

**Caracterización de prácticas de Gobierno Corporativo de una
organización en proceso de reestructuración empresarial: El caso
Fabricato S.A.**

Sandra Milena Calvo Sánchez
scalvos@eafit.edu.co

José David Villada Alzate
jvillad7@eafit.edu.co

Trabajo de grado presentado para optar el título de Magister en Administración Financiera

Asesora:

Sandra Constanza Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co

Universidad EAFIT
Escuela de Administración
Maestría en Administración Financiera- MAF
Medellín
2017

Contenido

1. Introducción.....	5
2. Marco teórico.....	9
3. Metodología.....	15
4. Resultados.....	16
4.1 Derechos de los accionistas	18
4.2 Asamblea general de accionistas (AGA).....	18
4.3 Junta directiva	19
4.4 Arquitectura de control	21
4.5 Transparencia de la información.....	22
4.6 Estructura de propiedad e información de los accionistas mayoritarios.....	22
4.7 Incidencia del gobierno corporativo en los principales indicadores financieros	27
4.8 Probabilidad de quiebra	36
4.9 Comparativo entre las empresas analizadas.....	37
5. Conclusiones.....	37
6. Recomendaciones	39
Referencias	40

Lista de gráficos

Gráfico 1. Hilo conductor del marco teórico.....	9
Gráfico 2. Nivel de incumplimiento en las encuestas de buenas prácticas de gobierno corporativo.....	17
Gráfico 3. Caracterización inversionistas Fabricato S.A.....	23
Gráfico 4. Inversionistas institucionales nacionales - comparativo	25
Gráfico 5. Inversionistas institucionales extranjeros - comparativo.....	26
Grafico 6. Ventas totales - comparativo	28
Grafico 7. EBITDA - comparativo	29
Gráfico 8. Capital de Trabajo Neto Operativo - comparativo	30
Gráfico 9. Margen EBITDA - comparativo.....	31
Gráfico 10. Utilidad neta - comparativo	32
Gráfico 11. ROE - comparativo	33
Gráfico 12. ROA - comparativo	34
Gráfico 13. ROIC - comparativo	35
Gráfico 14. Probabilidad de quiebra modelo Z-Altman - comparativo.....	36

Lista de tablas

Tabla 1. Nivel de incumplimiento en las encuestas de buenas prácticas de gobierno corporativo.....	17
Tabla 2. Caracterización junta directiva	19
Tabla 3. Resumen comparativo entre las empresas analizadas	37

Resumen

Actualmente, a nivel nacional e internacional, se han presentado afamados casos de corrupción financiera en compañías muy importantes en los que se identifican las fallas en la ética corporativa dentro de las prácticas de gobernabilidad empresarial como factor común, afectando así sus accionistas. El presente documento se centra en caracterizar las prácticas de Gobierno Corporativo (GC) en la organización Fabricato S.A. en proceso de reestructuración y se identifica de qué manera dichas prácticas pueden incidir en sus resultados financieros. Además, se analiza la situación financiera de los últimos años de esta organización mediante el uso de herramientas de análisis cualitativo y cuantitativo, partiendo de la información que permita describir su situación en cuanto al GC y su posible incidencia en la situación financiera. Los resultados muestran entre el 2011 y 2016 la probabilidad de quiebra de Coltejer, que ha sido alta en tres años, mientras Fabricato sólo presenta probabilidad alta el último año, lo cual va de la mano con los resultados obtenidos en cuanto a porcentaje de cumplimiento de las medidas del Código País, donde Coltejer muestra un 57% de cumplimientos mientras Fabricato presenta un 76% de cumplimiento.

Palabras claves: Gobierno Corporativo, Reestructuración, Accionistas, Indicadores financieros.

