de deuda privada, se debe tener presente que el mercado de renta privada en Colombia es un mercado poco desarrollado. Aunque ha evolucionado, en cuanto a montos y plazos, el mercado de deuda privada en Colombia sigue presentando fallas estructurales, relacionadas con liquidez, valoración y diferenciación crediticia. Esta última falla, quizá sea la más problemática, ya que la muestra en cuestión solo comprende dos tipos de calificaciones en los instrumentos de deuda, AAA y AA+.

Otra situación que debe ser contemplada en el estudio, es la medición de gobierno corporativo. Se reconoce que sería más conveniente hacer una validación de la información suministrada en cada encuesta, a partir de documentos societarios, pero debido a la dificultad de verificar información de años anteriores no es posible realizarlo. En la medición se utiliza un índice simple, que es menos subjetivo que un índice ponderado, al no existir un consenso válido para otorgar pesos a las medidas de gobierno corporativo que integran el Código País, sin embargo, es necesario reconocer que no todas las prácticas de gobierno corporativo tienen la misma influencia e importancia, pero debido a la dificultad que implica establecer ponderaciones se utiliza este tipo de índice.

2.4 HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

Este documento se desarrolla en torno a una hipótesis central relacionada directamente con la revisión bibliográfica sobre el tema. De ésta se desprenden cuatro hipótesis específicas asociadas con la estructura del código de mejores prácticas corporativas en Colombia.

2.4.1 Hipótesis central

La adopción de prácticas de gobierno corporativo incluidas en el Código País, contribuye a reducir el costo de capital proveniente de la emisión de títulos de deuda en las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia.

2.4.2 Hipótesis específicas

- a) La definición y cumplimiento de parámetros para la realización de la asamblea general de accionistas se relaciona con un menor costo de capital proveniente de la emisión de títulos de deuda en las empresas listadas en la BVC.

- b) La estructura y el funcionamiento de la junta directiva se relaciona con un menor costo de capital proveniente de la emisión de títulos de deuda en las empresas listadas en la BVC.
- c) Mayores niveles de divulgación de información financiera y no financiera a inversionistas y al mercado se relaciona con un menor costo de capital proveniente de la emisión de títulos de deuda en las empresas listadas en la BVC.
- d) La existencia y comunicación de los procedimientos utilizados para la resolución de conflictos entre las partes interesadas se relaciona con un menor costo de capital proveniente de la emisión de títulos de deuda en las empresas listadas en la BVC.

2.5 OBJETIVOS

Este estudio pretende estudiar la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo del capital proveniente de títulos de deuda; para ello se propone un objetivo general y tres objetivos específicos.

2.5.1 Objetivo general

Determinar las relaciones existentes entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo definidas en el Código País y el costo de capital proveniente de la emisión de títulos de deuda en empresas listadas en la bolsa de valores de Colombia.

2.5.2 Objetivos específicos

- a) Describir el comportamiento de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas listadas en la BVC que hacen emisión de títulos de deuda.
- b) Identificar la relación existente entre el costo de capital proveniente de títulos de deuda y las prácticas de gobierno corporativo referentes a: Asamblea general de accionistas, Junta Directiva, Revelación de información financiera y no financiera y Resolución de controversias.
- c) Cuantificar el grado de influencia de cada una de estas prácticas de gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de títulos de deuda.

3. DATOS Y METODOLOGÍA

3.1 MUESTRA SELECCIONADA

La literatura dedicada al estudio de la posible relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de la deuda, utiliza como práctica frecuente en el análisis la exclusión de las empresas cuyo negocio principal esté relacionado con servicios financieros, debido a la presencia de características únicas en su género en estas empresas, tales como la estructura financiera, requisitos reglamentarios y normas de contabilidad. Teniendo en cuenta que el presente es el primer estudio de este tipo en Colombia, se opta por no excluir esta clase de empresas, con el objetivo de clarificar si dicha situación también se presenta en el mercado colombiano. En este sentido, el análisis del modelo de regresión considera dos grupos de emisores; el primer grupo solo incluye los emisores del sector real y de servicios públicos (29 procesos de emisión), mientras que el segundo grupo, solo incluye a las instituciones financieras (43 procesos de emisión).

En este documento se estudian las empresas que emitieron bonos en la BVC entre el 2007 y 2010, periodo en el cual, concurren al mercado de valores colombiano 51 empresas para participar en procesos de emisión de bonos. De estas empresas se incluyen en la muestra de análisis los emisores que cumplen con los siguientes criterios: Primero, los emisores deben haber diligenciado la encuesta de gobierno corporativo Código País para el año en el cual hayan realizado la emisión de títulos de renta fija. Segundo, los emisores deben tener información financiera publicada en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV). Tercero, los emisores deben haber emitido alguna clase de los siguientes títulos: bonos con tasa fija, bonos indexados al IPC, o bonos indexados al DFT. De acuerdo a estos tres criterios se excluyen del estudio 13 emisores, de los cuales 12 emisores son excluidos porque no están obligados a diligenciar la encuesta de gobierno corporativo Código País¹⁴². El otro emisor se excluye porque no se encontró la información financiera necesaria para el cálculo de las variables de control en el modelo de regresión. En resumen, la muestra estudiada comprende 72 procesos de emisión¹⁴³ de bonos, realizados por 38 emisores de valores durante el periodo 2007-2010.

¹⁴² Se exceptúan de la obligación de diligenciar la encuesta: la Nación, los patrimonios autónomos fiduciarios, las carteras colectivas, las universalidades, las entidades territoriales, los organismos multilaterales de crédito, los gobiernos extranjeros y las entidades públicas extranjeras, las sucursales de sociedades extranjeras y las entidades extranjeras.

¹⁴³ Estos procesos de emisión hacen referencia al cálculo de 72 diferenciales de rendimiento para los emisores a lo largo del periodo de estudio. Es importante mencionar que el diferencial de rendimiento de cada una de las emisiones realizadas (bonos indexados al IPC, bonos indexados al

3.2 MEDICIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO

La fuente de datos para realizar la medición del nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo es la encuesta código país¹⁴⁴, la cual deben remitir de forma anual a la SFC, las entidades que se encuentren inscritas o que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)¹⁴⁵. La encuesta Código País tiene como objetivo indicar y describir de manera general, información de los emisores sobre sus prácticas de gobierno corporativo y sobre la adopción de las 41 recomendaciones del Código de Mejores Prácticas Corporativas para Colombia Código País.

3.2.1 El índice de gobierno corporativo Código País. Para medir y comparar el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas estudiadas, se construye el índice de gobierno corporativo Código País (*IGCCP*). El *IGCCP* presenta la misma estructura de la encuesta Código País; está dividido en cuatro subíndices de gobierno corporativo: 1) Asamblea General de Accionistas; 2) Junta Directiva; 3) Revelación de Información Financiera y no Financiera); y 4) Resolución de Controversias.

A su vez cada uno de estos subíndices de gobierno corporativo se divide en subíndices específicos de gobierno corporativo. El subíndice Asamblea General de Accionistas se compone de tres subíndices específicos: 1) Convocatoria de la Asamblea; 2) Celebración de la Asamblea; y 3) Derechos y Trato Equitativo de los Accionistas. El subíndice Junta Directiva se compone de tres subíndices específicos: 1) Tamaño, Conformación y Funcionamiento; 2) Deberes y Derechos del Miembro de la Junta Directiva; y 3) Comités de Apoyo. El subíndice Revelación de Información Financiera y no Financiera, se compone de tres subíndices específicos: 1) Solicitudes de Información; 2) Información al Mercado; y 3) Revisor Fiscal. Por último el subíndice Resolución de Controversias se compone de un subíndice específico (Resolución de Controversias). En la tabla 3.1 se muestra el esquema del *IGCCP*¹⁴⁶.

DTF y bonos con tasa fija) en un mismo año por un emisor se consolidan en un diferencial promedio, siendo este diferencial promedio la variable respuesta en los modelos de regresión.

¹⁴⁴ En el anexo 1 se presenta de forma detallada la encuesta Código País.

¹⁴⁵ El Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) tiene por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen. Además de certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores clases y tipos de valores. La inscripción en este registro es requisito para aquellas entidades que deseen realizar una oferta pública de sus valores.

¹⁴⁶ Los valores que aparecen entre paréntesis en la tabla 3.2.1 hacen referencia al valor máximo que se puede obtener en cada componente del *IGCCP*. En el anexo 2, se presenta de forma detallada la estructura del índice de gobierno corporativo Código País (*IGCCP*), utilizado para el análisis de los resultados de la encuesta Código País.

El *IGCCP* es un índice simple, es decir, no se usa ninguna ponderación al momento de evaluar la encuesta Código País; el índice asigna el valor uno (1) a cada pregunta, si se cumple dicha medida y cero (0), en caso contrario. En la encuesta Código País los emisores pueden responder “No Aplica”, en el caso que la situación no encaje en los supuestos planteados; cuando estos supuestos hacen referencia directa al cumplimiento de alguna de las 41 medidas del Código País se califica la pregunta con cero (0), si se responde “No Aplica” y se califica con uno (1), en el caso que el supuesto no esté presente en el periodo de evaluación de la encuesta. En la encuesta Código País varias preguntas pueden hacer referencia a la misma medida de gobierno corporativo, en este caso, el valor de la medida se reparte en porcentajes iguales de acuerdo al número de preguntas que la evalúan.

Tabla 3.1 Estructura del índice de gobierno corporativo Código País

Índice	Subíndices	Subíndices Específicos
IGCCP (41)	Asamblea General de Accionistas (11)	Convocatoria de la Asamblea (4)
		Celebración de la Asamblea (4)
		Derechos y Trato Equitativo de los Accionistas (3)
	Junta Directiva (15)	Tamaño, Conformación y Funcionamiento (6.33)
		Deberes y Derechos del Miembro de la Junta Directiva (4.67)
		Comités de Apoyo (4)
	Revelación de Información Financiera y no Financiera (13)	Solicitudes de Información (4)
		Información al Mercado (6)
		Revisor Fiscal (3)
	Resolución de Controversias (2)	Resolución de Controversias (2)

Fuente: El autor

En la construcción del *IGCCP* se mitigan los aspectos críticos identificados cuando se construye un índice que cuantifique el grado de aplicación de prácticas de gobierno corporativo... véase numeral 1.1.2.2... La base del *IGCCP* son medidas de adopción voluntaria inspiradas en los principios de gobierno corporativo de la OCDE, que en teoría son comunes a todos los emisores de valores. El *IGCCP* abarca las medidas sugeridas específicamente para el mercado de valores colombiano; estas medidas son fruto del consenso de diferentes actores involucrados en desarrollo del mercado de valores e interesados en el fortalecimiento del gobierno corporativo, tales como la SFC, la Asociación Nacional de Industriales (ANDI), Asociación Bancaria y de Entidades Financieras

de Colombia (Asobancaria), BVC y Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (Confecámaras), entre otros.

Aunque el *IGCCP* se construye mediante encuestas diligenciadas por los propios emisores, el hecho que el diligenciamiento de la encuesta Código País se encuentre reglamentado por la SFC mediante la circular externa 007 de 2011¹⁴⁷, hace que los problemas de veracidad de la información recolectada disminuyan y permite contar con una cantidad considerable de emisores para analizar. Sin embargo, se reconoce que sería más conveniente hacer una validación de la información suministrada en cada encuesta, a partir de documentos societarios, pero debido a la dificultad de verificar información de años anteriores no es posible realizarlo. El *IGCCP* al ser un índice simple, es menos subjetivo que un índice ponderado, ya que no existe un consenso válido para otorgar diferentes niveles de importancia a cada una de las medidas evaluadas.

3.3 MEDICIÓN DEL COSTO DE LA DEUDA

El costo de la deuda se mide con la variable diferencial de rendimiento (Diferencial), calculado como la diferencia entre el rendimiento entregado por el título emitido y el rendimiento al vencimiento de un título de deuda del estado (TES).

$$\text{Diferencial} = \text{Rendimiento_BONO} - \text{Rendimiento_TES} \quad 1.5$$

El rendimiento de cada bono se obtiene del informe anual de emisiones, publicado por la BVC. Para realizar el cálculo del rendimiento de un TES, con duración similar al bono emitido, se utiliza la estructura temporal de la tasa de interés (ETTI), revisada en el numeral 1.3.3.

$$\text{Rendimiento_TES} = \beta_0 + \beta_1 \exp(-t/\tau) + \beta_2 * \left(\frac{t}{\tau}\right) * \exp(-t/\tau) \quad 1.6$$

Donde $\beta_0, \beta_1, \beta_2$ y τ son parámetros calculados y suministrados diariamente por la BVC a través del Sistema Proveedor de Información para Valoración de Portafolios (INFOVAL). Para el cálculo de las tres curvas de rendimiento, utilizadas en este estudio (Bonos indexados al IPC, Bonos con Tasa Fija y Bonos indexados al DTF), se introducen los parámetros en la ecuación 1.6, de acuerdo a la fecha de

¹⁴⁷ La SFC exige que toda la información se ajuste a los principios de transparencia, integralidad y veracidad, por tal razón no podrá incluirse información sesgada, insuficiente, no verificable, o cualquier otra que pueda inducir a error o confusión, o no permita al mercado en general y a los inversionistas hacerse un juicio fundado y objetivo sobre la entidad. La responsabilidad por el diligenciamiento y remisión de la encuesta, así como por la integralidad y veracidad acerca del contenido de las respuestas, corresponde al representante legal de la entidad emisora.

cada emisión. De esta manera se obtiene la curva que proporciona la ETTI para cada título, de acuerdo a su tipo.

Cuando se presentan varios procesos de emisión de bonos en un mismo año, el diferencial de rendimiento (Diferencial), es calculado como el promedio ponderado de las emisiones, en la ecuación 1.7 se ilustra este cálculo.

$$\text{Diferencial} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{Diferencial}_i * \text{Monto_Emision}_i}{\text{Monto_Emitido}} \quad 1.7$$

Donde:

n: Número de emisiones realizadas durante el año

Diferencial_i: Rendimiento de la i-esima emisión

Monto_Emision_i: Monto de la i-esima emisión

Monto_Emitido: Monto total emitido en el año

3.4 TÉCNICA ECONÓMETRICA

La literatura que hace referencia al estudio de la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de la deuda, usa generalmente, los modelos de regresión como herramienta de análisis. La regresión lineal múltiple estima los coeficientes de la ecuación lineal, con una o más variables independientes, que prediga mejor el valor de la variable dependiente. Usando el modelo de regresión lineal múltiple se pretende analizar la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo (variable dependiente) y el costo de la deuda (Diferencial de rendimiento) proveniente de la emisión de bonos. Para aplicar este modelo se debe tener en cuenta que las variables dependiente e independientes deben ser cuantitativas y en caso de existir variables categóricas, estas han de recodificarse como variables binarias (dummy) o como otros tipos de variables de contraste.

3.4.1 Supuestos del modelo de regresión lineal múltiple. Todos los modelos estadísticos tienen supuestos de distinta naturaleza; para hacer estimaciones mediante un modelo de regresión, se debe asegurar, que los supuestos requeridos se cumplen. El modelo de regresión lineal debe cumplir, los siguientes supuestos¹⁴⁸:

- a) La variable respuesta tiene distribución condicional que es normal, es decir que los residuos deben tener distribución de probabilidad normal.

¹⁴⁸ GUJARATI, Damodar. Econometría. 4 ed. México: Mc Graw Hill, 2003. p 102.

b) La varianza condicional de la variable respuesta debe ser constante, o sea que los residuos tienen varianza constante.

c) Los valores de la variable respuesta deben ser probabilísticamente independientes, es decir, los residuos correspondientes a distintas observaciones no deben estar correlacionados.

El criterio de los mínimos cuadrados se usa para estimar la ecuación de regresión que más se aproxima a la relación lineal entre las variables dependiente e independiente; este criterio usa los datos de la muestra para determinar los valores de los parámetros (β) en la ecuación lineal de regresión que hacen la suma de los residuales al cuadrado (las desviaciones entre los valores observados de la variable independiente y los valores estimados de esa variable) mínima¹⁴⁹. Los estimadores por mínimos cuadrados poseen ciertas propiedades deseables, pero para determinarlas es necesario formular las siguientes suposiciones¹⁵⁰:

a) Se ha seleccionado la forma correcta de la ecuación de regresión; esto implica que cualquier variabilidad en la variable respuesta que no pueda explicarse mediante el empleo de la ecuación, se debe a un error aleatorio.

b) Los datos constituyen una muestra representativa de un medio acerca del cual el investigador desea generalizar.

c) Los valores observados de la variable respuesta no se encuentran estadísticamente correlacionados.

d) La varianza es constante para las observaciones de la variable respuesta.

e) Los puntos de observación o los valores de las variables de predicción son fijos o se seleccionan con anticipación y se miden sin error.

Existen diversos métodos para seleccionar las variables explicativas en un modelo de regresión¹⁵¹: regresión en etapas, regresión en avance o directa, selección hacia atrás, eliminación hacia atrás, eliminación hacia adelante, introducir todas las variables y regresión de subconjuntos óptimos, entre otros. Dado un conjunto de datos con diversas variables independientes posibles, estos métodos pueden usarse para determinar cuáles variables explicativas dan como resultado el mejor

¹⁴⁹ ANDERSON, David; SWEENEY, Dennis y WILLIAMS, Thomas. Estadística para la Administración y Economía. 7 ed. México: Thomson Editores, 1999. p. 624.

¹⁵⁰ CANAVOS, George. Probabilidad y Estadística: Aplicaciones y Metodos. 4 ed. España: Mc Graw Hill, 1988. p. 446.

¹⁵¹ ANDERSON et al. Op. cit., p. 703.

modelo de regresión. Para este caso se ha seleccionado el método introducir, donde todas las variables se introducen en un solo paso. Estas metodologías son complementadas con el uso de criterios estadísticos¹⁵² tales como: cuadrado medio debido al error (MSE), cuadrado medio debido a la regresión (MSR), coeficiente de determinación múltiple (R^2), coeficiente de determinación múltiple ajustado ($AdjR^2$); estos métodos y criterios están disponibles en el software estadístico “SPSS”.

Es importante resaltar que el objetivo de este estudio es identificar la relación existente entre el costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y no la selección de un modelo de regresión que aproxime el comportamiento del costo de la deuda, teniendo en cuenta esto, el análisis de los modelos de regresión se basa en la determinación de la significancia individual (prueba t) en cada una de las variables. Para ello se analizan los modelos de regresión en dos escenarios; en el primero se introducen únicamente como variables explicativas las relacionadas con gobierno corporativo, posteriormente en un segundo escenario se adicionan las demás variables de control.

La multicolinealidad es un problema muestral y no existen contrastes estadísticos que sean aplicables para su detección. En su lugar, se han desarrollado numerosas reglas prácticas que tratan de determinar en qué medida la multicolinealidad afecta gravemente a la estimación y contraste de un modelo; estas reglas no son siempre fiables, siendo en algunos casos muy discutibles¹⁵³. En este documento se usan dos procedimientos para detectar la presencia de multicolinealidad, debido a que estos presentan mayor soporte en la literatura econométrica actual: (i) el factor de inflación de la varianza (FIV); (ii) el número de condición. Belsley¹⁵⁴ propone usar conjuntamente los índices de condición y la proporción de descomposición de varianza para realizar el diagnóstico de colinealidad. Para ello, se usa como umbral de proporción alta 0.5 de modo que, finalmente, dicho diagnóstico se hará como sigue: Los índices de condición altos (mayores que 30) indican el número de colinealidades y la magnitud de los mismos mide su importancia relativa. Si un componente tiene un índice de condición mayor que 30 y dos o más variables tienen una proporción de varianza alta, esas variables son colineales.

¹⁵² VECINO, Carlos. Foreign Direct Investment in Latin América. Colombia: Publicaciones UIS, 2007. p.73.

¹⁵³ Universidad de Valencia. Multicolinealidad. [en línea]. [consultado 23 julio 2011]. Disponible en <<http://www.uv.es/uriel/material/multicolinealidad3.pdf>>

¹⁵⁴ Belsley, David. Conditioning Diagnostics: Collinearity and Weak Data in Regression. New York: John Wiley & Sons. 1991, Citado por Hospital Universitario Ramón y Cajal. El problema de la colinealidad. [en línea]. [consultado 29 agosto 2011]. Disponible en <http://www.hrc.es/bioest/Reglin_15.html#Bels>

Finalmente, la presencia e influencia de valores extremos es estudiada mediante los estadísticos DFFITS. Los valores DFFITS proporcionan el cambio ocasionado en el ajuste si se elimina este valor. Se seleccionan como datos atípicos influyentes, los valores que satisfagan la siguiente ecuación:

$$DFFITS > 2 \sqrt{\frac{k+1}{n}} \quad 1.8$$

Donde k es el número de variables explicativas y n es el número de casos que componen la muestra.

3.4.2 El modelo planteado. Tomando como base los modelos utilizados por Byun¹⁵⁵ y Klock et al.¹⁵⁶, se usan tres modelos básicos de regresión para realizar el análisis de las posibles relaciones entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de emisión de títulos de deuda en las empresas listadas en la BVC; estos modelos se presentan en las ecuaciones 1.9, 2.0 y 2.1. El análisis de regresión se realiza, utilizando los tres niveles de la estructura del *IGCCP*, es decir, se incorporan como variables explicativas cada uno de estos niveles. Mediante el modelo 1.9 se estudia el comportamiento del costo de la deuda, considerando como variable explicativa el índice de gobierno corporativo (*IGCCP*). En el modelo 2.0 se incluyen como variables explicativas los cuatro subíndices de gobierno corporativo. Finalmente, el modelo 2.1 incluye como variables explicativas los subíndices específicos de gobierno corporativo.

$$\begin{aligned} \text{Diferencial} = & \alpha + \beta_1 \text{IGCCP} + \beta_2 \text{Tamaño} + \beta_3 \text{Endeudamiento} + \beta_4 \text{ROA} \\ & + \beta_5 \text{Cventas} + \beta_6 \text{Rating_Dummy} + \varepsilon \end{aligned} \quad 1.9$$

$$\begin{aligned} \text{Diferencial} = & \alpha + \beta_1 \text{Sasamblea} + \beta_2 \text{Sjunta} + \beta_3 \text{Srevelación} \\ & + \beta_4 \text{Scontroversias} + \beta_5 \text{Tamaño} + \beta_6 \text{Endeudamiento} \\ & + \beta_7 \text{ROA} + \beta_8 \text{Cventas} + \beta_9 \text{Rating_Dummy} + \varepsilon \end{aligned} \quad 2.0$$

$$\begin{aligned} \text{Diferencial} = & \alpha + \beta_1 \text{Econvocatoria} + \beta_2 \text{Ecelebración} + \beta_3 \text{Ederechos} \\ & + \beta_4 \text{Eestructura} + \beta_5 \text{Edeberes} + \beta_6 \text{Ecomités} \\ & + \beta_7 \text{Esolicitudes} + \beta_8 \text{Einformación} + \beta_9 \text{Erevisor} \\ & + \beta_{10} \text{Econtroversias} + \beta_{11} \text{Tamaño} + \beta_{12} \text{Endeudamiento} \\ & + \beta_{13} \text{ROA} + \beta_{14} \text{Cventas} + \beta_{15} \text{Rating_Dummy} + \varepsilon \end{aligned} \quad 2.1$$

¹⁵⁵ BYUN, The cost of debt capital and corporate governance practices, Op. cit., p. 765-806.

¹⁵⁶ KLOCK et al. Op. cit., p. 693-719.

3.4.3 Definición de las variables incluidas en el modelo. El comportamiento del costo de la deuda en relación con la aplicación de prácticas de gobierno corporativo es estudiado en los tres modelos planteados mediante las siguientes variables:

Variable dependiente

Diferencial: Diferencia entre el rendimiento ofrecido por el emisor y el rendimiento al vencimiento de un bono del tesoro con duración similar.

Variables explicativas

IGCCP: Índice de gobierno corporativo Código País, se compone de cuatro subíndices de gobierno corporativo (*Sasamblea*, *Sjunta*, *Sdivulgación*, *Scontroversias*).

Sasamblea: Subíndice de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con la asamblea general de accionistas, se compone de tres subíndices específicos de gobierno corporativo (*Econvocatoria*, *Ecelebración* y *Ederechos*).

Sjunta: Subíndice de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con la junta directiva, se compone de tres subíndices específicos de gobierno corporativo (*Eestructura*, *Edeberes* y *Ecomités*).

Srevelación: Subíndice de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con revelación de información financiera y no financiera, se compone de tres subíndices específicos de gobierno corporativo (*Esolicitudes*, *Einformación* y *Erevisor*).

Scontroversias: Subíndice de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con resolución de controversias, se compone de un subíndice específico de gobierno corporativo (*Econtroversias*).

Econvocatoria: Subíndice específico de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con la convocatoria de la asamblea general de accionistas.

Ecelebración: Subíndice específico de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con la celebración de la asamblea general de accionistas.

Ederechos: Subíndice específico de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con los derechos y trato equitativo de los accionistas.

Eestructura: Subíndice específico de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con el tamaño, conformación y funcionamiento de la junta directiva.

Edeberes: Subíndice específico de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con los deberes y derechos del miembro de la junta directiva.

Ecomités: Subíndice específico de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con los comités de apoyo.

Esolicitudes: Subíndice específico de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con solicitud de información por parte de los accionistas.

Einformación: Subíndice específico de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con divulgación de información al mercado.

Erevisor: Subíndice específico de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con el revisor fiscal.

Econtroversias: Subíndice específico de gobierno corporativo para las medidas relacionadas con métodos usados para la resolución de controversias.

Variables de control. Para investigar la relación entre el costo de capital proveniente de títulos de deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, se usan dos clases de variables de control: (i) variables relacionadas con la empresa; y (ii) variables relacionadas con el título emitido. Las mediciones relacionadas con la empresa incluyen información sobre el tamaño, nivel de endeudamiento, nivel de rentabilidad y crecimiento en ventas de la empresa. Las mediciones relacionadas con el título incluyen información relacionada con la calificación crediticia. Los valores de estas variables de control se obtienen de los estados financieros, publicados por los emisores en el registro nacional de valores y emisores. Las variables de control son las siguientes:

Tamaño: Tamaño de la empresa. Medido como el logaritmo natural de los activos totales.

Endeudamiento: Nivel de endeudamiento de la empresa, es medido como el logaritmo natural del índice de apalancamiento a largo plazo para los activos totales.

ROA: Rentabilidad de la empresa, índice de rentabilidad sobre activos, calculado como los beneficios de la empresa después de impuestos dividido por su activo total.

Cventas: Crecimiento de las ventas de la empresa, porcentaje de cambio en las ventas de los tres años anteriores a la emisión.

Rating_Dummy : Calificación crediticia del título emitido, variable dummy que representa las dos categorías de bonos emitidos (AAA, AA+), toma valor de 1,

cuando el título emitido es calificado AAA por las agencias de calificación de riesgo, y valor de 0 (cero), en el caso que el título sea de calificación AA+.

4. RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN

Esta sección tiene como objetivo, mostrar los resultados obtenidos en la investigación; para ello se divide esta sección en tres partes. En la primera se hace una caracterización del mercado de renta fija privada y de la muestra. En la segunda parte se muestra el estado actual de la aplicación de las prácticas de gobierno corporativo, incluidas en el Código País, para los emisores de títulos de renta fija en Colombia. Finalmente, en la tercera parte se muestran los resultados del análisis de la aplicación de estas prácticas y su relación con el costo del capital proveniente de emisión de títulos de deuda.

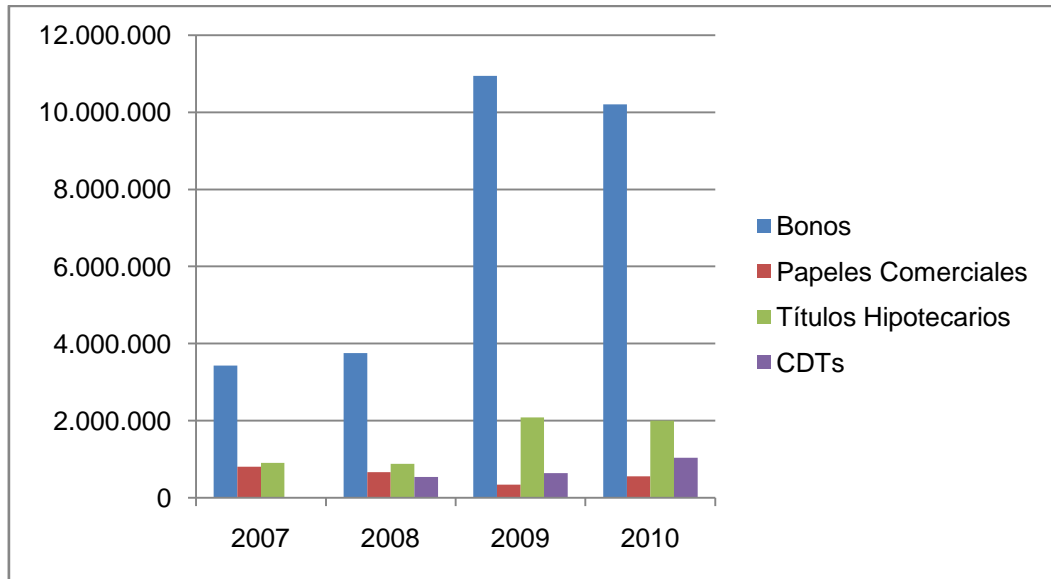
4.1 CARACTERIZACIÓN DEL ENTORNO DE ESTUDIO

4.1.1 El mercado de renta fija privada. En Colombia el mercado de renta fija privada se compone, básicamente de cuatro instrumentos: Bonos, Papeles Comerciales, Títulos Hipotecarios y CDTs¹⁵⁷. En la gráfica 4.1 se muestra la evolución de este mercado durante el periodo analizado en esta investigación.

En general, el mercado de renta fija privada muestra un crecimiento positivo en las cuatro clases de títulos emitidos. La emisión de renta fija privada pasó de 5.14 billones de pesos en el 2007 a 13.79 billones de pesos en el 2010, presentando un crecimiento de 268%. Los bonos son el instrumento más utilizado por los emisores de renta fija privada; estos representan el 73% (28.3 billones de pesos) del total de las emisiones realizadas entre el 2007 y 2010, en contraste con las emisiones de CDTs, las cuales representan el 5,7% del total de emisiones. En el 2007 se realizaron emisiones de bonos por 3.43 billones de pesos, alcanzando un crecimiento cercano a 804% en el periodo analizado; en el 2010 se emitieron bonos por 10.2 billones de pesos. En la gráfica 4.2 se muestra la participación porcentual para cada instrumento.

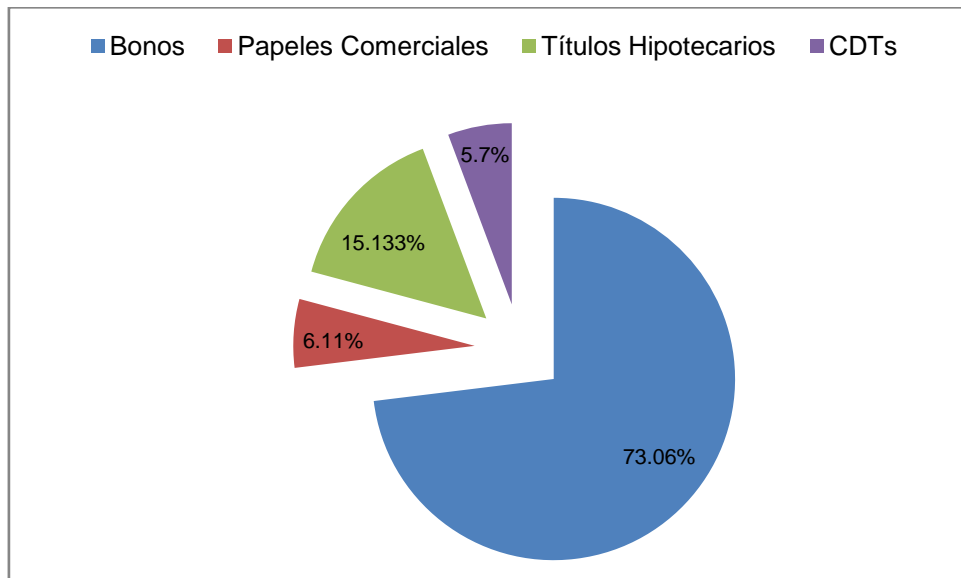
¹⁵⁷ Los papeles comerciales son valores cuyo plazo está limitado entre quince (15) días y un (1) año, su emisión no le es permitida a los patrimonios autónomos, el monto no debe ser inferior a dos mil (2.000) salarios mínimos mensuales, los recursos obtenidos no podrán ser utilizados en la realización de actividades propias de los establecimientos de crédito ni a la adquisición de acciones o bonos convertibles en acciones. El CDT (Certificado de Depósito a Término) es un título valor que emite un banco a un cliente que ha hecho un depósito de dinero con el propósito de constituir el CDT. Se hace por un plazo o término de tiempo determinado que debe ser como mínimo de 30 días y es redimible o reembolsable sólo en los plazos y términos pactados al momento de constituir el CDT. Los Títulos hipotecarios, son títulos valores que pueden ser de participación y contenido crediticio, emitidos por medio de procesos de titularización llevados a cabo por los establecimientos de crédito y otras entidades que generen crédito hipotecario.

Gráfica 4.1 Evolución del mercado de renta fija en el periodo 2007-2010



Fuente: Cálculos del autor a partir de información suministrada por la Bolsa de Valores de Colombia

Gráfica 4.2 Participación de los bonos en el mercado de renta fija privada

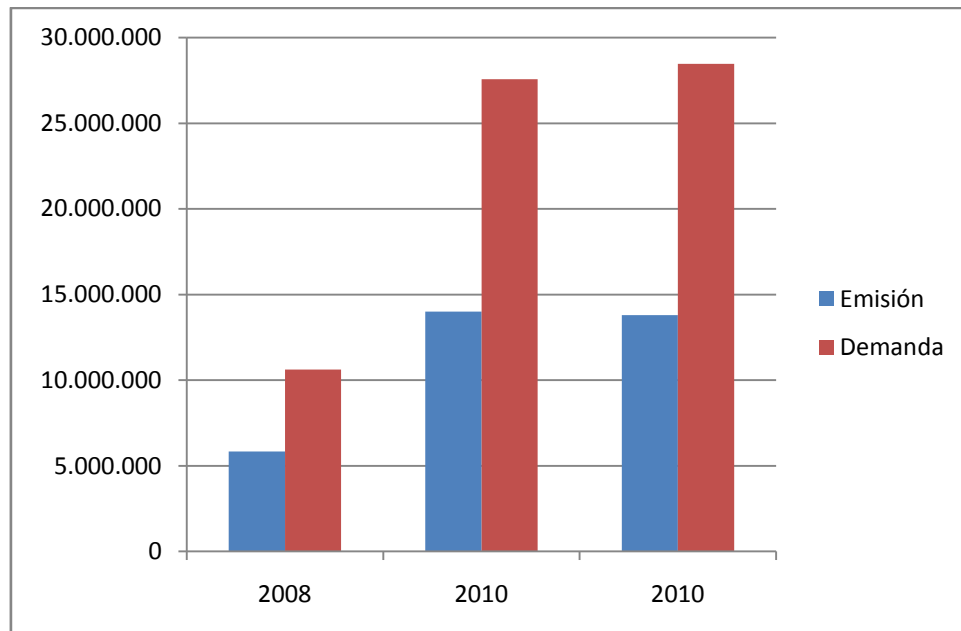


Fuente: Cálculos del autor a partir de información suministrada por la Bolsa de Valores de Colombia

Los títulos de renta fija privada en Colombia se caracterizan por un alto nivel de demanda, como se muestra en la gráfica 4.3. En el 2008 se emitieron títulos por

5.8 billones de pesos. En este año el mercado demandó 1.82 veces esta cifra. La relación entre el monto emitido y el monto demandado, crece a 2.06 veces en el 2010; esto muestra que el mercado de renta fija en Colombia es un mercado ávido de títulos.

Gráfica 4.3 Demanda por títulos de renta fija privada en Colombia

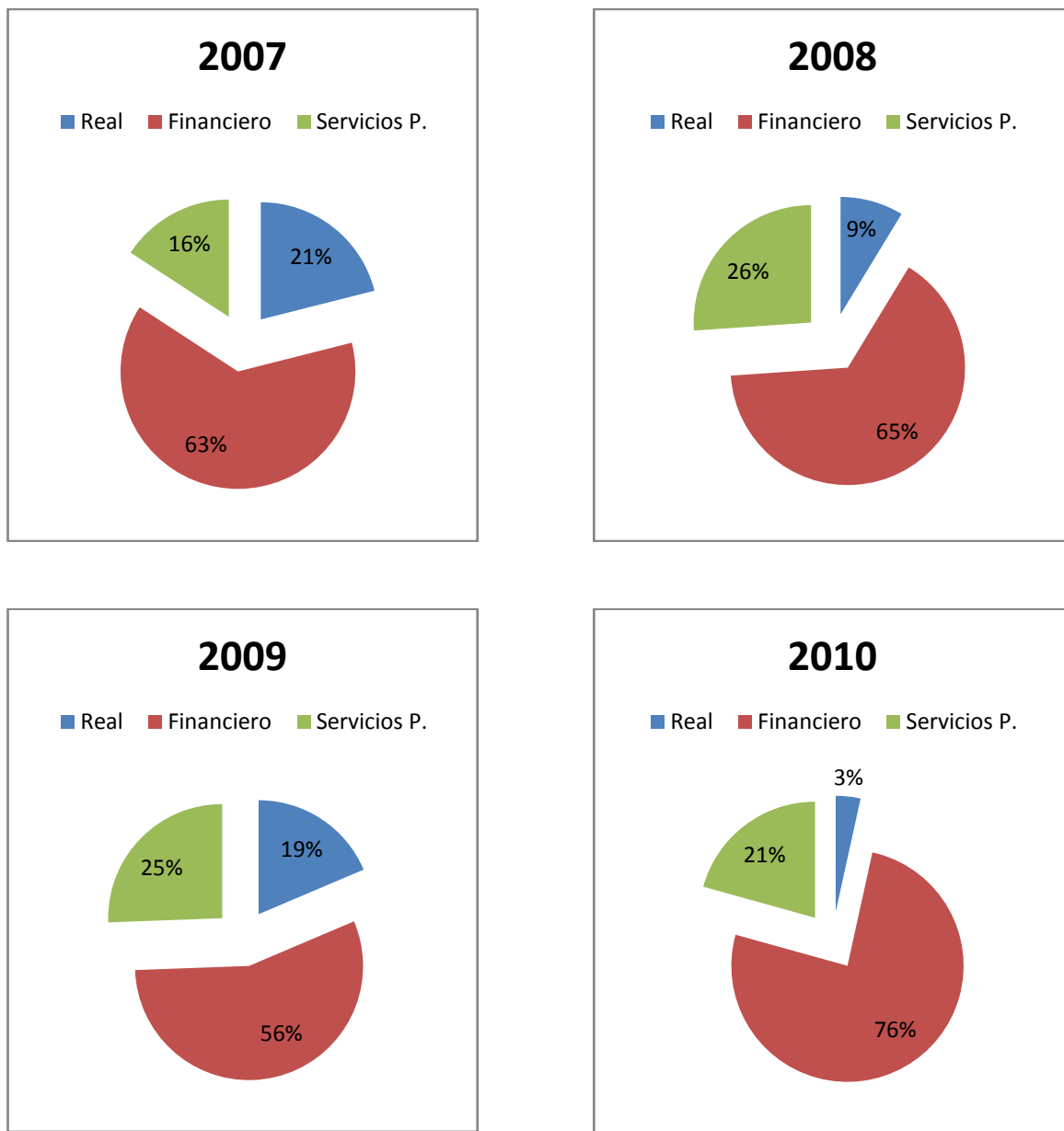


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

4.1.2 Descripción de la muestra. La muestra estudiada comprende 72 procesos de emisión de bonos, realizados por 38 emisores de valores; estos procesos de emisión comprenden 114 emisiones de bonos¹⁵⁸, distribuidas de la siguiente forma: 19 emisiones en el 2007, 23 en el 2008, 43 en el 2009 y 29 en el 2010. Con el objetivo de encontrar comportamientos comunes en la muestra, se han clasificado las empresas en tres grupos: (i) empresas del sector real; (ii) entidades financieras; y (iii) empresas de servicios públicos. En la gráfica 4.4 se muestra que las entidades financieras son quienes emiten mayor cantidad de títulos de renta fija privada en el mercado colombiano; esta situación contrasta con las emisiones realizadas por las empresas del sector real, quienes usan en menor medida los bonos como alternativa de financiación. Del total de emisiones, 13.2% son realizadas por empresas del sector real, 64% por entidades financieras y 22.8% son emisiones de empresas prestadoras de servicios públicos.