Abstract

Currently, at the national and international level have been made famous cases of financial corruption in very important companies in the identified failures in the corporate ethics within the practices of corporate governance as a common factor, thus affecting their shareholders. In this sense, this paper will focus on characterizing the practices of corporate governance (CG) in the organization Fabricato S.A. in the process of restructuring and identified how such practices could have an impact on its financial results. One of the purposes that guide the research is the development of an improvement plan to propose the implementation of strategies that allow the adoption of good corporate governance practices in the prevention of an insolvency process. In addition, we will look at the financial situation of the last years of the organization to analyze by applying tools of qualitative and quantitative analysis on the basis of the information to describe your situation in terms of the CG and its impact on the financial status.

Key words: Corporate Governance, Restructuring, Shareholders, Financial Indicators.

1. Introducción

Diversos estudios en todo el mundo identifican la existencia de correlación entre el buen gobierno corporativo y la sostenibilidad de una empresa, es decir, su viabilidad financiera. Por lo cual, en el presente estudio se pretende conocer la incidencia de las prácticas de Gobierno Corporativo en el comportamiento financiero de una empresa en proceso de reestructuración, como es el caso de la organización Fabricato S.A. perteneciente al sector textil, para lo cual se tomará como punto de partida su quehacer administrativo. Para ello, se plantea la problemática que aborda este trabajo y, a partir de ahí, se realizará la revisión bibliográfica con el fin de establecer los antecedentes relacionados con el objeto de estudio, su contextualización y argumentación teórica. Se lleva a cabo la recolección de los datos correspondientes a través de una revisión documental de la información proporcionada por fuentes directas e indirectas, la cual se contrasta con el mercado, tomando como referencia otra organización. Adicionalmente, se analizan los diferentes panoramas a fin de proponer recomendaciones pertinentes, partiendo de los resultados de la encuesta de Código País de la Superintendencia Financiera, referente a mejores prácticas corporativas destinado a los emisores de valores colombianos, lo cual ayuda a evidenciar las características más relevantes de las prácticas empresariales en la compañía a analizar. Algunos de los aspectos a abordar se centran en la información sobre la junta directiva y administradores, así como políticas de transparencia y gobierno corporativo, que desde el perfil ético podrían ser determinantes de la ineficiencia financiera.

La problemática del presente estudio nace como consecuencia de pensar sobre el efecto que han tenido las diferentes crisis financieras a lo largo del tiempo –muchas de ellas originadas por las empresas– que han hecho cuestionar la manera en la que las organizaciones son administradas. Una de las primeras situaciones adversas de la economía que sentó las bases para analizar la gestión en las compañías fue la crisis de 1929 de Wall Street, a causa de la cual se sentaron las primeras bases acerca de la necesidad de que propietarios y administradores de las empresas rindieran cuentas acerca de su gestión y asumieran las consecuencias derivadas de ella; así también, surgieron las primeras propuestas de lo que hoy

se conoce como buen gobierno corporativo, concepto que hace alusión a un conjunto de disposiciones que pretende solucionar los inconvenientes suscitados a raíz de las diferencias entre las principales partes interesadas: accionistas y administradores de las organizaciones y, de esta manera, el ente logre obtener las mayores utilidades corporativas posibles (Muñoz, 2011).

El siglo XX fue la época en la que se consolidó el gobierno corporativo como aspecto importante en el abordaje del estudio acerca de las empresas. En 1976, Jensen y Meckling (citados por Escobar , Benavides, & Perafán , 2016) formalizaron el problema de la agencia mediante una publicación en la que afirman que el agente (gerente) tiene diferencias con el principal (propietario), debido a que el primero en virtud de su propio interés, obtiene beneficios en detrimento de la riqueza del segundo. En este sentido, Bernal (citado por El Espectador, 2012) aduce que la relevancia del gobierno corporativo está en que impulsa sostenibilidad y un equilibrio entre los diferentes intereses que confluyen en una empresa, y eso implica la protección de los intereses de los socios.

Lo expuesto sugiere la incidencia directa del gobierno corporativo en las empresas en términos de comportamiento financiero, pues según Confecámaras (2016), cuando se adoptan buenas prácticas referentes a éste, se posibilita el acceso al financiamiento, toda vez que su implementación genera una mayor confianza en los acreedores y también en nuevos inversionistas, impactando de manera positiva en el costo de capital. De igual forma, la entidad refiere que, a través de este mecanismo, las organizaciones pueden hacer un mejor frente a las posibles crisis financieras, ya que la transparencia y coherencia de la información acerca de la gestión no da lugar a vacíos que puedan desestabilizar la operación normal del negocio.