¹⁵⁸ Estas 114 emisiones hacen referencia a las tres clases de bonos estudiados (bonos indexados al DTF, bonos indexados al IPC, bonos con Tasa Fija).

Gráfica 4.4 Participación en las emisiones por sector y año



Fuente: El autor

Las empresas estudiadas usan como primera alternativa de emisión, los bonos indexados al IPC¹⁵⁹; estos representan el 51.8% del total de las emisiones. Los bonos indexados al DTF corresponden al 30.7% de las emisiones y los bonos con

¹⁵⁹ Los bonos indexados al IPC constituyen una especie de seguro frente a los cambios en la tasa de interés real. Esto hace que los inversionistas y empresas prefieran este tipo de instrumento.

tasa fija tienen una participación del 17.5%. En la tabla 4.1 se muestra la participación de cada clase de bono durante el periodo de estudio.

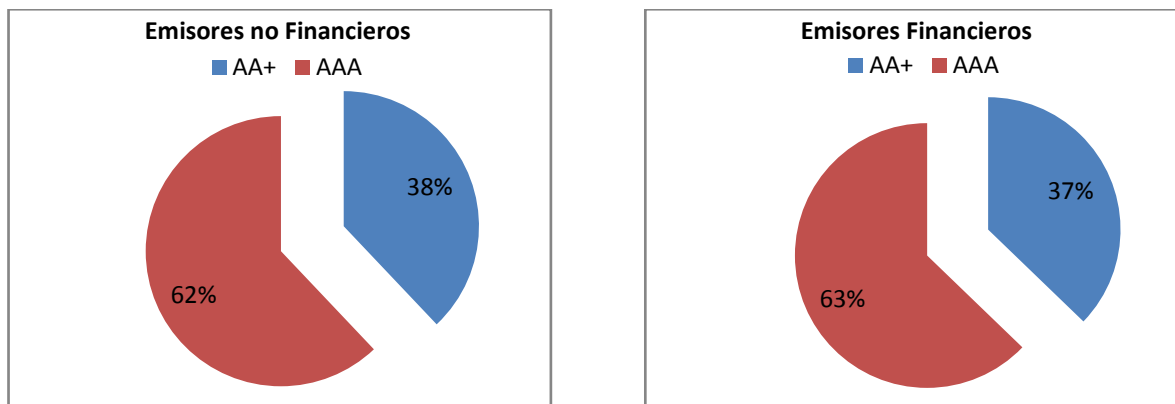
Tabla 4.1 Distribución de las emisiones de acuerdo a la clase de bono emitido

	2007		2008		2009		2010		2007-2010	
	%	Emisiones	%	Emisiones	%	Emisiones	%	Emisiones	%	Emisiones
Tasa Fija	5.3	1	21.7	5	27.9	12	6.9	2	17.5	20
IPC	42.1	8	43.5	10	51.2	22	65.5	19	51.8	59
DTF	52.6	10	34.8	8	20.9	9	27.6	8	30.7	35
Total de emisiones		19		23		43		29		114
Procesos de Emisión		15		11		24		22		72

Fuente: El autor

4.1.3 Calificación crediticia de los bonos emitidos. En la gráfica 4.5 se presenta la participación de los emisores de acuerdo a la clasificación del título emitido.

Gráfica 4.5 Calificación crediticia de acuerdo a la clase de emisor



Fuente: El Autor

Las agencias calificadoras de riesgo¹⁶⁰, desempeñan un papel importante en el mercado de valores; estas agencias otorgan diferentes grados de calificación, de acuerdo al nivel de riesgo de cada emisor. En el mercado de valores colombiano,

¹⁶⁰ Las agencias calificadoras de riesgo son compañías especializadas que se dedican fundamentalmente a analizar las emisiones de renta fija, con el fin de evaluar la certeza de pago puntual y completo de capital e intereses de las emisiones, así como la existencia legal, la situación financiera del emisor y la estructura de la emisión, para establecer el grado de riesgo de esta última. Ver: RESTREPO, Francisco; MANTILLA, Gabriel y HOLGUÍN, Darinel. Calificación del riesgo en el mercado de capitales colombiano. 2009, 72 p. Tesis (Especialización). Universidad de Medellín. Departamento de Ciencias Sociales y Humanas.

durante el periodo estudiado, solo se emitieron bonos con calificación AAA y AA+; las dos máximas calificaciones posibles, de acuerdo al riesgo del instrumento. Estas calificaciones indican que en el mercado colombiano, los emisores de bonos son empresas con solvencia financiera, lo cual, les permite cumplir las obligaciones contraídas con los inversionistas; prácticamente no presentan riesgo de incumplimiento en las emisiones. La mayoría de los emisores ofrecen al mercado títulos con calificación AAA; 74 emisiones corresponden a bonos con calificación AAA y 40 emisiones son bonos con calificación AA+. De otra parte, prácticamente no existe diferencia entre la clase del emisor y la calificación del título emitido, el 63% de los bonos emitidos por las instituciones financieras son AAA, mientras que en los emisores del sector real y de servicios públicos es de 62%.

4.2 APLICACIÓN DE LAS MEDIDAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

4.2.1 Aplicación general de las medidas incluidas en el Código País. En la tabla 4.2 del Anexo C se muestra el nivel general de la aplicación de las prácticas de gobierno corporativo del Código País, de acuerdo a la clase de emisor. Los resultados muestran que los niveles de cumplimiento de las medidas de gobierno corporativo del Código País, difieren dependiendo de la clase del emisor. Aunque en términos generales, las medidas con los mayores y menores niveles de cumplimiento son las mismas en los dos grupos de emisores, se presentan diferencias significativas en cuanto al orden y porcentaje de cumplimiento en cada medida. Para el caso de los emisores del sector real y de servicios públicos se encuentra que la medida con el más bajo nivel de cumplimiento es la medida 30; esto se debe a que no existen procedimientos que definan como se pueden solicitar auditorías especializadas por parte de los accionistas.

De otra parte, en los emisores de carácter financiero, la medida 25 es la que presenta el nivel más bajo de cumplimiento en todos los años del periodo analizado; en el 2008 alcanza el máximo nivel de cumplimiento, siendo cumplida solo por el 28.6% de los emisores del sector financiero; este bajo nivel de cumplimiento, se debe a la inexistencia de un comité de apoyo en materia de gobierno corporativo; el artículo 45 de la ley 964 de 2005 exige que se conforme un comité de auditoría, más no reglamenta nada acerca de otros comités de apoyo. Las funciones que en menor medida son asumidas por el comité de gobierno corporativo son las de informar acerca del desempeño del comité de auditoría y la de supervisar la política de remuneración de la administración, aunque las empresas manifiestan que estas funciones son asumidas directamente por los miembros de la junta directiva.

Se encuentra que el área más crítica en cuanto al cumplimiento de las medidas de gobierno corporativo del Código País está relacionada con los comités de apoyo y las funciones que estos deberían cumplir en materia de auditoría, gobierno corporativo, y nombramientos y retribuciones. Otra área crítica común a

los dos grupos de emisores es la divulgación de información al mercado, relacionada con la retribución económica que perciben los miembros de la junta directiva, el representante legal, el revisor fiscal, los asesores externos y las auditorías especializadas; los emisores en su mayoría argumentan condiciones de seguridad para no revelar este tipo de información. En la tabla 4.3 se resumen las medidas con menores indicadores de cumplimiento para los dos grupos de emisores.

Tabla 4.3 Resumen de las medidas de gobierno corporativo con más bajos niveles de cumplimiento de acuerdo a la clase de emisor

Panel A. Emisores no Financieros

Medida 30. Se recomienda el establecimiento de un procedimiento que, con el fin de garantizar la protección de los accionistas, precise: (i) el porcentaje accionario a partir del cual se puede solicitar auditorías especializadas; (ii) las razones por las cuales se definió dicho porcentaje; (iii) los requisitos de la solicitud de auditoría especializada; (iv) a quién corresponde su práctica y cómo se procede a su designación; (v) quién debe asumir el costo de la auditoría especializada; y (vi) plazos precisos para cada una de las etapas o pasos del procedimiento.

Medida 25. Se recomienda la creación de un comité de gobierno corporativo, que tendrá entre otras funciones y sin limitarse a ellas, apoyar a la junta directiva en los siguientes temas: (i) propender por que los accionistas y el mercado en general, tengan acceso de manera completa, veraz y oportuna a la información del emisor que deba revelarse; (ii) informar acerca de las actividades desarrolladas por el comité de auditoría; (iii) revisar y evaluar la manera en que la junta directiva dio cumplimiento a sus deberes durante el período; (iv) monitorear las negociaciones realizadas por miembros de la junta con acciones emitidas por la compañía o por otras compañías del mismo grupo; (v) supervisar el cumplimiento de la política de remuneración de administradores; y (vi) las demás acordes con la naturaleza del objetivo del comité.

Medida 24. Se recomienda la creación de un comité de nombramientos y retribuciones, que tendrá entre otras funciones y sin limitarse a ellas, apoyar a la junta directiva en los siguientes temas: (i) revisar el desempeño de la alta gerencia, entendiendo por ella al presidente y a los funcionarios del grado inmediatamente inferior; (ii) proponer una política de remuneraciones y salarios para los empleados del emisor, incluyendo la alta gerencia; (iii) proponer el nombramiento y remoción del presidente de la compañía o quien haga sus veces, así como su remuneración; (iv) proponer los criterios objetivos por los cuales el emisor contrata a sus principales ejecutivos; y (v) las demás acordes con la naturaleza del objetivo del comité.

Medida 32. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado las políticas generales aplicables a la remuneración y a cualquier beneficio económico que se conceda a los miembros de la junta directiva, el representante legal, el revisor fiscal, los asesores externos y las auditorías especializadas.

Tabla 4.3 Continuación...

Panel A. Emisores no Financieros
Medida 26. Se recomienda que el comité de auditoría contemple entre sus funciones: (i) emitir concepto, mediante un informe escrito, respecto de las posibles operaciones que se planean celebrar con vinculados económicos, para lo cual deberá verificar que las mismas se realicen en condiciones de mercado y que no vulneran la igualdad de trato entre los accionistas; (ii) establecer las políticas, criterios y prácticas que utilizará el emisor en la construcción, revelación y divulgación de su información financiera; y (iii) definir mecanismos para consolidar la información de los órganos de control del emisor para la presentación de la información a la junta directiva.
Medida 23. Se recomienda que, en adición al comité de auditoría exigido legalmente, el emisor conforme otros comités permanentes que se ocupen de temas particulares, específicamente de temas de nombramientos y retribuciones y gobierno corporativo, dichos comités se conformarán con al menos un miembro de la junta directiva.
Panel B. Emisores Financieros
Medida 25.
Medida 32.
Medida 26.
Medida 24.
Medida 40. El emisor deberá adoptar las medidas necesarias para informar a sus accionistas del procedimiento jurisdiccional con que cuentan para hacer efectiva la protección de sus derechos ante la SFC.
Medida 30.

Fuente: El autor

De otra parte, se encuentra un grupo de medidas que son cumplidas por la totalidad de los emisores en el periodo analizado. En la tabla 4.4 se presenta un resumen de estas medidas. Específicamente, en la medida 12, se encuentra que las empresas tienen juntas directivas conformadas por 5, 7 y 9 miembros. El cumplimiento de esta medida se debe en parte a que está reglamentada en el artículo 44 de la ley 964 de 2005; en esta ley se exige que la junta directiva de los emisores de valores, este conformada por un mínimo de cinco (5) y un máximo de diez (10) miembros principales. El nivel de cumplimiento en la medida 5 muestra que siempre que se realiza un proceso de segregación¹⁶¹, este es aprobado por la

¹⁶¹ Se entiende por segregación o escisión impropia, la operación mediante la cual una sociedad, que se denomina “segregante”, destina una o varias partes de su patrimonio a la constitución de

asamblea general de accionistas. Es posible que este porcentaje de cumplimiento se deba a la poca frecuencia con que se presenta este tipo de procesos en el mercado colombiano. Los resultados muestran que para designar al presidente de la empresa, se tienen en cuenta los requisitos exigidos para ello (trayectoria profesional, formación académica y experiencia). En el caso de la medida 37, los buenos resultados se deben a que los emisores designan como revisor fiscal a las grandes firmas de auditoría presentes en Colombia, entre ellos: Deloitte and Touche Ltda, Price Waterhouse Coopers Colombia, KPMG Ltda, Ernst and Young Audit Ltda.

Tabla 4.4 Medidas cumplidas por la totalidad de los dos grupos de emisores

Medida 12. Se recomienda que la junta directiva sea conformada por un número impar de miembros.

Medida 5. Se recomienda que en caso de realizarse una segregación, ésta deba ser aprobada por la asamblea general de accionistas.

Medida 15. Se recomienda que la designación como director recaiga únicamente sobre aquellas personas que cumplan con los requisitos de trayectoria profesional, formación académica y de experiencia, para el mejor desarrollo de sus funciones.

Medida 17. Se recomienda que los directores informen a la junta directiva, las relaciones, directas o indirectas, que mantengan entre ellos, o con el emisor, o con proveedores, o con clientes o con cualquier otro grupo de interés de las que pudieran derivarse situaciones de conflicto de interés o influir en la dirección de su opinión o voto.

Medida 37. Se recomienda no designar como revisor fiscal a personas o firmas que hayan recibido ingresos de la compañía y/o de sus vinculados económicos, que representan el veinticinco por ciento (25%), o más de sus últimos ingresos anuales.

Fuente: El autor

La independencia de los miembros de la junta directiva es una de las medidas consideradas como importante a nivel de gobierno corporativo. En el Código País, esta práctica se evalúa en la medida 16, donde se recomienda que la mayoría de los miembros de la junta directiva sean independientes. Esta medida presenta mayores niveles de cumplimiento en los emisores del sector financiero; en el 2010 alcanza un cumplimiento de 93.3%. Para el caso de los emisores del sector real y del sector de servicios públicos, este nivel de cumplimiento es 71.4% en este mismo año. Estos resultados son un poco atípicos, debido a que la ley 964 de 2005

una o varias sociedades o al aumento de capital de sociedades ya existentes, que se denominarán “beneficiarias”. Como contraprestación, la sociedad segregante recibe acciones, cuotas o partes de interés en las sociedades beneficiarias.

solo exige que el 25% de los miembros de la junta directiva de los emisores de valores tenga la calidad de independiente¹⁶².

4.2.2 Resultados de la medición del IGCCP. Aunque los resultados generales de la medición de gobierno corporativo a través del *IGCCP* no son los mejores, se puede observar una tendencia de mejoramiento en los niveles de aplicación de las prácticas de gobierno corporativo en los dos grupos de emisores considerados; estos resultados indican que los emisores de valores están concediendo mayor importancia a las medidas de gobierno corporativo definidas en el Código País. En promedio los emisores del sector real y de servicios públicos muestran mejores índices de gobierno corporativo, comparado con los emisores financieros. La media del *IGCCP* en el 2010 para los emisores no financieros es 35.8, mientras que en los emisores financieros es de 31.8. La variabilidad de la muestra es mayor en los emisores financieros; esto muestra que los emisores del sector real y de servicios públicos han venido disminuyendo la distancia existente entre los mejor calificados y los peor calificados en materia de gobierno corporativo. En la tabla 4.5 se muestran los principales estadísticos descriptivos para el índice de gobierno corporativo en los dos grupos de emisores, además de la media para los subíndices y subíndices específicos de gobierno corporativo.

Tabla 4.5 Resultados de la medición de gobierno corporativo con el IGGCP

	Emisores no Financieros				Emisores Financieros			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
IGCCP								
Mínimo	18.6	26.2	17.1	29.7	22.1	23.7	22.2	21.8
Media	27.4	32.3	32.6	35.8	29.7	32.1	31.7	31.8
Moda	18.6	26.2	35.6	29.7	22.1	23.7	22.2	21.8
Mediana	27.5	33.5	34.6	36.5	29.0	32.3	31.6	31.8
Máximo	35.1	36.0	40.0	40.0	37.8	38.3	39.6	40.3

¹⁶² De acuerdo a la ley 964 de 2005 es independiente, aquella persona que en ningún caso sea: 1) Empleado o directivo del emisor o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, incluyendo aquellas personas que hubieren tenido tal calidad durante el año inmediatamente anterior a la designación, salvo que se trate de la reelección de una persona independiente; 2) Accionistas que directamente o en virtud de convenio dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto de la entidad o que determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma; 3) Socio o empleado de asociaciones o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría al emisor o a las empresas que pertenezcan al mismo grupo económico del cual forme parte esta, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos, el veinte por ciento (20%) o más de sus ingresos operacionales; 4) Empleado o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos importantes del emisor. Se consideran donativos importantes aquellos que representen más del veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución; 5) Administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del emisor; y 6) Persona que reciba del emisor alguna remuneración diferente a los honorarios como miembro de la junta directiva, del comité de auditoría o de cualquier otro comité creado por la junta directiva.

Tabla 4.5 Continuación...

	Emisores no Financieros				Emisores Financieros			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
ÍGCCP								
D Estándar	5.9	4.4	6.1	3.9	6.6	6.1	6.1	6.6
Cv(%)	21.53	13.62	18.71	10.89	22.22	19.00	19.24	20.75
Percentil 25	23.5	29.0	30.4	31.6	23.5	24.3	26.3	25.9
Percentil 75	32.2	35.6	35.8	39.9	36.2	37.6	37.6	39.0
Media Subíndices								
Sasamblea	8.2	9.5	9.6	10.3	7.9	9.1	9.4	9.1
Sjunta	8.6	11.4	11.5	13.3	10.6	11.2	11.4	11.3
Srevelación	9.2	10.4	10.2	10.7	10.2	10.5	9.7	10.1
Scontroversias	1.4	1.0	1.3	1.6	1.0	1.3	1.2	1.3
Media Subíndices Específicos								
Econvocatoria	2.8	3.6	3.5	3.6	3.0	3.5	3.6	3.2
Ecelebración	3.5	3.3	3.5	3.7	2.9	3.4	3.5	3.4
Ederechos	1.8	2.7	2.6	2.9	2.0	2.2	2.3	2.6
Eestructura	3.7	4.8	5.1	5.8	4.7	5.1	5.1	5.4
Edeberes	3.8	4.5	4.4	4.6	4.1	4.2	4.4	4.3
Ecomités	1.1	2.0	2.0	2.8	1.7	1.8	1.9	1.6
Esolicitudes	3.4	3.3	3.3	3.4	3.6	3.6	3.5	3.5
Einformación	3.5	4.6	4.3	4.5	4.3	4.5	4.0	4.1
Erevisor Fiscal	2.3	2.5	2.6	2.8	2.3	2.4	2.2	2.4
Econtroversias	1.4	1.0	1.3	1.6	1.0	1.3	1.2	1.3

Fuente: El autor

4.2.3 Nivel de aplicación de las medidas del Código País a partir de los subíndices y subíndices específicos de gobierno corporativo. Los subíndices de gobierno corporativo, *Sasamblea* y *Scontroversias* presentan mayores niveles de cumplimiento en los emisores no financieros, situación contrario se encuentra en los subíndices de gobierno corporativo *Sjunta* y *Srevelación*, donde la tendencia es favorable para los emisores financieros. Esto indica que las instituciones financieras conceden mayor importancia a su junta directiva y a la revelación de información financiera y no financiera, mientras que las empresas del sector real, consideran más importantes sus accionistas y los procesos de resolución de controversias. Sin embargo, es común a los dos grupos la tendencia creciente en los cuatro subíndices a lo largo del periodo de estudio.

El subíndice que evalúa el cumplimiento de las medidas, relacionadas con la asamblea general de accionistas (*Sasamblea*), presenta los mejores niveles de cumplimiento, dentro de los cuatro subíndices que componen el índice de gobierno

corporativo. En el 2010 alcanza un cumplimiento de 93.64% en los emisores no financieros y 82.73% en los emisores financieros.

El subíndice de gobierno corporativo que evalúa el cumplimiento de las medidas, relacionadas con la revelación de información financiera y no financiera (*Srevelación*), muestra un cumplimiento de 82.31% en el 2010 para los emisores no financieros y 77.69% en las instituciones financieras. Aunque este subíndice presenta buenos resultados, estos no se deben principalmente a políticas de revelación de información; de los tres subíndices específicos que conforman el subíndice, *Srevelación* es el que presentan los menores niveles de cumplimiento, a pesar de la reglamentación existente en el decreto 3139 de 2006, donde se hace énfasis en el tipo de información que se considera relevante y por lo tanto debe ser publicada, aún hacen falta esfuerzos en materia de divulgación de información útil para los accionistas y el mercado en general que no encuentra reglamentada en este decreto. Los emisores tienen la obligación de divulgar información referente a: la situación de la empresa en el área financiera, contable, jurídica, comercial, laboral, momentos de crisis y emisiones de valores. Los resultados del nivel de cumplimiento para cada índice y subíndice específico se muestran en la tabla 4.6.

Tabla 4.6 Nivel de cumplimiento del Código País por subíndices y subíndices específicos

	Emisores no Financieros				Emisores Financieros			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Sasamblea	74.55	86.36	87.27	93.64	71.82	82.73	85.45	82.73
Econvocatoria	70.00	90.00	87.50	90.00	75.00	87.50	90.00	80.00
Ecelebración	87.50	82.50	87.50	92.50	72.50	85.00	87.50	85.00
Ederechos	60.00	90.00	86.67	96.67	66.67	73.33	76.67	86.67
Sjunta	58.45	75.83	80.57	91.63	74.25	80.57	80.57	85.31
Eestructura	58.45	75.83	80.57	91.63	74.25	80.57	80.57	85.31
Edeberes	81.37	96.36	94.22	98.50	87.79	89.94	94.22	92.08
Ecomités	27.50	50.00	50.00	70.00	42.50	45.00	47.50	40.00
Srevelación	70.77	80.00	78.46	82.31	78.46	80.77	74.62	77.69
Esolicitudes	85.00	82.50	82.50	85.00	90.00	90.00	87.50	87.50
Einformación	58.33	76.67	71.67	75.00	71.67	75.00	66.67	68.33
Erevisor Fiscal	76.67	83.33	86.67	93.33	76.67	80.00	73.33	80.00
Scontroversias	70.00	50.00	65.00	80.00	50.00	65.00	60.00	65.00
Econtroversias	70.00	50.00	65.00	80.00	50.00	65.00	60.00	65.00

Fuente: El autor

Finalmente, el subíndice que mide el nivel de aplicación de medidas, relacionadas con la forma de resolver controversias (*Scontroversias*), presenta los menores

niveles de cumplimiento en el periodo estudiado. En el 2010 es cumplido por el 80% de los emisores no financieros y 65% en los emisores financieros.

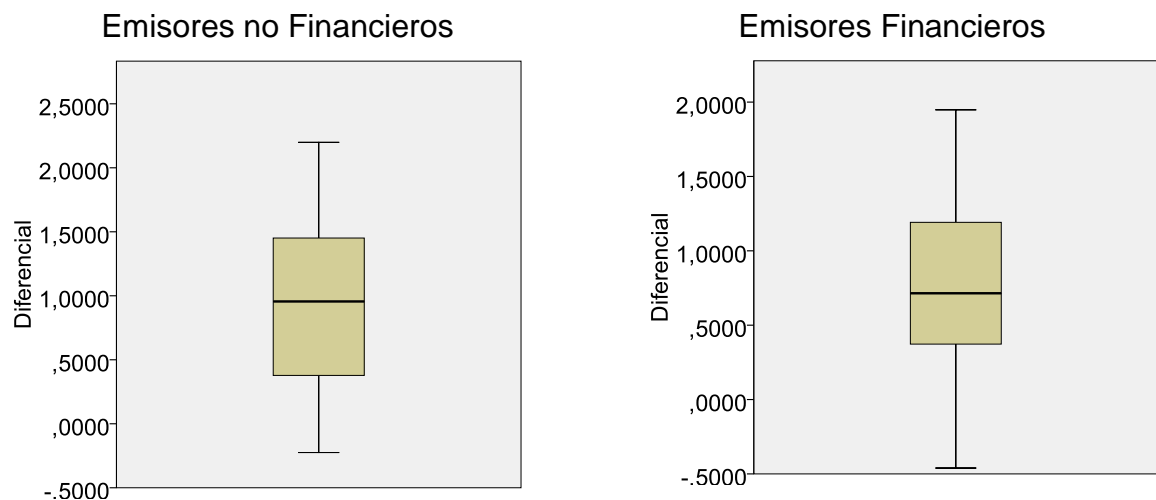
De los subíndices específicos de gobierno corporativo, *Ecomités* es el que presenta los menores niveles de cumplimiento, siendo el área más crítica en la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en el mercado colombiano. Aunque en las empresas del sector real y de servicios públicos se presenta mejoras considerables en el tema, es crítico el nivel de cumplimiento de este subíndice específico en los emisores del sector financiero (40%); esto muestra que en los emisores no existe disposición para crear los comités sugeridos en el Código País (comité de gobierno corporativo y comité de nombramientos y retribuciones), la mayor parte de los emisores solo cuentan con el comité de auditoría.

4.3 RESULTADOS DE LA APLICACIÓN DEL MODELO DE REGRESIÓN

4.3.1 Estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión.

En la tabla 4.7 se muestran los principales estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión. El rendimiento ofrecido por los emisores presenta altos índices de variación, sin embargo, la variabilidad es mayor en los emisores no financieros. Los diagramas de caja muestran que en ninguno de los dos casos se presentan datos atípicos, aunque la distribución es sesgada hacia valores bajos de rendimientos en los emisores financieros, mientras que en los no financieros es sesgada hacia valores altos de rendimientos; esto indica que las empresas del sector real y de servicios públicos proporcionan mayores diferenciales de rendimientos en los títulos emitidos. En la gráfica 4.6 se muestran los diagramas de caja para los dos casos.

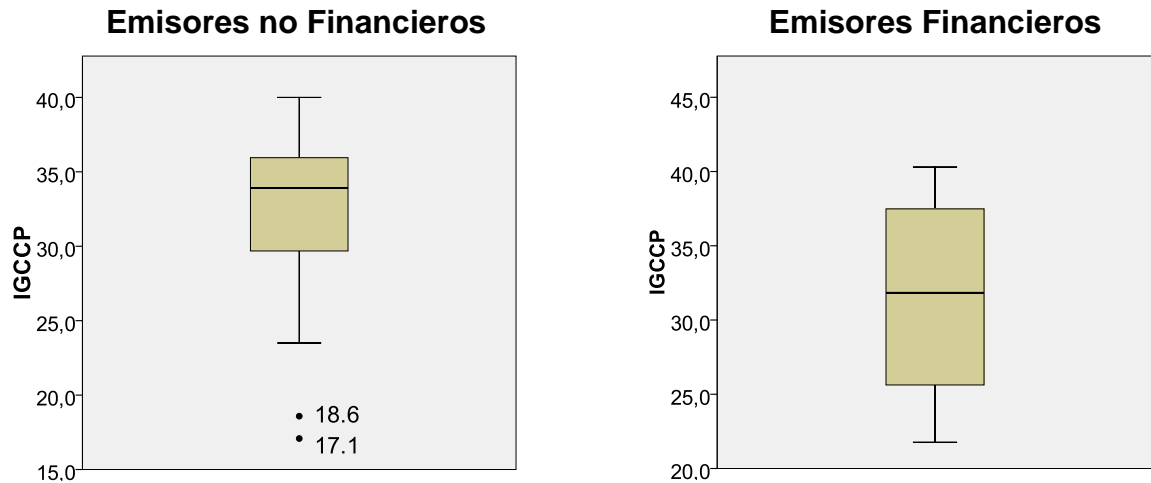
Gráfica 4.6 Diagrama de caja para la variable Diferencial



Fuente: El autor

La media del índice de gobierno corporativo es 32.3 en los emisores no financieros, mientras que en los financieros es de 31.40. La variabilidad es mayor en estos últimos (19.75%), en los emisores no financieros es 18.27%. El diagrama de caja muestra que la distribución de este grupo es sesgada hacia valores altos del *IGCCP*, se observa que existen dos datos atípicos en la muestra de emisores no financieros (17.1 y 18.6); la influencia de estos datos atípicos es analizada, más adelante, en los resultados del modelo de regresión. En el caso de las instituciones financieras no existen datos atípicos y su distribución es relativamente uniforme. En la gráfica 4.7 se muestra el diagrama de caja para la variable *IGCCP* en los dos grupos de emisores.

Gráfica 4.7 Diagrama de caja para la variable *IGCCP*



Fuente: El autor

En los emisores no financieros, de los cuatro subíndices que conforman el índice de gobierno corporativo, *Scontroversias* presenta la mayor variabilidad en la muestra (50%). La media para cada uno de los cuatro subíndices de gobierno corporativo (*Sasamblea*, *Sjunta*, *Srevelación* y *Scontroversias*) es 9.4, 11.3, 10.2 y 1.4, respectivamente. De los diez subíndices específicos que componen el índice de gobierno corporativo, *Ecomités* tiene la mayor variabilidad en la muestra (65%), esta misma situación se presenta en los emisores financieros, pero con un valor superior (77.78%). Para el caso de los emisores financieros, de los cuatro subíndices que conforman el índice de gobierno corporativo, *Scontroversias* presenta la mayor variabilidad en la muestra (50%), al igual que en la muestra de los emisores no financieros. La media para cada uno de los cuatro subíndices de gobierno corporativo (*Sasamblea*, *Sjunta*, *Srevelación* y *Scontroversias*) es 9.0, 11.2, 10.1 y 1.2, respectivamente.

Los emisores financieros son en promedio empresas más grandes, la media de la variable *Tamaño* es 29.6 (7.16 billones de pesos), mientras que el promedio del tamaño en los emisores financieros es 28.9 (3.56 billones de pesos). A su vez el tamaño de las empresas presenta mayor variabilidad en los emisores no financieros (4.84%). Las empresas de la muestra presentan altos niveles de endeudamiento, este es significativamente superior en los emisores financieros (0.830), en contraste con el nivel de endeudamiento de las empresas del sector real y de servicios públicos. La variabilidad en los niveles de endeudamiento es mayor en los emisores no financieros; esto se debe a que los emisores no financieros concurren al mercado de valores cuando tienen planeado realizar procesos de adquisiciones o expansión de mercado, mientras que en las instituciones financieras, los altos niveles de endeudamiento muestran un interés adicional a los mencionados anteriormente (financiar la colocación de créditos).

El índice de rentabilidad es superior en los emisores no financieros (5.74), aunque presenta mayor variabilidad en esta clase de empresas, las instituciones financieras tienen índices de rentabilidad promedio de 1.85. La media del crecimiento en ventas de los tres años anteriores a la fecha de emisión es 29.60% y 37.88% en los emisores no financieros y financieros, respectivamente. Las instituciones financieras en promedio entregan menores rendimientos (0.7783), en comparación con 0.9208, ofrecido por las empresas del sector real y de servicios públicos.

Tabla 4.7 Estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión

Panel A. Emisores no Financieros								
	Media	D. Estandar	Cv(%)	Mínimo	Quartil 1	Mediana	Quartil 3	Máximo
Variable Dependiente								
Diferencial	0.9208	0.6754	73.34	-0.2248	0.3778	0.9555	1.4512	2.1989
VARIABLES explicativas								
IGCCP	32.3	5.9	18.27	17.1	29.7	33.9	36.0	40.0
Sasamblea	9.4	1.8	19.15	4.5	8.5	10.0	11.0	11.0
Sjunta	11.3	2.4	21.24	7.0	10.3	11.3	12.8	15.0
Srevelación	10.2	2.6	25.49	4.5	8.2	11.3	12.3	12.8
Scontroversias	1.4	0.7	50.00	0.0	1.0	1.5	2.0	2.0
Econvocatoria	3.4	0.7	20.59	1.5	3.0	3.5	4.0	4.0
Ecelebración	3.5	0.6	17.14	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0
Ederechos	2.5	0.8	32.00	0.0	2.0	3.0	3.0	3.0
Eestructura	5.0	1.1	22.00	3.0	4.2	4.8	6.3	6.3
Edeberes	4.4	0.5	11.36	2.8	4.0	4.7	4.7	4.7
Ecomités	2.0	1.3	65.00	0.0	1.0	1.8	2.9	4.0
Esolicitudes	3.4	0.8	23.53	1.0	3.2	3.7	3.8	4.0
Einformación	4.2	1.6	38.10	1.0	3.0	5.0	5.6	6.0

Tabla 4.7 Continuación...

Panel A. Emisores no Financieros								
	Media	D. Estandar	Cv(%)	Mínimo	Quartil 1	Mediana	Quartil 3	Máximo
Erevisor Fiscal	2.6	0.5	19.23	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0
Econtroversias	1.4	0.7	50.00	0.0	1.0	1.5	2.0	2.0
Variables de Control								
Tamaño	28.9	1.4	4.84	25.9	27.6	29.3	29.7	31.8
Endeudamiento	0.425	0.167	39.29	0.193	0.282	0.421	0.486	0.768
ROA	5.74	3.36	58.54	0.62	3.70	5.47	7.22	14.66
Cventas	29.60	23.56	79.59	-3.68	17.66	21.60	30.26	89.19
Panel B. Emisores Financieros								
	Media	D. Estandar	Cv(%)	Mínimo	Quartil 1	Mediana	Quartil 3	Máximo
Variable Dependiente								
Diferencial	.7783	.5493	70.58	-.4605	.3282	.7139	1.2216	1.9480
Variables explicativas								
IGCCP	31.4	6.2	19.75	21.8	25.3	31.8	37.6	40.3
Sasamblea	9.0	1.7	18.89	5.3	7.5	9.2	10.5	11.0
Sjunta	11.2	2.6	23.21	6.8	8.8	11.8	13.8	14.8
Srevelación	10.1	2.1	20.79	6.0	8.3	10.7	12.0	13.0
Scontroversias	1.2	0.6	50.00	0.0	0.5	1.0	2.0	2.0
Econvocatoria	3.3	0.6	18.18	2.0	2.5	3.5	4.0	4.0
Ecelebración	3.3	0.7	21.21	2.0	3.0	3.0	4.0	4.0
Ederechos	2.3	1.0	43.48	0.0	2.0	3.0	3.0	3.0
Eestructura	5.1	1.0	19.61	3.0	4.0	5.3	6.2	6.3
Edeberes	4.3	0.5	11.63	3.0	4.0	4.3	4.7	4.7
Ecomités	1.8	1.4	77.78	0.0	0.3	1.8	3.3	4.0
Esolicitudes	3.5	0.5	14.29	2.3	3.2	3.7	4.0	4.0
Einformación	4.2	1.6	38.10	0.0	3.0	4.6	5.6	6.0
Erevisor Fiscal	2.3	0.6	26.09	1.0	2.0	2.0	3.0	3.0
Econtroversias	1.2	0.6	50.00	0.0	0.5	1.0	2.0	2.0
Variables de Control								
Tamaño	29.6	1.3	4.39	26.4	29.3	29.7	30.6	31.5
Endeudamiento	0.830	0.164	19.76	0.024	0.831	0.882	0.896	0.931
ROA	1.85	1.00	54.05	0.59	1.15	1.78	2.42	6.41
Cventas	37.88	24.62	64.99	-30.19	27.82	42.09	54.62	84.09

Fuente: El autor

4.3.2 Correlación entre las variables del modelo de regresión. La tabla 4.8 muestra el coeficiente de correlación de Pearson para las variables del modelo 1.9, en los dos grupos de emisores. En este modelo la variable explicativa es el IGGCP. En el grupo de emisores no financieros se encuentra que existe

correlación significativa¹⁶³ a nivel de 0.01 entre la variable *Tamaño* y las variables: *IGCCP*, *Endeudamiento* y *Diferencial*; el signo de estas correlaciones indica que los emisores de mayor tamaño en el sector real y de servicios públicos presentan mayores índices de gobierno corporativo, menores niveles de endeudamiento y diferenciales de rendimiento más bajos en comparación con los emisores de menor tamaño. De igual forma, existe correlación significativa a nivel de 0.05 entre los siguientes grupos de variables: *Tamaño* y *Cventas*; *Endeudamiento* y *Diferencial*; y *ROA* y *Diferencial*; estas correlaciones muestran que: (i) los emisores de mayor tamaño presentan menores niveles de crecimiento en ventas; y (ii) los emisores que entregan menores diferenciales de rendimiento son los que presentan menores niveles de endeudamiento y mayores índices de rentabilidad.

Para el caso de los emisores financieros se encuentra correlación significativa a nivel de 0.01 entre los siguientes pares de variables: *IGCCP* y *Tamaño*; *ROA* y *Endeudamiento*; y *Cventas* y *Endeudamiento*. Esto indica que los emisores del sector financiero con menores niveles de endeudamiento, presentan mayores márgenes de rentabilidad y menores niveles de crecimiento en ventas. En este grupo de emisores, al igual que en el anterior, se encuentra que las empresas de mayor tamaño, presentan mayores índices de gobierno corporativo.

Tabla 4.8 Coeficientes de correlación de Pearson para el modelo 1.9

	IGCCP	Tamaño	Endeudamiento	ROA	Diferencial
Panel A. Emisores no Financieros					
Tamaño	0.478 ^{***}				
Endeudamiento	-0.347	-0.759 ^{***}			
ROA	0.213	0.194	-0.143		
Cventas	-0.027	-0.374 ^{**}	0.268	-0.043	
Diferencial	-0.346	-0.500 ^{***}	0.465 ^{**}	-0.441 ^{**}	0.025
Panel B. Emisores Financieros					
Tamaño	0.606 ^{***}				
Endeudamiento	-0.004	-0.026			
ROA	-0.128	0.003	-0.595 ^{***}		
Cventas	0.092	-0.111	0.573 ^{***}	-0.296	
Diferencial	0.084	-0.256	-0.078	-0.154	-0.053

Fuente: El autor

En la tabla 4.9 se muestran los coeficientes de correlación de las variables explicativas del modelo 2.0. Para el caso de los emisores no financieros se

¹⁶³ En este documento se indican los niveles de significancia en las tablas, mediante las siguientes convenciones: ^{***}, nivel de significancia de 0.01; ^{**}, nivel de significancia de 0.05; y ^{*}, nivel de significancia 0.10.

encuentra que existe correlación significativa y de signo positivo, entre los siguientes grupos de variables explicativas: *Sasamblea* y *Sjunta*; *Sasamblea* y *Srevelación*; *Scontroversias* y *Srevelación*, a su vez *Sasamblea* y *Sjunta* se relacionan de forma positiva con el tamaño del emisor y de forma negativa con el nivel de endeudamiento. En los emisores financieros la situación es diferente, se encuentra que los emisores de mayor tamaño, presentan mayores niveles de gobierno corporativo, además existe una fuerte relación entre las parejas de variables explicativas.