Si bien se destacan las bondades de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, cabe mencionar también de forma enfática las consecuencias del ejercicio de malas prácticas, ya que es un hecho que viene haciendo cada vez más presencia en el contexto del mundo empresarial. Ejemplo de ello, es la afamada empresa Enron Corporation, dedicada a la producción y comercialización de energía que, al tomar riesgos financieros desmedidos, se declaró en bancarrota en el año 2001 a causa de la manipulación de la información acerca de

las utilidades por parte del presidente de la firma, la cual presentó a la junta directiva para hacer creer que estaba financieramente saludable cuando realmente estaba al borde del colapso. Ello ha permitido concluir a lo largo de los últimos años, que la decaída estrepitosa de la organización fue a causa de las malas prácticas de Gobierno Corporativo por parte de su presidente, que llevaron al detrimento de la riqueza y el valor de la firma, tales como: la falta de transparencia en la información financiera, los actos de corrupción y el beneficio personal en vez del colectivo (Moreno, 2016).

Tradicionalmente, la corrupción se ha asociado de manera particular a las empresas del sector público, sin embargo, en los últimos tiempos se ha podido apreciar que es una situación que permea de igual manera al sector privado y no sólo en otros países, sino también en el territorio nacional. Muestra de ello es la magnitud de las inconsistencias financieras en los casos de compañías como Interbolsa, las coimas ofrecidas por Odebrech, que alcanzan a empresas del sector privado y el proceso que ha abierto la Contraloría General de la Nación a causa del detrimento de \$17 billones de pesos en el caso de la refinería de Cartagena (Reficar), en el cual están involucradas principalmente las juntas directivas de las organizaciones, que de alguna forma han estado vinculadas a la modernización de la refinería (Revista Dinero, 2017).

Según la Superintendencia de Sociedades (citado en Revista Dinero, 2017), de una muestra de 5.572 empresas sólo el 65% tienen dentro de sus estructuras la figura de junta directiva u órgano interno que desarrollan sus funciones, no obstante, sólo algunas cumplen con estándares de gobierno corporativo. Por otro lado, la fuente citada también revela que, de una muestra de 3.909 compañías, apenas el 8% ha implementado algún mecanismo de evaluación por parte de terceros, el 50% de las organizaciones llevan a cabo un proceso de autoevaluación y el 41% no evalúan a los miembros de sus juntas directivas.

Lo expuesto permite aducir que el gobierno corporativo tiene gran injerencia en el comportamiento financiero de una organización y en su sostenibilidad a largo plazo y, por ende, en la generación de valor para los propietarios, socios, accionistas e inversionistas, para quienes resulta relevante indagar acerca del tema abordado por el presente documento.

En este sentido, el objetivo general de esta investigación es caracterizar la situación de la organización Fabricato S.A., en reestructuración empresarial en cuanto a las prácticas de Gobierno Corporativo, con el fin de realizar un análisis comparativo desde la perspectiva del mercado y de riesgo para conocer su incidencia en los principales indicadores financieros. Para ello, se hace necesario: 1) conocer a profundidad las principales prácticas en cuanto a gobierno corporativo de la empresa a analizar, 2) llevar a cabo la indagación y análisis de los indicadores financieros que caracterizan este tipo de empresas y, 3) determinar la incidencia del gobierno corporativo en el estado financiero de la organización desde la perspectiva del mercado y el riesgo.

El abordaje de la temática central de este estudio es importante para el profesional en finanzas, en tanto que desde una de sus áreas de competencia, como la administración financiera, se busca entre varios aspectos, identificar de qué manera las prácticas de Gobierno Corporativo inciden en los resultados financieros de una compañía, de tal manera que partiendo de la estrategia financiera, se potencialice su valor y se reduzca el riesgo de insolvencia.