Tabla 4.9 Coeficientes de correlación de Pearson para el modelo 2.0

	Diferencial	Sasamblea	Sjunta	Srevelación	Scontroversias
Panel A. Emisores no Financieros					
Sasamblea	-0.360				
Sjunta	-0.410**	0.608***			
Srevelación	-0.100	0.698***	0.314		
Scontroversias	-0.218	0.134	0.258	0.507***	
Tamaño	-0.500***	0.634***	0.510***	0.216	-0.147
Endeudamiento	0.465**	-0.407**	-0.509***	-0.075	0.135
ROA	-0.441**	0.127	0.363	0.015	0.172
Cventas	0.025	-0.032	-0.178	0.144	-0.070
Panel B. Emisores Financieros					
Sasamblea	0.033				
Sjunta	0.108	0.708***			
Srevelación	0.127	0.675***	0.758***		
Scontroversias	-0.130	0.691***	0.460***	0.554***	
Tamaño	-0.256	0.603***	0.533***	0.483***	0.511***
Endeudamiento	-0.078	-0.102	0.064	-0.012	0.019
ROA	-0.154	-0.115	-0.117	-0.066	-0.238
Cventas	-0.053	0.036	0.133	0.037	0.135

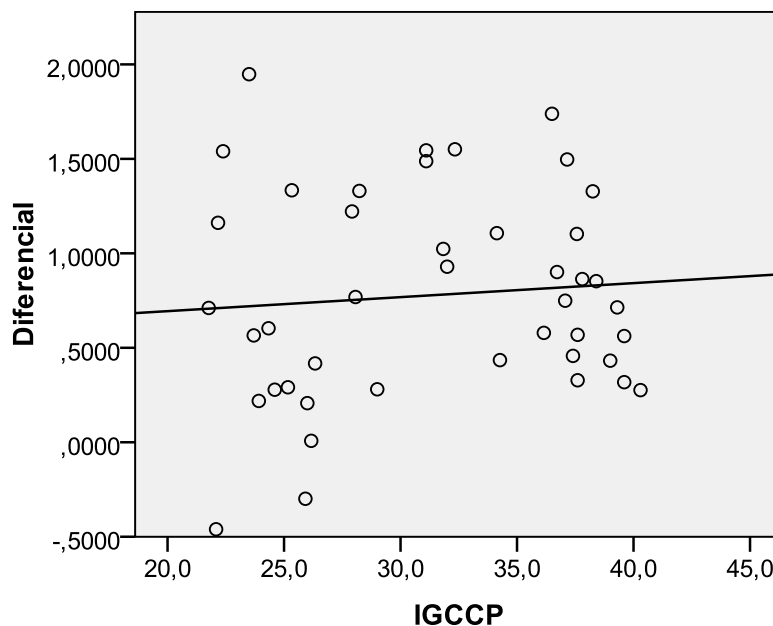
Fuente: El autor

Para el caso del modelo 2.1, donde se usan los subíndices específicos de gobierno corporativo como variables explicativas, también se encuentra que existe correlación entre los subíndices específicos; esta correlación se presenta entre mayor número de variables explicativas en los emisores financieros. Los coeficientes de correlación para las variables explicativas en este modelo, se presentan en la tabla 4.10 del Anexo D. La existencia de correlaciones altas entre las variables explicativas de los tres modelos usados para identificar la posible relación existente entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el

costo de la deuda¹⁶⁴, puede indicar la presencia de multicolinealidad. Esto puede afectar los resultados del modelo, ya que de existir este problema, es difícil determinar el grado de influencia de cada variable explicativa en la variable dependiente (Diferencial). De acuerdo con Anderson et. al.¹⁶⁵, la multicolinealidad es un problema cuando el coeficiente de correlación entre dos variables es superior a 0.7, inicialmente, usando esta regla empírica, se puede asumir que en la mayoría de casos, no es representativa la incidencia de este problema en los resultados del modelo de regresión. Sin embargo, de forma paralela con el modelo de regresión se presentan los resultados de la prueba VIF y el número de condición para confirmar o descartar la existencia de multicolinealidad en el modelo.

4.3.3 Resultados de la regresión del costo de la deuda en el índice de gobierno corporativo en los emisores financieros. La gráfica 4.8 muestra que existe una relación positiva entre el *IGCCP* y el Diferencial de rendimiento ofrecido por los emisores financieros; esto indica que los emisores financieros presentan

Gráfica 4.8 Dispersión entre el *IGCCP* y Diferencial en el grupo de emisores financieros



Fuente: El autor

¹⁶⁴ En adelante, cuando se menciona costo de la deuda, se hace referencia al costo de capital proveniente de títulos de deuda, medido en este estudio a través de la variable dependiente Diferencial.

¹⁶⁵ ANDERSON, David; SWEENEY, Dennis y WILLIAMS, Thomas. Estadística para la Administración y Economía. 7 ed. México: Thomson Editores, 1999. p. 641.

mayor costo de la deuda a medida que obtienen mejores índices de gobierno corporativo, aunque esta relación parece no ser muy fuerte, según la inclinación de la gráfica. Los resultados del modelo de regresión muestran que en el sector financiero no existe una relación significativa, entre el costo de la deuda y los niveles de gobierno corporativo; esto confirma que este sector presenta otra dinámica diferente, razón por la cual, la literatura que estudia la relación entre el costo de la deuda y el gobierno corporativo, generalmente excluye a este tipo de instituciones. En la tabla 4.11 se muestran los resultados del modelo de regresión para este grupo de emisores.

Tabla 4.11 Regresión con *IGCCP* como variable explicativa en los emisores financieros

	Coeficientes sin estandarizar		Coeficientes estandarizados	t	Nivel Sig.
	B	Error	Beta		
Panel A. Modelo solo incluye IGCCP como variable explicativa					
Constante	0.546	0.439		1.243	0.221
IGCCP	0.007	0.014	0.084	0.540	0.592
R ² (R ² Ajustado)	0.007 (-0.017)				
F (Nivel Sig.)	0.292 (0.592)				
N. de Obs.	43				
Panel B. Modelo incluye todas las variables explicativas propuestas					
Constante	6.778***	2.190		3.096	0.004
IGCCP	0.029	0.018	0.332	1.666	0.104
Tamaño	-0.209**	0.083	-0.485	-2.522	0.016
Endeudamiento	-0.515	0.735	-0.154	-0.701	0.488
ROA	-0.150	0.107	-0.271	-1.400	0.170
Cventas	-0.003	0.004	-0.125	-0.665	0.510
Bono AAA	0.119	0.181	0.106	0.657	0.515
R ² (R ² Ajustado)	0.221 (0.091)				
F (Nivel Sig.)	1.704 (0.148)				
N. de Obs.	43				

Fuente: El autor

El análisis de los valores DFFITS muestra que existen dos datos atípicos en este grupo de emisores. Sin embargo, no se profundiza en el análisis de estos, debido a que la exclusión de los mismos no es significativa para el propósito de este estudio. En cuanto a las variables de control, la relación entre el diferencial y el nivel de endeudamiento es contraria a la esperada en la teoría; se observa que a mayores niveles de endeudamiento, este tipo de emisores presenta un menor costo de la deuda. Esto podría deberse a que el mercado no percibe de igual

forma, el grado de riesgo en el nivel de endeudamiento de una entidad financiera, como si lo hace en otros tipos de empresas; es natural encontrar altos niveles de endeudamiento en el sector financiero, ya que esto hace parte de su dinámica operacional (captar dinero para posteriormente ser ofrecido en el mercado financiero). El tamaño del emisor es la variable que mejor explica el comportamiento del costo de la deuda en este grupo de emisores. El mercado percibe a los emisores financieros como empresas sólidas y con menores niveles de riesgo de acuerdo a su tamaño; entre mayor sea su tamaño, menor es el nivel de riesgo percibido y por consiguiente, menor costo de la deuda. Este modelo permite explicar solo una pequeña proporción de costo de la deuda (9.1%). En este caso, no se observa multicolinealidad entre las variables dependientes, a pesar de existir números de condición altos, la proporción de la varianza para estos casos no es superior a 0.5. En la tabla 4.12 se presentan los resultados de la prueba de multicolinealidad.

Tabla 4.12 Análisis de multicolinealidad en el modelo completo para el caso de emisores financieros

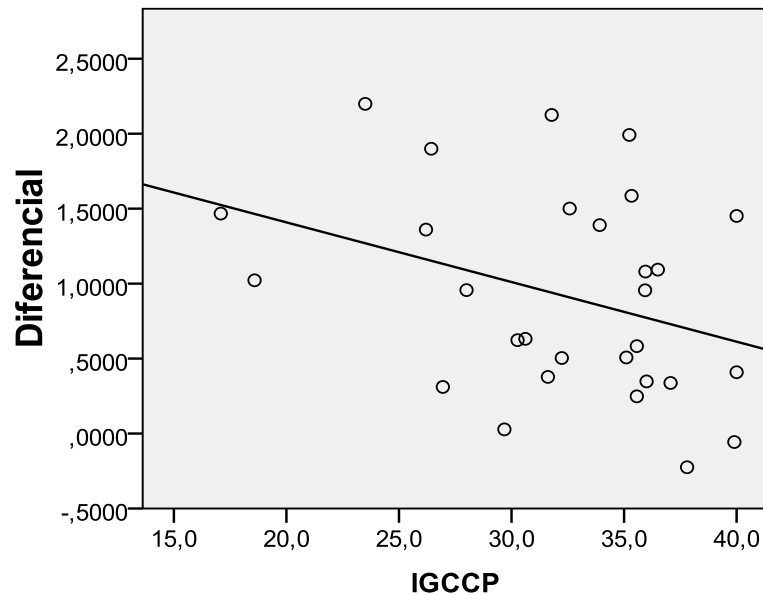
Dimensión	Valor Propio	N. Condición	Proporción de Varianzas						
			Constante	IGCCP	Tamaño	Endeudamiento	ROA	CVentas	Bono AAA
1	6.156	1.000	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
2	0.424	3.809	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	0.15	0.28
3	0.248	4.983	0.00	0.00	0.00	0.00	0.11	0.15	0.60
4	0.134	6.783	0.00	0.02	0.00	0.01	0.41	0.40	0.04
5	0.029	14.484	0.00	0.42	0.00	0.19	0.00	0.08	0.07
6	0.008	28.087	0.05	0.25	0.03	0.80	0.42	0.18	0.00
7	0.001	100.692	0.95	0.31	0.97	0.00	0.00	0.04	0.00

Fuente: El autor

4.3.4 Resultados de la regresión del costo de la deuda en el índice de gobierno corporativo en los emisores no financieros. La gráfica 4.9 muestra que existe una relación negativa entre el *IGCCP* y el Diferencial de rendimiento ofrecido por los emisores no financieros; esto indica que los emisores no financieros gozan de un menor costo de la deuda.

Previamente se encontró la existencia de dos datos atípicos en los resultados del *IGCCP* (17.1 y 18.6), ...véase numeral 4.3.1... esta situación implica determinar si estos dos puntos son influyentes en los resultados del modelo de regresión. Usando los estadísticos DFFITS se determina, de acuerdo a la ecuación 1.8, que estos datos atípicos no son influyentes en el modelo de regresión, razón por la cual no se profundiza en su análisis.

Gráfica 4.9 Dispersión entre el IGCCP y Diferencial en los emisores no financieros



Fuente: El autor

Los resultados del modelo de regresión, donde se tiene como variable explicativa, únicamente el *IGCCP*, confirman la existencia de una relación significativa entre el costo de la deuda y el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo a nivel de 0.10. Esto indica que los emisores del sector real y de servicios públicos que presentan mayores índices de gobierno corporativo, obtienen menor costo de la deuda. Cuando se considera únicamente como variable explicativa, el *IGCCP*, se encuentra específicamente que un aumento de un punto en el *IGCCP* disminuye el costo de la deuda en 4 puntos básicos. La tabla 4.13 muestra los resultados de la regresión para el modelo 1.9; el panel A considera únicamente como variable explicativa el *IGCCP*, en el panel B se considera el modelo en su totalidad.

Al ingresar las variables de control se observa que la relación entre el costo de la deuda y el nivel de gobierno corporativo se mantiene en cuanto al signo. Se evidencia que las demás variables de control se comportan de acuerdo a lo esperado; el costo de la deuda se relaciona de forma negativa con el tamaño del emisor, el nivel de rentabilidad y el porcentaje de crecimiento en ventas. El nivel de endeudamiento está relacionado de forma positiva con el diferencial de rendimiento entregado por los emisores. La calificación crediticia se relaciona con un menor costo de la deuda. Aunque al incluir el conjunto completo de variables, el modelo permite explicar de mejor forma el comportamiento del costo de la deuda, solo la variable Bono AAA es significativa (nivel de significancia de 0.10) en el modelo; esto debido a que la calificación crediticia es la variable que teóricamente,

representa mejor el nivel de riesgo, el cual es el factor fundamental en la determinación del costo de la deuda.

Tabla 4.13 Regresión con *IGCCP* como variable explicativa en el grupo de emisores no financieros

	Coeficientes sin estandarizar		Coeficientes estandarizados		t	Nivel Sig.
	B	Error	Beta			
Panel A. Modelo solo incluye IGCCP como variable explicativa						
Constante	2.204***	0.680			3.242	0.003
IGCCP	-0.040*	0.021	-0.346		-1.918	0.066
R ² (R ² Ajustado)	0.120 (0.087)					
F (Nivel Sig.)	3.678 (0.066)					
N. de Obs.	29					
Panel B. Modelo incluye todas las variables explicativas propuestas						
Constante	3.966	3.784			1.048	0.306
IGCCP	-0.011	0.020	-0.093		-0.528	0.603
Tamaño	-0.080	0.128	-0.169		-0.627	0.537
Endeudamiento	0.503	0.940	0.125		0.536	0.598
ROA	-0.034	0.036	-0.171		-0.967	0.344
Cventas	-0.002	0.005	-0.069		-0.403	0.691
Bono AAA	-0.551*	0.276	-0.403		-1.995	0.059
R ² (R ² Ajustado)	0.508 (0.374)					
F (Nivel Sig.)	3.784 (0.010)					
N. de Obs.	29					

Fuente: El autor

Tabla 4.14 Análisis de multicolinealidad en el modelo completo para el caso de emisores no financieros

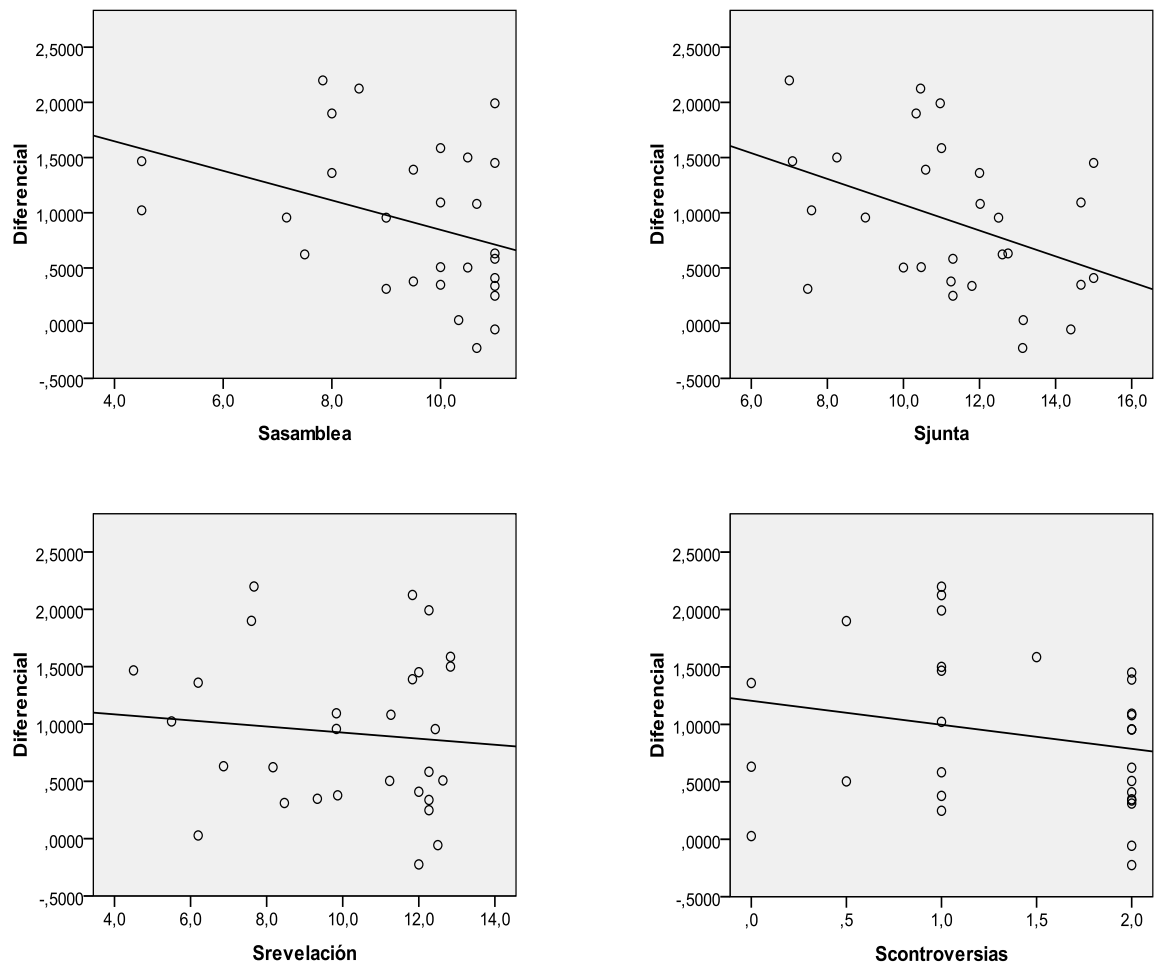
Dimensión	Valor Propio	N. Condición	Proporción de Varianzas						
			Constante	IGCCP	Tamaño	Endeudamiento	ROA	CVentas	Bono AAA
1	5.996	1.000	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
2	0.474	3.555	0.00	0.00	0.00	0.02	0.05	0.16	0.19
3	0.297	4.494	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00	0.57	0.12
4	0.140	6.535	0.00	0.01	0.00	0.01	0.87	0.03	0.19
5	0.077	8.830	0.00	0.05	0.00	0.39	0.05	0.09	0.41
6	0.015	20.124	0.01	0.84	0.01	0.13	0.02	0.01	0.03
7	0.000	130.108	0.99	0.09	0.99	0.44	0.00	0.13	0.06

Fuente: El autor

En la tabla 4.14 se muestra los resultados de la prueba de multicolinealidad del modelo estudiado en el panel B de la tabla 4.13; estos muestran que las variables del modelo no presentan problemas significativos de multicolinealidad. A pesar de la existencia de dos números de condición altos (20.124 y 130.108), la proporción de varianzas no es superior a 0.5 en ninguna pareja de variables.

4.3.5 Resultados de la regresión del costo de la deuda en los subíndices de gobierno corporativo en los emisores no financieros. En la grafica 4.10 se muestran los diagramas de dispersión entre cada subíndice de gobierno corporativo y el costo de la deuda. Estos sugieren la existencia de relaciones negativas entre cada subíndice y el diferencial entregado por los emisores no financieros.

Gráfica 4.10 Diagramas de dispersión entre el costo de la deuda y los subíndices específicos de gobierno corporativo en los emisores no financieros



Fuente: El autor

En la tabla 4.15 se muestran los resultados de la regresión en el modelo 2.0, donde se usan los subíndices de gobierno corporativo como variables explicativas.

Tabla 4.15 Resultados de la regresión del costo de la deuda en los subíndices de gobierno corporativo para los emisores no financieros

	Coeficientes sin estandarizar		Coeficientes estandarizados		Nivel Sig.
	B	Error	Beta	t	
Panel A. Modelo incluye subíndices de gobierno corporativo					
Constante	2.473***	0.659		3.755	0.001
Sasamblea	-0.254*	0.126	-0.683	-2.014	0.055
Sjunta	-0.023	0.069	-0.079	-0.329	0.745
Srevelación	0.162*	0.084	0.612	1.914	0.068
Scontroversias	-0.399*	0.223	-0.417	-1.791	0.086
R ² (R ² Ajustado)	0.307 (0.192)				
F (Nivel Sig.)	2.664 (0.057)				
N. de Obs.	29				
Panel B. Modelo incluye subíndices de gobierno corporativo no correlacionados					
Constante	2.135	0.675		3.165	0.004
Sjunta	-0.114**	0.054	-0.401	-2.098	0.046
Srevelación	0.030	0.056	0.113	0.527	0.603
Scontroversias	-0.165	0.201	-0.172	-0.818	0.421
R ² (R ² Ajustado)	0.190 (0.093)				
F (Nivel Sig.)	1.961 (0.146)				
N. de Obs.	29				
Panel C. Modelo incluye subíndices de gobierno corporativo no correlacionados y demás variables de control					
Constante	7.681	3.748		2.050	0.054
Sjunta	-0.018	0.056	-0.063	-0.323	0.750
Srevelación	0.085	0.051	0.322	1.656	0.113
Scontroversias	-0.428	0.187	-0.447	-2.292	0.333
Tamaño	-0.219	0.128	-0.462	-1.708	0.103
Endeudamiento	0.231	0.927	0.057	0.249	0.806
ROA	-0.013	0.036	-0.067	-0.372	0.714
Cventas	-0.007	0.005	-0.243	-1.406	0.175
Bono AAA	-0.524*	0.264	-0.383	-1.986	0.061
R ² (R ² Ajustado)	0.619 (0.466)				
F (Nivel Sig.)	4.056 (0.005)				
N. de Obs.	29				

Fuente: El autor

En la tabla 4.16 se muestra el análisis de multicolinealidad para los modelos que incluyen a los subíndices específicos como variables explicativas. Los resultados de la prueba de multicolinealidad para el modelo presentado en el panel A de la tabla 4.15 muestran que existe multicolinealidad fuerte entre los subíndices de gobierno corporativo *Sasamblea* y *Srevelación*, debido a que la proporción de sus varianzas son significativamente superiores a 0.5. Se procede a suprimir del análisis la variable *Sasamblea*, los resultados se muestran en el panel B de la tabla 4.15. Teóricamente se esperaba encontrar una relación negativa entre cada subíndice y el costo de la deuda; los resultados muestran que los subíndices de gobierno corporativo, *Sjunta* y *Scontroversias* se comportan de acuerdo a esta hipótesis, aunque solo es significativo el subíndice de gobierno corporativo *Sjunta*. Este subíndice explica en mayor medida el comportamiento del costo de la deuda, se encuentra que un aumento de una unidad en este subíndice, representa una disminución en el costo de la deuda de 11.4 puntos básicos; esta relación es significativa a nivel de 0.05 para el modelo que incluye únicamente los subíndices de gobierno corporativo como variables explicativas. Mediante este modelo se puede explicar el 9.3% de la variabilidad del costo de la deuda. Los resultados de los valores DFFITS permiten establecer que no existen datos atípicos influyentes en este modelo, ninguno de estos valores es superior a 0.7427, de acuerdo a la ecuación 1.8. Cuando se incluyen las variables de control en el modelo, la relación negativa entre el costo de la deuda y el nivel de gobierno corporativo, se conserva en los subíndices *Sjunta* y *Scontroversias*. La única variable de gobierno corporativo que explica de forma significativa, en este modelo, la variabilidad del costo de la deuda es *Scontroversias*; esto muestra que la definición y uso de procedimientos para la resolución de conflictos y controversias al interior de los emisores, contribuye a la disminución del costo de la deuda. Se encuentra que un aumento en el subíndice *Srevelación* representa una disminución del costo de la deuda de 42.8 puntos básicos. Mediante este modelo se explica el 46.6% de la variación en el costo de la deuda.

Tabla 4.16 Análisis de multicolinealidad en el modelo de subíndices de gobierno corporativo para el caso de emisores no financieros

Dimensión	Valor Propio	N. Condición	Constante	Proporción de Varianzas			
				Sasamblea	Sjunta	Srevelación	Scontroversias
Panel A. Modelo incluye subíndices de gobierno corporativo							
1	4.787	1.000	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2	0.153	5.598	0.01	0.01	0.01	0.00	0.56
3	0.034	11.947	0.07	0.01	0.19	0.27	0.05
4	0.021	15.150	0.91	0.02	0.28	0.00	0.00
5	0.005	29.731	0.01	0.96	0.52	0.73	0.38
Panel B. Modelo incluye subíndices de gobierno corporativo no correlacionados							
1	3.813	1.000	0.00	-	0.00	0.00	0.01
2	0.136	5.299	0.03	-	0.03	0.00	0.81

Tabla 4.16 Continuación...

Dimensión	Valor Propio	N. Condición	Proporción de Varianzas				
			Constante	Sasamblea	Sjunta	Srevelación	Scontroversias
3	0.032	10.938	0.01	-	0.33	0.86	0.13
4	0.019	14.044	0.95	-	0.64	0.14	0.05

Fuente: El autor

4.3.6 Resultados de la regresión del costo de la deuda en los subíndices específicos de gobierno corporativo para los emisores no financieros. El modelo 2.1 usa como variables explicativas, los subíndices específicos de gobierno corporativo. En la tabla 4.17 se muestran los resultados de la regresión para este modelo; estos muestran que existe relación negativa entre los subíndices específicos de gobierno corporativo (*Ecelebración, Ederechos, Eestructura, Edeberes, Einformación, Econtroversias*) y el costo de la deuda. Sin embargo, solo son significativas las relaciones encontradas en los subíndices *Ecelebración, Eestructura y Erevisor*. La prueba del número de condición indica que existe multicolinealidad entre las siguientes parejas de variables explicativas: i) *Econvocatoria y Erevisor Fiscal*; ii) *Eestructura y Einformación*; estos resultados se muestran en el panel A de la tabla 4.18. Teniendo en cuenta estos resultados, en el panel B de la tabla 4.17 se eliminan las variables con problemas de multicolinealidad de acuerdo a la proporción de varianza y se realiza nuevamente el análisis de regresión.

Tabla 4.17 Regresión del costo de la deuda en los subíndices específicos de gobierno corporativo

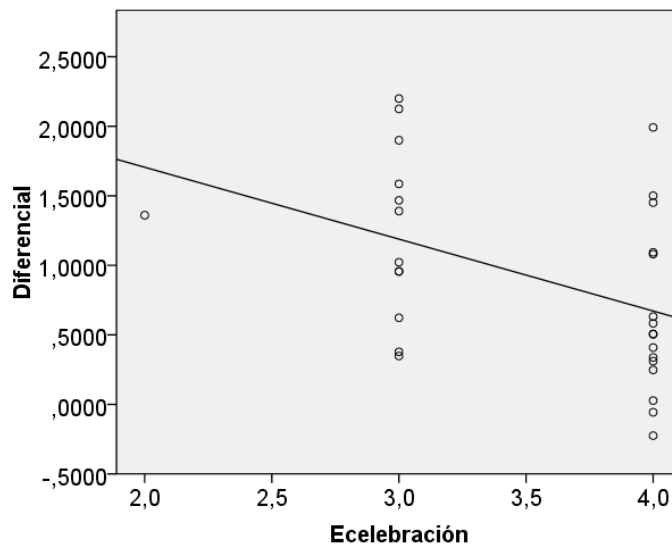
	Coeficientes sin estandarizar		Coeficientes estandarizados		t	Nivel Sig.
	B	Error	Beta			
Panel A. Modelo incluye subíndices específicos de gobierno corporativo						
Constante	3.231	1.893			1.706	0.105
Econvocatoria	0.305	0.333	0.336		0.915	0.372
Ecelebración	-0.537*	0.264	-0.457		-2.035	0.057
Ederechos	-0.282	0.364	-0.355		-0.777	0.447
Eestructura	-0.305*	0.176	-0.495		-1.738	0.099
Edeberes	-0.281	0.434	-0.219		-0.646	0.526
Ecomités	0.189	0.175	0.354		1.081	0.294
Esolicitudes	0.168	0.262	0.205		0.641	0.529
Einformación	-0.065	0.146	-0.154		-0.443	0.663
Erevisor Fiscal	0.736*	0.378	0.526		1.948	0.067

Tabla 4.17 Continuación...

	Coeficientes sin estandarizar		Coeficientes estandarizados	t	Nivel Sig.
	B	Error	Beta		
Econtroversias	-0.436	0.317	-0.456	-1.374	0.186
R ² (R ² Ajustado)	0.50 (0.222)				
F (Nivel Sig.)	1.80 (0.133)				
N. de Obs.	29				
Panel B. Modelo incluye subíndices específicos de gobierno corporativo no correlacionados					
Constante	2.656	1.920		1.383	0.182
Ecelebración	-0.501*	0.259	-0.426	-1.931	0.068
Eestructura	-0.304	0.342	-0.381	-0.890	0.384
Edeberes	-0.277	0.364	-0.217	-0.762	0.455
Ecomités	0.044	0.160	0.083	0.278	0.784
Esolicitudes	0.287	0.258	0.350	1.113	0.279
Einformación	0.052	0.134	0.124	0.390	0.701
Erevisor Fiscal	0.502	0.350	0.359	1.435	0.167
Econtroversias	-0.423	0.327	-0.442	-1.295	0.210
R ² (R ² Ajustado)	0.410 (0.174)				
F (Nivel Sig.)	1.739 (0.150)				
N. de Obs.	29				

Fuente: El autor

Gráfica 4.11 Dispersión entre el costo de la deuda y el subíndice específico *Ecelebración*



Fuente: El autor

Los resultados del modelo de regresión cuando se eliminan las variables con problemas de multicolinealidad se muestran en el panel B de la tabla 4.17. La variabilidad en el costo de la deuda, explicada por medio de los subíndices específico de gobierno corporativo pasa de 22% a 17.4%. Los resultados de la regresión muestran que *Ecelebración* es el único de los subíndices específicos, que presenta una relación negativa y significativa (a nivel de 0.10) con el costo de la deuda; un cambio en una unidad de este subíndice representa una disminución del costo de la deuda de 50.1 puntos básicos en el modelo de regresión que incluye únicamente los subíndices específicos de gobierno corporativo como variables explicativas. En la grafica 4.11 se muestra el diagrama de dispersión para el subíndice específico *Ecelebración* y costo de la deuda.

Tabla 4.18 Análisis de multicolinealidad en el modelo de subíndices específicos de gobierno corporativo para el caso de emisores no financieros

N. Condición	Proporción de Varianzas									
	Econvocatoria	Ecelebración	Ederechos	Eestructura	Edeberes	Ecomites	Einformación	Esolicitudes	Erevisor Fiscal	Econtroverias
Panel A. Modelo incluye subíndices específicos de gobierno corporativo										
1.000	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6.114	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.11	0.00	0.00	0.00	0.06
8.592	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00	0.18	0.01	0.02	0.00	0.10
10.197	0.00	0.00	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.06
18.392	0.02	0.14	0.05	0.01	0.00	0.00	0.06	0.12	0.08	0.00
20.694	0.12	0.09	0.01	0.01	0.01	0.13	0.01	0.01	0.15	0.13
25.234	0.00	0.06	0.00	0.25	0.00	0.15	0.36	0.18	0.04	0.25
28.473	0.00	0.28	0.28	0.01	0.04	0.18	0.01	0.33	0.00	0.20
36.639	0.07	0.02	0.08	0.69	0.03	0.04	0.50	0.20	0.14	0.12
46.149	0.63	0.00	0.47	0.00	0.08	0.08	0.04	0.03	0.54	0.00
76.204	0.15	0.41	0.08	0.00	0.84	0.12	0.01	0.01	0.05	0.09
Panel B. Modelo incluye subíndices específicos de gobierno corporativo no correlacionados										
1.000	-	0.00	0.00	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
5.748	-	0.00	0.00	-	0.00	0.18	0.00	0.00	0.00	0.05
8.481	-	0.00	0.02	-	0.00	0.23	0.01	0.00	0.00	0.22
9.920	-	0.01	0.03	-	0.00	0.05	0.00	0.20	0.00	0.00
16.993	-	0.19	0.06	-	0.00	0.01	0.09	0.26	0.05	0.00
23.626	-	0.00	0.01	-	0.05	0.03	0.18	0.00	0.66	0.01
25.419	-	0.43	0.18	-	0.07	0.05	0.07	0.44	0.01	0.01
27.697	-	0.00	0.41	-	0.03	0.36	0.65	0.06	0.03	0.60
65.143	-	0.36	0.29	-	0.84	0.09	0.00	0.03	0.24	0.10

Fuente: El autor

Al incluir las demás variables de control en el modelo, se observa que la relación negativa entre el costo de la deuda y el subíndice específico *Ecelebración* se mantiene, sin embargo, el nivel de significancia disminuye. En este modelo ninguna de las variables de control es significativamente fuerte para explicar el comportamiento del costo de la deuda. En la tabla 4.19 se muestran estos resultados.

Tabla 4.19 Regresión del costo de la deuda en los subíndices específicos de gobierno corporativo

	Coeficientes sin estandarizar		Coeficientes estandarizados		Nivel Sig.
	B	Error	Beta	t	
Constante	7.733	4.906		1.576	0.136
Ecelebración	-0.334	0.240	-0.284	-1.389	0.185
Ederechos	0.008	0.334	0.010	0.024	0.981
Edeberes	-0.016	0.341	-0.012	-0.045	0.964
Ecomités	0.022	0.152	0.041	0.145	0.887
Esolicitudes	0.112	0.247	0.137	0.455	0.656
Einformación	0.135	0.125	0.320	1.077	0.299
Erevisor Fiscal	-0.023	0.372	-0.016	-0.062	0.951
Econtroversias	-0.463	0.295	-0.484	-1.570	0.137
Tamaño	-0.186	0.165	-0.393	-1.129	0.277
Endeudamiento	0.240	1.058	0.060	0.227	0.823
ROA	-0.018	0.039	-0.090	-0.470	0.645
Cventas	-0.006	0.006	-0.195	-0.988	0.339
Bono AAA	-0.556	0.331	-0.407	-1.679	0.114
R ² (R ² Ajustado)	0.669 (0.382)				
F (Nivel Sig.)	2.331 (0.060)				
N. de Obs.	29				

Fuente: El autor

5. CONCLUSIONES

La literatura que estudia la relación entre el costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, generalmente excluye del análisis a las instituciones financieras, al considerar que se encuentran bajo una tipología y reglamentación especial. Teniendo en cuenta esta práctica, se dividió la muestra de estudio en dos tipos de emisores: (i) emisores financieros, este grupo incluye las empresas cuya actividad principal está relacionada con los servicios financieros; y (ii) emisores no financieros, incluye las empresas de servicios públicos y del sector real.

En este documento, el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo se mide a través del índice general de gobierno corporativo Código País (*IGCCP*). Este índice se compone de tres niveles: (i) el primer nivel mide, de forma general, el cumplimiento de 41 medidas de gobierno corporativo que componen el Código País; (ii) el segundo nivel condensa estas medidas en cuatro agrupaciones, a saber: asamblea general de accionistas, estructura y funcionamiento de la junta directiva, revelación de información financiera y no financiera, y resolución de controversias; (iii) en el tercer nivel, se mide de forma específica, el comportamiento de 10 subíndices de gobierno corporativo, inmersos en las cuatro agrupaciones anteriores.

De acuerdo con las mediciones realizadas en los diferentes niveles del *IGCCP*, se encuentra que las medidas con más bajos índices de cumplimiento son las relacionadas con: (i) procedimientos para la protección de los accionistas; (ii) creación de comités de gobierno corporativo; (iii) creación de comités de nombramientos y retribuciones; (iv) divulgación al mercado de las políticas aplicables a la remuneración y beneficios económicos concedidos a los miembros de la junta directiva, el representante legal, el revisor fiscal, los asesores externos y las auditorías especializadas; y (v) creación de comités de auditoría. Aunque en términos generales, las medidas con mayores y menores niveles de cumplimiento son las mismas, tanto para los emisores financieros como para los emisores no financieros, se presentan diferencias significativas en cuanto al orden y porcentaje de cumplimiento encontrado en cada medida. La medición en el segundo nivel del *IGCCP* muestra que los emisores pertenecientes al sector financiero conceden mayor importancia a las medidas relacionadas con la junta directiva y la revelación de información financiera y no financiera, mientras que en los emisores no financieros se encuentra que son más importantes las medidas de gobierno corporativo, relacionadas con la asamblea general de accionistas y la resolución de controversias.

La medición en los diferentes niveles del *IGCCP* muestra que existe una tendencia creciente en la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en los emisores de bonos de la Bolsa de Valores de Colombia; esto muestra que los

emisores de valores, conciben el gobierno corporativo como un factor importante en el desarrollo de sus operaciones.

Para estudiar la relación entre el costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en emisores de bonos de la Bolsa de Valores de Colombia se utilizó un modelo de regresión. El análisis de este modelo se realizó para los tres niveles de medición de gobierno corporativo, anteriormente mencionados. Los resultados de la regresión, utilizando como variable explicativa el *IGCCP*, muestran que no existe evidencia de que la variable respuesta este influenciada por las variables explicativas, en el caso de los emisores financieros; esto muestra que el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo no se relaciona con el costo de la deuda en este tipo de emisores. En los emisores financieros se encontró que la relación entre el diferencial de rendimiento y el nivel de endeudamiento es contraria a la esperada en la teoría; se observa que a mayores niveles de endeudamiento, este tipo de emisores presentan un menor costo de la deuda. Esto podría deberse a que el mercado no percibe de igual forma el riesgo en el nivel de endeudamiento en una entidad financiera, como si lo hace en otros tipos de empresas.

Contrario a los resultados encontrados en el caso de los emisores financieros, y como uno de los hallazgos importantes de esta investigación, se observa que para el caso de los emisores no financieros existe una relación inversa significativa entre el costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo a nivel de significancia de 0.10. Esto indica que los emisores del sector real y de servicios públicos, con mayores índices de gobierno corporativo, obtienen menor costo de la deuda. Específicamente, un aumento de un punto en el *IGCCP* disminuye el costo de la deuda en 4 puntos básicos. Estos resultados son consistentes con la idea de que la adopción de prácticas de gobierno corporativo incluidas en el Código País, contribuye a reducir el costo de capital proveniente de la emisión de títulos de deuda en las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Esta situación conduce al no rechazo de la hipótesis planteada en este documento, puesto que existe una relación negativa, relativamente fuerte, entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de la deuda en los emisores no financieros.

Respecto a los cuatro componentes de gobierno corporativo, medidos en el nivel dos del *IGCCP*, se esperaba encontrar una relación negativa entre cada componente y el costo de la deuda. Los resultados muestran que las medidas de gobierno corporativo relacionadas con la asamblea general de accionistas, la junta directiva, y la resolución de controversias se comportan de acuerdo a esta hipótesis. Sin embargo, solo es significativa la relación entre el costo de la deuda y las prácticas de gobierno corporativo relacionadas con la junta directiva. Específicamente, se encuentra que un aumento de una unidad en este subíndice, representa una disminución en el costo de la deuda de 11.4 puntos básicos. Estos resultados muestran que no existe evidencia para rechazar la hipótesis específica,

relacionada con la junta directiva (la estructura y el funcionamiento de la junta directiva se relaciona con un menor costo de capital proveniente de la emisión de títulos de deuda en las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia). De igual forma, los resultados encontrados en los demás componentes del *IGCCP*, conducen al no rechazo de las demás hipótesis específicas planteadas en este documento, ya que existen indicios de que esta relación también se presenta en las medidas relacionadas con la asamblea general de accionistas y la resolución de controversias, sin embargo esta relación no es lo suficientemente fuerte como para aceptar, con altos niveles de confianza, las hipótesis específicas acerca de la existencia de un menor costo de la deuda en los emisores de títulos de renta fija, en relación con: i) la definición y cumplimiento de parámetros para la realización de la asamblea general de accionistas; y ii) la existencia y comunicación de los procedimientos utilizados para la resolución de conflictos.

La poca significancia encontrada en estas relaciones puede deberse a la estructura propia del mercado de renta privada en Colombia; este aún es un mercado poco desarrollado. Aunque ha evolucionado en cuanto a montos y plazos transados, el mercado de deuda privada en Colombia sigue presentando fallas estructurales, relacionadas con liquidez, valoración y diferenciación crediticia. Sin embargo, a pesar de la poca diferenciación crediticia en el mercado colombiano de deuda privada (durante el periodo estudiado solo se emitieron títulos con calificación crediticia, AAA y AA+), se evidencia que la calificación emitida por las agencias que miden el riesgo de los diferentes instrumentos en el mercado de valores colombiano es un importante determinante del costo de la deuda; esto es coherente con la teoría, que en general, acepta que el nivel de rentabilidad de una inversión se encuentra asociado principalmente con el nivel de riesgo de la misma. Aunque existen elementos que inciden en el nivel de riesgo de cada empresa (tamaño, endeudamiento, rentabilidad, relación con el entorno, capacidad de innovación, etc.), la calificación crediticia es una variable que representa apropiadamente el nivel de riesgo de los emisores y sus respectivos títulos valores.

Dado que la encuesta de gobierno corporativo Código País se empezó a diligenciar a partir del año 2007 no fue posible contar con un horizonte de estudio más amplio; solo se consideraron los procesos de emisión de bonos realizados durante los últimos 4 años (2007-2010). Debido a la dificultad de establecer un índice ponderado (no existen referentes en la teoría que permitan realizar una ponderación objetiva de las medidas incluidas) se utilizó un índice simple que considera todas las medidas de gobierno corporativo con la misma importancia; a pesar de que esto en la práctica no sea siempre así. Aunque el diligenciamiento de la encuesta Código País se encuentra reglamentado por la superintendencia financiera de Colombia, esta encuesta podría presentar algún tipo de sesgo por parte de quien la responde. Por esto se consideró conveniente realizar una validación previa de la misma, sin embargo, debido a la dificultad para obtener

información en documentos societarios de años anteriores no fue posible realizar este tipo de validación.