Para llevar a buen término esta investigación, en primer lugar, se revisa la encuesta Código País, donde se identifican los campos más relevantes. Segundo, se toma la información financiera y se analiza la tendencia de los indicadores más importantes. Luego se consulta de manera manual la información relevante sobre la junta directiva de la empresa objeto de estudio. Y por último, se decide comparar con un Benchmark para mirar si hay diferencias importantes entre las firmas.

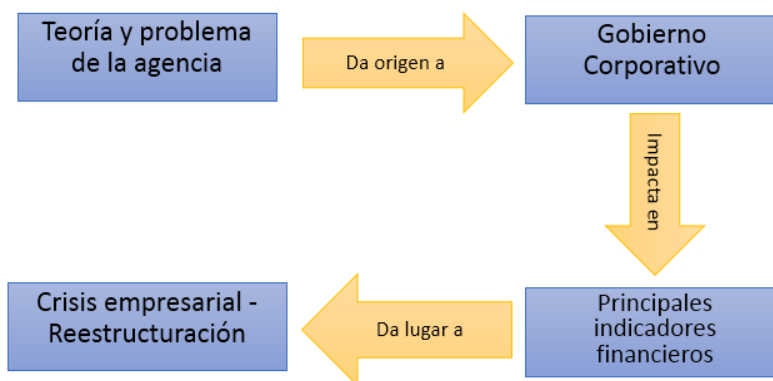
Los resultados del estudio muestran una alta correlación entre el cumplimiento de las medidas del Código País y el indicador de quiebra de las compañías. Así, se pudo evidenciar que la organización Fabricato que presentó un porcentaje considerable de incumplimiento en los diferentes aspectos de la encuesta Código País, reportó finalmente una alta probabilidad de quiebra, como se observa en los resultados expuestos más adelante. Ello, como producto de las gestiones realizadas en los últimos años en las que interviene de manera importante el gobierno corporativo.

En adelante se presenta lo siguiente: la sección en la que se realiza el desarrollo del marco teórico, tomando como base a diferentes autores que han desarrollado ampliamente el concepto de gobierno corporativo y los aspectos relacionados con éste. Luego, se expone la metodología empleada para el desarrollo de la investigación y, finalmente, se presentan los resultados y conclusiones respondiendo a los objetivos planteados, así como las recomendaciones a manera de guía para el desarrollo e implementación de un plan de mejoramiento.

2. Marco teórico

Para la argumentación del presente trabajo investigativo es necesario profundizar en los conceptos más relevantes que dirigen su estructura; así, se propone una secuencia lógica que permite visualizar un panorama general del marco teórico a través del gráfico 1, el cual se presenta a continuación.

Gráfico 1. Hilo conductor del marco teórico



Fuente: Elaboración propia, 2017.

Desde sus inicios, la humanidad por naturaleza ha buscado la asociación con otros miembros de su especie, con el fin de satisfacer diversas necesidades. En este sentido, el fenómeno de la empresa surge con la misma sociedad desde su necesidad de organización, con miras a

cumplir objetivos de orden mercantil y para lo cual la empresa es sólo un mecanismo dentro de la generación de beneficios actualmente traducidos a ganancias económicas (Centro Documentación de Estudios y Oposiciones, 2010). Así, la empresa se puede definir como “una institución en la que un conjunto de personas transforma diversos recursos en bienes y/o servicios que satisfagan las necesidades humanas, con la finalidad de obtener beneficios para distribuir entre sus propietarios” (Iborra, Dasí, Dolz & Ferrer, 2014, p. 5).