No obstante las limitaciones, este trabajo genera luces sobre el comportamiento del costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en el mercado de valores colombiano. Los hallazgos evidencian elementos que soportan la existencia de una relación negativa entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y costo de la deuda proveniente de emisión de bonos en empresas pertenecientes a los sectores real y de servicios públicos. En los resultados se observa que el nivel de gobierno corporativo comienza a ser relevante en el momento de decidir sobre una inversión, debido a que las prácticas de gobierno corporativo de una empresa reflejan de cierto modo algunos elementos a considerar en el nivel de riesgo; fundamentalmente permite a los inversionistas contar con mejores niveles de confianza en sus inversiones. Esto hace que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo comience a ser reconocida en el mercado de valores colombiano como un indicador que refleja el desempeño de las empresas y no como un simple requisito para la emisión de títulos valores; esto abre caminos para futuros estudios que relacionen el gobierno corporativo y el costo de la deuda. Este trabajo abarcó como eje central, la emisión de deuda de mediano y largo plazo. Este alcance podría ampliarse en futuras investigaciones al estudio de la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de otras fuentes de financiamiento (deuda de corto plazo, capital accionario).

BIBLIOGRAFÍA

ANDERSON, David; SWEENEY, Dennis y WILLIAMS, Thomas. Estadística para la Administración y Economía. 7 ed. México: Thomson Editores, 1999. 909 p.

ANDERSON, Ronald; MANSI, Sattar y REEB, David. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. En: Journal of Accounting & Economics, 37(3). 2004. p. 315-342.

_____ Founding family ownership and the agency cost of debt. En: Journal of Financial Economics, 68(2). 2003. p. 262-285.

ARANGO, Luis; MELO, Luis y VASQUEZ, Diego. BANCO DE LA REPÚBLICA. Estimación de la estructura a plazo de las tasas de interés en Colombia. [en línea]. Bogotá: 2007. [consultado 24 marzo 2011]. Disponible en <<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra196.pdf>>

ASHBAUGH-SKAIFE, Hollis; COLLINS, Daniel y LAFOND, Ryan. The effects of corporate governance on firms credit ratings. En: Journal of Accounting and Economics, 42(1). 2006. p. 203-243.

ASOBANCARIA. Bonos corporativos: Un mercado que requiere impulso. En: La semana económica, 599. [en línea]. 2007. [consultado 17 agosto 2011]. Disponible en <<http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/756092.PDF>>

WASQUITH, Paul; BEATTY, Anne y WEBER, Joseph. Performance pricing in bank debt contracts. En: Journal of Accounting and Economics, 40(1). 2005. p.101–128.

AUTOREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA. Programa para la educación del inversionista del mercado de valores. [en línea]. [consultado 21 marzo 2011]. Disponible en <<http://www.valoresbancolombia.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheadernam e1=content-type&blobheadernam e2=Content-Disposition&blobheadernam e3=MDT-Type&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3B+filenam e%3Dmyfile&blobheadervalue3=abinary%253B%2Bcharset%253DUTF-8&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1266523124185&ssbinary=true>>

BAEK, Jae-Seung; KANG, Jun-Koo y PARK, Kyung-Suh. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. En: Journal of Financial Economics, 71(2). 2004. p. 265–313.

BERENGUER CÁRCELES, Emma. La estimación de la estructura temporal de los tipos de interés: Metodología y aplicaciones. 2009, 219 p. Tesis (Doctorado). Universidad Nacional de Educación a Distancia. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Economía de la Empresa y Contabilidad.

BESLEY, Scott y BRIGHAM, Eugene. Essentials of Managerial Finance 14 ed. Mason, OH: Thomson South-Western, 2008. 834 p.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian y ROMANO, Roberta. The promise and peril of corporate governance indices. En: Columbia Law Review, 108(8). 2008. p. 1803-1882.

BHOJRAJ, Sanjeev y SENGUPTA, Partha. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. [en línea]. [consultado 24 marzo 2011]. Disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=291056>

BLACK, Bernard; JANG, Hasung y KIM, Woochan. Does corporate governance predict firms' market values?. En: Journal of Law Economics and Organizations, 22(2). 2006. p. 366-413.

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Informe de gestión 2010. [en línea]. [consultado 17 septiembre 2010]. Disponible en <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portaltbvc/Home/Accionistas/Informaci%C3%B3n+Financiera/Informes+de+Gesti%C3%B3n?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=43235582_12f1ff5060d_3cec0a84c5b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=-36c0e342_11de59a6ea2_-7972c0a84c5b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=-36c0e342_11de59a6ea2_-797bc0a84c5b>

BOTOSAN, Christine. Disclosure level and the cost of equity capital. En: The Accounting Review, 72(3). 1997. p. 323-349.

BYUN, Hae-Young. The cost of debt capital and corporate governance practices. En: Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 36(5). 2007. p. 765-806.

BYUN, Hae-Young; KWAK, Su-Keun y HWANG, Lee-Seok. The implied cost of equity capital and corporate governance practices. En: Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 37(1). 2008. p. 139-184.

CANAVOS, George. Probabilidad y Estadística: Aplicaciones y Métodos. 4 ed. España: Mc Graw Hill, 1988. 649 p.

CLAESSENS, Stijn. Corporate governance and development. En: World Bank Research Observer, 21(1). 2006. p. 91-122.

CONFECAMARAS. Código de mejores prácticas corporativas. [en línea]. [consultado 12 enero 2010]. Disponible en <<http://www.gobiernocorporativo.com.co/images/descargas/codigopais.pdf>>

_____ Código marco de buen gobierno corporativo para pequeñas y medianas empresas. [en línea]. [consultado 12 enero 2010]. Disponible en <www.igc-costarica.org/inc/download.php?file=37>

CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO. Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia. [en línea]. [consultado 12 enero 2010]. Disponible en <http://gc.caf.com/upload/pubs/Guia_Colombiana_de_Gobierno_Corporativo.pdf>

_____ Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo. [en línea]. [consultado 12 enero 2010]. Disponible en <<http://gc.caf.com/upload/pubs/Lineamientos%20para%20un%20Codigo%20Andino%20de%20GC.pdf>>

CHEN, Kevin; CHEN, Zhihong Y WEI, John. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. En: Journal of Corporate Finance, 15(3). 2009. p. 273-289.

CREMERS, Martijn; NAIR, Vinay y WEI, Chenyang. Governance mechanisms and bond prices. En: Review of Financial Studies, 20(5). 2007. p. 1359-1388.

DIAMOND, Douglas y VERRECCHIA, Robert. Disclosure, liquidity and the cost of capital. En: The Journal of Finance, 46(4). 1991. p.1325-1359.

DITTMAR, Amy y MAHRT-SMITH, Jan. Corporate governance and the value of cash holdings. En: Journal of Financial Economics, 83(3). 2007. p. 599–634.

DURNEV, Art y KIM, E. Han. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. En: The Journal of Finance, 40(3). 2005. p. 1461-1493.

EISENHARDT, Kathleen. Agency theory: An assessment and review. En: The Academy of Management Review, 14(1). 1989. p. 57-74.

ERTUGRUL, Mine y HEGDE, Shantaram. Board compensation practices and agency costs of debt. En: Journal of Corporate Finance, 14(5). 2008. p. 512-531.

FRANCIS, Bill; HASAN, Iftekhar; JOHN, Kose y WAISMAN, Maya. The effect of state antitakeover laws on the firm's bondholders. En: Journal of Financial Economics, 96. 2010. p.127–154.

FUNCHAL, Bruno; GALDI, Fernando y LOPES, Alexsandro. Interactions between corporate governance, bankruptcy law and firms' debt financing: The brazilian case. En: Brazilian Administration Review, 5(3). 2008. p. 245-259.

GARAY, Urbi et al. Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas. En: Estudio IESA, 24. 2006. p. 1-22.

GILLAN, Stuart. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. En: Journal of Corporate Finance, 12(3). 2006. p. 381-402.

GOMPERS, Paul; ISHII, Joy y METRICK, Andrew. Corporate governance and equity prices source. En: The Quarterly Journal of Economics, 118(1). 2003. p. 107-155.

GUEDES, Jose y OPLER, Tim. The determinants of the maturity of corporate debt issues. En: The Journal of Finance, 51(5). 1996. p. 1809-1833.

GUJARATI, Damodar. Econometría. 4 ed. México: Mc Graw Hill, 2003. 972 p.

GUTIÉRREZ, Luis y POMBO, Carlos. BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia. [en línea]. Washington: 2007. [consultado 02 enero 2010]. Disponible en <<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=1229987>>

HAMBRICK, Donald; WERDER, Axel y ZAJAC, Edward. New directions in corporate governance research. En: Organization Science, 19(3). 2008. p. 381-385.

HART, Oliver. Corporate governance: Some theory and implications. En: The Economic Journal, 105(430). 1995. p. 678-689.

Hospital Universitario Ramón y Cajal. El problema de la colinealidad. [en línea]. [consultado 29 agosto 2011]. Disponible en <http://www.hrc.es/bioest/Reglin_15.html#Bels>

JEFFERS, Esther. Corporate governance: Toward converging models?. En: Global Finance Journal, 16. 2005. p. 221– 232.

JENSEN, Michael. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. En: The journal of finance, 48(3). 1993. p. 831-850.

JENSEN, Michael y MECKLING, William. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. En: Journal of Financial Economics. 3(4). 1976. p. 305-360.

JOHN, Kose y SENBET, Lemma. Corporate governance and board effectiveness. En: Journal of Banking & Finance, 22(4). 1998. p. 371-403.

KLAPPER, Leora y LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. En: Journal of Corporate Finance, 10(5). 2004. p. 703-728.

KLOCK, Mark; MANSI, Sattar y MAXWELL, Willian. Does corporate governance matter to bondholders?. En: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40(4). 2005. p. 693-719.

LANGENBAEK, Andrés y ORTIZ, Jaime. Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa. En: Borradores de Economía, 447. 2007. p. 1-37.

LEAL, Ricardo y CARVALHAL-DA-SILVA, André. BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). [en línea]. Washington: 2005. [consultado 06 junio 2010]. Disponible en <http://www.istfin.eco.usi.ch/r_leal.pdf>

MANSI, Sattar; MAXWELL, Willian y MILLER, Darius. Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investors? Evidence from the Bond Market. En: Journal of Accounting Research, 42(4). 2004. p. 755-793.

MASCAREÑAS, Juan. UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID. El coste del capital. [en línea]. [consultado 05 agosto 2011]. Disponible en <<http://www.ucm.es/info/jmas/mon/26.pdf>>

_____ UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID. La estructura temporal de los tipos de interés. [en línea]. [consultado 11 febrero 2011]. Disponible en <<http://www.ucm.es/info/jmas/mon/07.pdf>>

MISHRA, Dev. Excess control, corporate governance and implied cost of equity: International evidence. En: The Financial Review, 44. 2009. p. 489--524.

MITTON, Todd. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. En: Journal of Financial Economics, 64(2). 2002. p. 215-241.

ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO. Principios de gobierno corporativo de la OCDE. Madrid: Versión Española de OECD Principles of Corporate Governance, 2004. p. 1-69.

PAZ-ARES, Cándido. UNIVERSIDAD AUTONOMA DE MADRID. El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor. [en línea]. [consultado 13 agosto 2010]. Disponible en <http://www.indret.com/pdf/182_es.pdf>

RAJAN, Raghuram y WINTON, Andrew. Covenants and Collateral as Incentives to Monitor. En: The Journal of Finance, 50(4). 1995. p. 1113-1146.

RAMIREZ, Fabian. UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN. Conceptos y Construcción de la Curva de Rendimiento de TES en Colombia con las Metodologías de Nelson-Siegel y Svensson. [en línea]. [consultado 08 junio 2011]. Disponible en <<http://www.udem.edu.co/NR/rdonlyres/96189867-FB5C-4C72-B92C-520A6885922E/2936/pubfabianPonenciaConceptosyConstrucci%C3%B3ndelaCurvade.pdf>>

RESTREPO, Francisco; MANTILLA, Gabriel y HOLGUÍN, Darinel. Calificación del riesgo en el mercado de capitales colombiano. 2009, 72 p. Tesis (Especialización). Universidad de Medellín. Departamento de Ciencias Sociales y Humanas.

RIAÑO, Sandra. Gobierno corporativo en Colombia. Tendencias actuales. En: ADMINISTRER, 15, 2009. p. 137-153.

ROBERTS, Gordon y YUAN, Lianzeng. Does institutional ownership affect the cost of bank borrowing?. En: Journal of Economics and Business, 2009. p. 28

ROSS, Stephen; RANDOLPH, Westerfield y JEFFREY, Jaffe. Finanzas Corporativas. 7 ed. México: Mc Graw Hill, 2005. 898 p.

SENGUPTA, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. En: The Accounting Review, 73(4). 1998. p. 459-474.

SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. En: Journal of Finance, 52(2). 1997. p. 737-783.

SUEYOSHI , Toshiyuki; GOTO, Mika y OMI, Yusuke. Corporate governance and firm performance: Evidence from Japanese manufacturing industries after the lost decade. En: European Journal of Operational Research, 203(3). 2010. p. 724-736.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Documento conceptual de gobierno corporativo. [en línea]. [consultado 23 marzo 2010]. Disponible en <<http://www.superfinanciera.gov.co/GobiernoCorporativo/doccongb200810pub.pdf>>

TIROLE, Jean. Corporate governance. En: Econométrica, 69(1). 2001. p. 1-35.

VECINO, Carlos. Foreign Direct Investment in Latin America. Colombia: Publicaciones UIS, 2007. 215 p.

WADNIPAR, Sandra y CRUZ, Juan. Determinación de la estructura de capital de las empresas colombianas. En: Revista Soluciones de Postgrado EIA, 1. 2008. p. 23-44.

WANG, Ashley y ZHANG, Gaiyan. Institutional ownership and credit spreads: An information asymmetry perspective. En: Journal of Empirical Finance, 16(4). 2009. p. 597-612.

WEBER, Joseph. Discussion of the effects of corporate governance on firms' credit ratings. En: Journal of Accounting and Economics, 42(1). 2006. p. 245–254.

WILLIAMSON, Oliver. Corporate governance. En: The Yale Law Journal, 93(7). 1984. p. 1197-1230.

ANEXOS

ANEXO A. Encuesta Código País

1. ¿En la última Asamblea General de Accionistas, fue puesta a disposición de aquellos, dentro del término de la convocatoria y en el domicilio social, la documentación necesaria para su debida información sobre los temas a tratar? (Medida 1).
2. ¿La información puesta a disposición de los accionistas, durante el término de la Convocatoria a la Asamblea General de Accionistas, contiene la propuesta de candidatos a integrar la Junta Directiva? (Medida 2).
3. **En caso de que el emisor tenga vinculación con una matriz y/o subordinadas** ¿El emisor tuvo a disposición de los accionistas la información financiera sobre las sociedades subordinadas y la matriz del emisor? (Medida 2).
4. **En caso de que el emisor tenga página Web** ¿La convocatoria de la última Asamblea General de Accionistas y de cualquier otra información necesaria para el desarrollo de la misma, fue difundida en la página Web del emisor? (Medida 3).
5. ¿Se desagregaron los diferentes asuntos por tratar en el orden del día establecido para las Asambleas de Accionistas llevada a cabo durante el período evaluado? (Medida 4).
6. **En el caso de haberse adelantado una segregación (Preguntas 6 hasta 7)** ¿La segregación fue aprobada por la Asamblea General de Accionistas? (Medida 5).
7. ¿La segregación fue incluida en la Convocatoria de la Asamblea dónde fue adoptada? (Medida 6).
8. **En el caso de haberse modificado el objeto social del emisor** ¿El cambio de objeto social fue incluido en la Convocatoria de la Asamblea dónde fue adoptada? (Medida 6).
9. **En el caso de haberse adoptado en la asamblea de accionistas la renuncia al derecho de preferencia en la suscripción** ¿La renuncia al derecho de preferencia en la suscripción, fue incluida en la Convocatoria de la Asamblea dónde fue adoptada? (Medida 6).

10. **En el caso en que la Asamblea de Accionistas haya modificado el domicilio social** ¿El cambio del domicilio social, fue incluido en la Convocatoria de la Asamblea dónde fue adoptada? (Medida 6).
11. **En el caso en que la Asamblea de Accionistas haya adoptado la disolución anticipada** ¿La disolución anticipada, fue incluida en la Convocatoria de la Asamblea dónde fue adoptada? (Medida 6).
12. ¿El emisor cuenta con mecanismos electrónicos que permitan a los accionistas que no pueden asistir a la Asamblea de Accionistas, accedan a información sobre su desarrollo? (Medida 7).
13. **En el caso en que durante el período evaluado se hayan realizado operaciones relevantes con vinculados económicos diferentes a aquellas respecto de las cuales concurren simultáneamente las siguientes condiciones: a Que se realicen a tarifas de mercado, fijadas con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio del que se trate, y b Que se trate de operaciones del giro ordinario del emisor, que no sean materiales** ¿Las operaciones relevantes realizadas con vinculados económicos a que hace referencia el supuesto, salvo que por disposición legal expresa el emisor no pueda adelantar, fueron aprobadas por la Asamblea General de Accionistas? (Medida 8).
14. ¿El emisor da a conocer al público con claridad, exactitud e integridad, los derechos y obligaciones inherentes a la calidad de accionistas? (Medida 9).
15. ¿El emisor pone en conocimiento del público de manera permanente las clases de acciones emitidas? (Medida 10).
16. ¿El emisor pone en conocimiento del público de manera permanente la cantidad de acciones emitidas? (Medida 10).
17. ¿El emisor pone en conocimiento del público de manera permanente la cantidad de acciones en reserva para cada clase de acciones? (Medida 10).
18. ¿El emisor cuenta con un reglamento interno de funcionamiento de la asamblea general de accionistas? (Medida 11).
19. **En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Asamblea de Accionistas** ¿El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas incluye medidas sobre su Convocatoria? (Medida 11).

20. ***En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Asamblea de Accionistas*** ¿El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas incluye medidas sobre su Celebración? (Medida 11).
21. ¿La Junta Directiva del emisor está conformada por un número impar de miembros suficiente para el adecuado desempeño de sus funciones? (Medida 12).
22. ¿La Junta Directiva del emisor se reúne al menos una vez por mes? (Medida 13).
23. ¿La Junta Directiva cuenta con Reglamento Interno de Funcionamiento? (Medida 14).
24. ***En el caso en que el emisor cuente con un reglamento interno de Funcionamiento de la Junta Directiva (Preguntas 24 hasta 32)*** ¿El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva fue informado a todos los accionistas del emisor? (Medida 14).
25. ¿El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva tiene carácter vinculante para todos los miembros de la misma? (Medida 14).
26. ¿El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva contempla el tema de la información que se debe poner a disposición de los miembros de Junta Directiva nombrados por primera vez y en general lo sugerido en la Medida 18? (Medida 14).
27. ¿El reglamento interno de funcionamiento de la Junta Directiva contempla que en las actas de las reuniones se identifiquen los soportes que sirvieron de base para la toma de decisiones, así como las razones de conformidad o disconformidad tenidas en cuenta para la toma de las mismas y en general lo sugerido en la Medida 19? (Medida 14).
28. ¿El reglamento interno de funcionamiento de la Junta Directiva contempla el término de antelación a la reunión de Junta Directiva dentro del cual se presentará la información a los miembros y en general lo sugerido en la Medida 20? (Medida 14).
29. ¿El término de antelación a la reunión dentro del cual se presentará la información a los miembros de Junta estipulado en el Reglamento Interno de Funcionamiento es inferior a dos (2) días? (Medida 20).
30. ¿El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva establece los medios a través de los cuales los miembros de Junta Directiva podrán

recabar la información presentada a los mismos antes de la reunión? (Medida 20).

31. ¿El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva contempla la posibilidad que dicho órgano, a solicitud de cualquiera de sus miembros, pueda contratar un asesor externo para contribuir con elementos de juicio necesarios para la adopción de determinadas decisiones? (Medida 22).
32. ¿El Reglamento Interno de Funcionamiento de la Junta Directiva contempla las condiciones bajo las cuales dicho órgano, a solicitud de cualquiera de sus miembros, puede contratar un asesor externo para contribuir con elementos de juicio necesarios para la adopción de determinadas decisiones? (Medida 22).
33. ¿Para designar un miembro de la Junta Directiva, el emisor tiene en cuenta que el potencial miembro cumpla con requisitos de trayectoria profesional, formación académica y de experiencia para el mejor desarrollo de sus funciones? (Medida 15).
34. ¿La mayoría de los miembros de la Junta Directiva u órgano que haga sus veces es independiente? (Medida 16).
35. ¿Los miembros de Junta Directiva informan la existencia de relaciones directas o indirectas que mantienen con algún grupo de interés, de las que puedan derivarse situaciones de conflicto de interés o influir en la dirección de su opinión o voto? (Medida 17).
36. ¿El emisor pone a disposición de sus miembros de Junta Directiva nombrados por primera vez, la información suficiente para que pueda tener un conocimiento específico respecto del emisor y del sector en que se desarrolla? (Medida 18).
37. ¿El emisor pone a disposición de sus miembros de Junta Directiva nombrados por primera vez, la información relacionada con las responsabilidades, obligaciones y atribuciones que se derivan del cargo? (Medida 18).
38. ¿Las actas de las reuniones de Junta Directiva identifican los estudios, fundamentos y demás fuentes de información que sirven de base para la toma de decisiones? (Medida 19).
39. ¿Las actas de las reuniones de Junta Directiva incluyen las razones de conformidad y disconformidad tenidas en cuenta para la toma de decisiones? (Medida 19).

40. ¿El emisor pone a disposición de los miembros de la Junta Directiva, con por lo menos dos (2) días o más de anticipación la información que sea relevante para la toma de decisiones, de acuerdo con el orden del día contenido en la Convocatoria ? (Medida 20).
41. ***En el caso en que la junta directiva del emisor cuente con miembros suplentes*** ¿El emisor cuenta con mecanismos que permitan que los Miembros Suplentes se mantengan adecuadamente informados de los temas sometidos a consideración de la Junta Directiva, de manera que cuando reemplacen a los miembros principales, cuente con el conocimiento necesario para desempeñar esta labor? (Medida 21).
42. ¿El emisor cuenta con una partida presupuestal que respalda la eventual contratación de un asesor externo, por parte de la Junta Directiva, a solicitud de cualquiera de sus miembros, para contribuir con elementos de juicio necesarios para la adopción de determinadas decisiones? (Medida 22).
43. ***En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas de nombramientos y retribuciones (Preguntas 43 hasta 47)*** ¿El comité de Nombramientos y Retribuciones está conformado con por lo menos un miembro de la Junta Directiva? (Medida 23).
44. ¿El comité de Nombramientos y Retribuciones apoya a la Junta Directiva en la revisión del desempeño de la alta gerencia, entendiendo por ella al Presidente y a los funcionarios del grado inmediatamente inferior? (Medida 24).
45. ¿El comité de Nombramientos y Retribuciones propone una política de remuneraciones y salarios para los empleados del emisor, incluyendo la alta gerencia? (Medida 24).
46. ¿El comité de Nombramientos y Retribuciones propone el nombramiento, remuneración y remoción del Presidente de la compañía o quien haga sus veces? (Medida 24).
47. ¿El comité de Nombramientos y Retribuciones propone los criterios objetivos por los cuales el emisor contrata a sus principales ejecutivos? (Medida 24).
48. ***En el caso en que exista un comité permanente, diferente al exigido legalmente, que tenga como función, entre otras, apoyar a la Junta Directiva en temas gobierno corporativo (Preguntas 48 hasta 53)*** ¿El

comité de Gobierno Corporativo está conformado con por lo menos un miembro de la Junta Directiva? (Medida 23).

49. ¿El comité de Gobierno Corporativo propende por que los accionistas y el mercado en general, tengan acceso de manera completa, veraz y oportuna a la información del emisor que deba revelarse? (Medida 25).
50. ¿El comité de Gobierno Corporativo informa acerca del desempeño del Comité de Auditoría? (Medida 25).
51. ¿El comité de Gobierno Corporativo revisa y evalúa la manera en que la Junta Directiva dio cumplimiento a sus deberes durante el período? (Medida 25).
52. ¿El comité de Gobierno Corporativo monitorea las negociaciones realizadas por miembros de la Junta con acciones emitidas por la compañía o por otras compañías del mismo grupo? (Medida 25).
53. ¿El comité de Gobierno Corporativo supervisa el cumplimiento de la política de remuneración de administradores? (Medida 25).
54. ¿El Comité de Auditoría se pronuncia, mediante la producción de un informe escrito, respecto de las posibles operaciones que se planean celebrar con vinculados económicos? (Medida 26).
55. ¿El Comité de Auditoría verifica que las posibles operaciones que se planean celebrar con vinculados económicos se realicen en condiciones de mercado y que no vulneran la igualdad de trato entre los accionistas? (Medida 26).
56. ¿Además de las funciones establecidas en la ley o los estatutos, el Comité de Auditoría establece las políticas, criterios y prácticas que utilizará el emisor en la construcción, revelación y divulgación de su información financiera? (Medida 26).
57. ¿Además de las funciones establecidas en la ley o los estatutos, el Comité de Auditoría define mecanismos para consolidar la información de los órganos de control del emisor para la presentación de la información a la Junta Directiva? (Medida 26).
58. ¿El emisor cuenta con un punto de atención o de contacto, a disposición de sus inversionistas que sirve de canal de comunicación entre estos y aquella? (Medida 27).

59. ¿Cuándo a criterio del emisor, se considera que la respuesta a un inversionista puede colocarlo en ventaja, éste garantiza el acceso a dicha respuesta a los demás inversionistas de manera inmediata, de acuerdo con los mecanismos que el emisor ha establecido para el efecto, y en las mismas condiciones económicas? (Medida 28).
60. ¿Un grupo de accionistas puede solicitar la realización de auditorías especializadas? (Medida 29).
61. En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, ¿Existe un procedimiento que precise el porcentaje accionario a partir del cual se puede solicitar auditorías especializadas? (Medida 30).
62. En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, ¿Existe un procedimiento que precise las razones por las cuales se definió el porcentaje accionario a partir del cual se puede solicitar auditorías especializadas? (Medida 30).
63. En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, ¿Existe un procedimiento que precise los requisitos de la solicitud de auditoría especializada?.
64. En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, ¿Existe un procedimiento que precise a quién corresponde la práctica de la auditoría especializada y cómo se procede a su designación? (Medida 30).
65. En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, ¿Existe un procedimiento que precise quién debe asumir el costo de la auditoría especializada? (Medida 30).
66. En el caso en que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas, ¿Los plazos previstos para cada una de las etapas o pasos del procedimiento relativo a la contratación de la auditoría especializada, son precisos? (Medida 30).
67. ¿Existen mecanismos previstos por el emisor, que permiten divulgar a los accionistas y demás inversionistas, los hallazgos materiales resultantes de actividades de control interno? (Medida 31).
68. ¿El emisor divulga al mercado las políticas generales aplicables a la remuneración y a cualquier beneficio económico que se concede a: Miembros de Junta Directiva, Representante legal, Revisor Fiscal, Asesores externos, Auditores externos? (Medida 32).

69. ¿El emisor divulga al mercado los contratos celebrados con sus directores, administradores, principales ejecutivos y representantes legales, incluyendo sus parientes, socios y demás relacionados? (Medida 33).
70. ¿El emisor divulga al mercado sus normas internas sobre resolución de conflictos? (Medida 34).
71. ¿El emisor divulga al mercado los criterios aplicables a las negociaciones que sus directores, administradores y funcionarios realicen con las acciones y los demás valores emitidos por ellas, como por ejemplo el derecho de preferencia? (Medida 35).
72. ¿El emisor divulga al mercado las hojas de vida de los miembros de las Juntas Directivas y de los órganos de control interno, y de no existir éstos, de los órganos equivalentes, al igual que de los representantes legales, de tal manera que permitan conocer su calificación y experiencia, con relación a la capacidad de gestión de los asuntos que les corresponda atender? (Medida 36).
73. ¿El emisor designó como revisor fiscal a personas o firmas que hayan recibido ingresos de la compañía y/o de sus vinculados económicos, que representan el 25% o más de sus últimos ingresos anuales? (Medida 37).
74. ¿El emisor o sus vinculados económicos contratan con el Revisor Fiscal servicios distintos a los de auditoría? (Medida 38).
75. ¿Los contratos del emisor con el revisor fiscal establecen cláusulas de rotación de las personas naturales que efectúan la función de revisoría con una periodicidad de cinco (5) años? (Medida 39).
76. ¿El emisor exige al revisor fiscal que la persona que haya sido rotada deba esperar por lo menos dos (2) años para retomar la revisoría de la misma compañía? (Medida 39).
77. ¿El emisor adopta medidas necesarias para informar a sus accionistas del procedimiento jurisdiccional con que cuentan para hacer efectiva la protección de sus derechos ante la Superintendencia Financiera de Colombia? (Medida 40).
78. ¿El emisor ha adoptado, para la solución de conflictos que se presenten entre el emisor con los accionistas, entre los accionistas y administradores y entre los accionistas, la vía de arreglo directo? (Medida 41).

79. ¿El emisor prevé una forma alternativa de solución, para los conflictos que se presenten entre el emisor con los accionistas, entre los accionistas y administradores y entre los accionistas? (Medida 41).
80. Si se cuenta con prácticas de gobierno corporativo adicionales a las recomendadas por el Código de Mejores Prácticas Corporativas, en esta sección se da la opción para que el emisor las dé a conocer.

ANEXO B. Índice de gobierno corporativo Código País

Preg	Tema	Medida Evaluada	Puntos
I ASAMBLEA GENERAL DE ACCIONISTAS			
Convocatoria de la Asamblea			
1	Disposición de información	1	1.00
2	Propuesta de Candidatos Junta Directiva	2	0.50
3	Información subordinadas y matriz	2	0.50
4	Convocatoria e información Web	3	1.00
5	Desagregación de asuntos	4	1.00
Total Convocatoria de la Asamblea			4.00
Celebración de la Asamblea			
6	Aprobación de segregación	5	1.00
7	Segregación incluida en convocatoria	6	0.20
8	Modificación objeto social	6	0.20
9	Renuncia preferencia de suscripción	6	0.20
10	Modificación domicilio social	6	0.20
11	Disolución anticipada	6	0.20
12	Mecanismos electrónicos	7	1.00
13	Operaciones relevantes	8	1.00
Total Celebración de la Asamblea			4.00
Derecho y Trato Equitativo de los Accionistas			
14	Conocimiento de obligaciones accionistas	9	1.00
15	Publicación clases de acciones emitidas	10	0.33
16	Publicación cantidad de acciones emitidas	10	0.33
17	Publicación cantidad de acciones en reserva	10	0.33
18	Existencia de reglamento interno	11	0.33
19	Inclusión de medidas sobre convocatoria	11	0.33
20	Inclusión de medidas sobre celebración	11	0.33
Total Derecho y Trato Equitativo de los Accionistas			3.00
TOTAL SUBÍNDICE I ASAMBLEA GENERAL DE ACCIONISTAS			11.00
II JUNTA DIRECTIVA			
Tamaño, Conformación y Funcionamiento			
21	Número de miembros impar	12	1.00
22	Frecuencia de reunión	13	1.00
23	Existencia de reglamento interno	14	0.17
24	Comunicación del reglamento interno a accionistas	14	0.17

25	Carácter vinculante del reglamento interno	14	0.17
26	Información a miembros de junta directiva	14	0.17
27	Soportes para toma de decisiones en reglamento	14	0.17
28	Termino de antelación para entrega de información	14	0.17
29	Termino de antelación menor a dos días	20	0.33
30	Medios para recabar información	20	0.33
31	Posibilidad de contratación de asesor externo	22	0.33
32	Condiciones contratación de asesor externo	22	0.33
33	Requisitos de designación	15	1.00
34	Independencia de la junta directiva	16	1.00
	Total Tamaño, Conformación y Funcionamiento		6.33
Deberes y Derechos del Miembro de la Junta Directiva			
35	Información de conflictos de interés	17	1.00
36	Información para nuevos miembros	18	0.50
37	Responsabilidad nuevos miembros	18	0.50
38	Identificación bases para toma de decisiones	19	0.50
39	Puntos de acuerdo y desacuerdo en toma de decisiones	19	0.50
40	Información en termino menor a 2 días	20	0.33
41	Mecanismos de información miembros suplentes	21	1.00
42	Partida presupuestal asesor externo	22	0.33
	Total Deberes y Derechos del Miembro de la Junta Directiva		4.67
Comités de Apoyo			
43	Conformación del comités de nombramientos y retribuciones	23	0.50
44	Evaluación desempeño de alta gerencia	24	0.25
45	Proposición política de remuneraciones	24	0.25
46	Nombramiento, remoción y remuneración del presidente	24	0.25
47	Nombramiento de principales ejecutivos	24	0.25
48	Conformación del comité de gobierno corporativo	23	0.50
49	Información al mercado y accionistas	25	0.20
50	Información desempeño del comité de auditoria	25	0.20
51	Evaluación del cumplimiento de junta directiva	25	0.20
52	Operaciones realizadas por miembros de junta directiva	25	0.20
53	Supervisión política de remuneraciones de administradores	25	0.20
54	Pronunciamiento operaciones vinculadas	26	0.25
55	Verificación operaciones vinculadas	26	0.25
56	Definición políticas de divulgación	26	0.25
57	definición de mecanismos en órganos de control	26	0.25
	Total Comités de Apoyo		4.00
TOTAL SUBÍNDICE II JUNTA DIRECTIVA			15.00

III REVELACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y NO FINANCIERA

Solicitudes de Información

58	Atención a inversionistas	27	1.00
59	Información equitativa a accionistas	28	1.00
60	Solicitud de auditorías especializadas	29	1.00
61	Procedimiento auditorías especializadas	30	0.17
62	Razones del procedimiento	30	0.17
63	Requisitos de solicitud auditoria especializada	30	0.17
64	Designación de la auditoria especializada	30	0.17
65	Atribución del costo de la auditoria especializada	30	0.17
66	Plazos auditoria especializadas	30	0.17
	Total Solicitudes de Información		4.00

Información al Mercado

67	Mecanismos de divulgación de actividades de control	31	1.00
68	Divulgación de remuneración	32	1.00
69	Divulgación de contratos con relacionados	33	1.00
70	Divulgación de normas internas resolución de conflictos	34	1.00
71	Divulgación de criterios en negociaciones de acciones	35	1.00
72	Divulgación de hojas de vida	36	1.00
	Total Información al Mercado		6.00

Revisor Fiscal

73	Ingresos del revisor fiscal mayores al 25%	37	1.00
74	Revisor fiscal exclusivo en servicios de auditoria	38	1.00
75	Rotación del personal de auditoria	39	0.50
76	Espera en rotación	39	0.50
	Total Revisor Fiscal		3.00

TOTAL SUBÍNDICE III REVELACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y NO FINANCIERA

13.00

IV RESOLUCIÓN DE CONTROVERSIAS

Resolución de Controversias

77	Información a accionistas sobre protección de derechos	40	1.00
78	Arreglo directo para solución de conflictos	41	0.50
79	Formas alternativas de resolución de conflictos	41	0.50
	TOTAL SUBÍNDICE IV RESOLUCIÓN DE CONTROVERSIAS		2.00

Total IGCCP

41.00

ANEXO C. Nivel general de cumplimiento de las medidas de gobierno corporativo del Código País, de acuerdo a la clase de emisor

Tabla 4.2 Nivel general de aplicación de las medidas de gobierno corporativo incluidas en el Código País

Medida	Emisores no Financieros				Emisores Financieros			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
1	83.3	100.0	91.7	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2	-	75.0	66.7	71.4	33.3	28.6	50.0	53.3
3	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	91.7	93.3
4	66.7	75.0	75.0	85.7	33.3	85.7	91.7	60.0
5	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
6	100.0	100.0	100.0	100.0	88.9	100.0	100.0	86.7
7	50.0	50.0	50.0	85.7	11.1	42.9	58.3	53.3
8	100.0	75.0	100.0	85.7	77.8	100.0	91.7	86.7
9	83.3	100.0	83.3	100.0	77.8	71.4	83.3	86.7
10	50.0	75.0	91.7	100.0	66.7	71.4	75.0	86.7
11	33.3	75.0	75.0	85.7	55.6	57.1	66.7	80.0
12	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
13	66.7	100.0	66.7	85.7	100.0	100.0	100.0	100.0
14	16.7	25.0	50.0	85.7	33.3	42.9	50.0	46.7
15	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
16	33.3	25.0	58.3	71.4	55.6	85.7	66.7	93.3
17	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
18	100.0	100.0	91.7	100.0	100.0	100.0	100.0	93.3
19	100.0	100.0	100.0	100.0	88.9	100.0	83.3	93.3
20	33.3	50.0	66.7	100.0	55.6	42.9	58.3	40.0
21	50.0	100.0	91.7	100.0	88.9	85.7	100.0	93.3

Tabla 4.3 Continuación...

Medida	Emisores no Financieros				Emisores Financieros			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
22	16.7	50.0	58.3	71.4	22.2	42.9	50.0	40.0
23	-	50.0	41.7	71.4	44.4	42.9	41.7	33.3
24	-	-	25.0	57.1	33.3	28.6	50.0	26.7
25	-	-	16.7	42.9	11.1	28.6	25.0	13.3
26	50.0	-	41.7	57.1	22.2	28.6	33.3	20.0
27	100.0	100.0	91.7	100.0	100.0	100.0	91.7	100.0
28	66.7	100.0	91.7	85.7	88.9	85.7	91.7	86.7
29	100.0	75.0	83.3	85.7	100.0	100.0	100.0	100.0
30	-	-	16.7	28.6	33.3	42.9	41.7	33.3
31	66.7	100.0	100.0	100.0	88.9	100.0	83.3	86.7
32	-	25.0	33.3	28.6	33.3	14.3	8.3	20.0
33	50.0	75.0	58.3	42.9	66.7	85.7	66.7	60.0
34	100.0	75.0	75.0	100.0	100.0	85.7	83.3	93.3
35	66.7	75.0	66.7	71.4	77.8	85.7	75.0	73.3
36	33.3	75.0	75.0	85.7	55.6	57.1	66.7	60.0
37	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
38	100.0	100.0	100.0	100.0	88.9	100.0	75.0	80.0
39	33.3	50.0	58.3	71.4	44.4	42.9	41.7	53.3
40	50.0	25.0	50.0	71.4	22.2	42.9	33.3	46.7
41	83.3	75.0	75.0	85.7	66.7	71.4	75.0	66.7

Fuente: El autor

ANEXO D. Coeficientes de correlación de Pearson para el modelo 2.1

Tabla 4.10 Coeficientes de correlación de Pearson para el modelo 2.1

	Econvocatoria	Ecelebración	Ederechos	Eestructura	Edeberes	Ecomités	Esolicitudes	Einformación	Erevisor Fiscal
Panel A. Emisores no Financieros									
Ecelebración	0.400**								
Ederechos	0.731***	0.446**							
Eestructura	0.495***	0.124	0.419**						
Edeberes	0.776***	0.127	0.689***	0.568***					
Ecomités	0.324	0.340	0.508***	0.469**	0.435**				
Esolicitudes	0.310	0.269	0.609***	-0.062	0.330	0.417**			
Einformación	0.520***	0.507***	0.735***	-0.009	0.396**	0.397**	0.677***		
Erevisor Fiscal	0.245	0.220	0.645***	0.154	0.286	0.173	0.517***	0.551***	
Econtroversias	-0.040	0.182	0.200	-0.116	-0.017	0.593***	0.626***	0.445**	0.141
Panel B. Emisores Financieros									
Ecelebración	0.438***								
Ederechos	0.229	0.439***							
Eestructura	0.333**	0.353**	0.600***						
Edeberes	0.367**	0.445***	0.509***	0.566***					
Ecomités	0.469***	0.484***	0.559***	0.713***	0.627***				
Esolicitudes	0.425***	0.578***	0.338**	0.465***	0.560***	0.648***			
Einformación	0.522***	0.423***	0.462***	0.539***	0.450***	0.694***	0.619***		
Erevisor Fiscal	0.214	0.258	0.302**	0.352**	0.176	0.457***	0.293	0.220	
Econtroversias	0.591***	0.449***	0.538***	0.307**	0.467***	0.465***	0.492***	0.474***	0.339**

Fuente: El autor