Sin embargo, no sólo los propietarios son los interesados en la generación de recursos. Existen otros grupos de interés o *stakeholders* sobre los cuales la operación de una empresa tiene incidencia, generando para ellos algún tipo de impacto. Cabe mencionar que no existe una lista predeterminada para mencionar los grupos de interés en una organización, no obstante, la firma AccountAbility (citado por Strandberg, 2010) aduce que existen unas características que ayudan a identificarlos:

- Por responsabilidad: grupos con quienes la empresa tenga vínculos u obligaciones financieras y/o legales.
- Por influencia: grupos que tienen la habilidad de influir directamente en el desempeño organizacional y, por ende, en logro de los objetivos estratégicos, pues si bien no están bajo una estructura formal, poseen poder de decisión formal.
- Por tensión: grupos que necesitan atención prioritaria por parte de la organización en aspectos financieros, sociales o medioambientales.
- Por dependencia: grupos que guardan algún tipo de dependencia con la organización, así como de su desempeño para asegurar su bienestar.

Aunque todos los *stakeholders* son relevantes en el análisis del contexto organizacional, el presente documento se centra en la relación que existe entre la organización y sus empleados (grupo de interés por dependencia) y, de manera concreta aborda aquella en la que intervienen el propietario (principal) y el administrador (agente), toda vez que son los actores del contexto empresarial que tienen mayor capacidad de influencia sobre el desempeño y rumbo de la firma mediante la toma de decisiones.

Esta relación ha sido objeto de estudio durante largo tiempo y se le ha denominado *teoría de la agencia*, la cual se basa en la premisa de que el principal delega importantes funciones sobre el agente con respecto a la administración del negocio, por lo cual, el principal generalmente no supervisa de manera continua la labor del agente, sino que se limita a la revisión de los informes periódicos que éste reporta, de tal manera que la asimetría en la información es la primera dificultad que se evidencia en la relación mencionada (Vergés, 2000).

Otro de los elementos a analizar en la teoría de la agencia es el conflicto de intereses en el que el principal procura la máxima ganancia en la operación de su negocio, con la mínima inversión aceptable por el agente, lo cual significa una contraposición a los objetivos que tiene el agente al desarrollar su labor, pues éste espera la máxima retribución posible por el tiempo, esfuerzo y conocimiento que está poniendo a disposición de la compañía. Así, el agente procurará optimizar aquellas variables bajo las cuales es evaluada su gestión y, por otro lado, trabajará por el logro de sus metas apalancado en los recursos de la organización, dando así origen al problema de la agencia (Vergés, 2000).

Es entonces el problema de la agencia como fenómeno inherente a la organización empresarial lo que da origen a la instauración del gobierno corporativo, como un mecanismo con la pretensión de que los intereses de los accionistas con respecto a la operación empresarial sean resguardados a través de procedimientos, reglas y prácticas en general del día a día en la organización, procurando al máximo la transparencia, competitividad y objetividad en la gestión administrativa del negocio (OCDE, 2004; Ustráriz, 2004; Bhagat & Bolton, 2007 citados por Gaitán, 2009). En este sentido, Enrione (2012) define el gobierno corporativo como:

El conjunto de procesos , mecanismos y reglas de juego establecidos entre los propietarios, el directorio y la administración para dirigir la empresa, alcanzar los objetivos planteados, generar valor sostenible en el tiempo para sus accionistas y responder a los legítimos requerimientos de otros grupos de interés. (p. 24)

La adopción de un buen sistema de gobierno corporativo a través de un código claramente definido debe centrar sus bases en algunos aspectos fundamentales. De acuerdo con Flores

& Rozas (2008), estos criterios básicos se deben centrar en: la garantía de los derechos de los socios o accionistas; asociados a la inversión que han realizado en el negocio, el tratamiento equitativo de los socios o accionistas mediante la implementación de mecanismos que garanticen la protección de su inversión y de sus derechos, la responsabilidad y funciones del directorio o junta directiva, enmarcados en la idoneidad favoreciendo los intereses comunes de la organización, la revelación precisa y periódica de la información relevante, de tal manera que la transparencia y oportunidad de la misma aporten a la toma de decisiones y, por último, la protección a los derechos de los demás grupos de interés relacionados con la empresa tales como: colaboradores, autoridades reguladoras, proveedores, entidades financieras, clientes, comunidad en general, entre otros.

Con la implementación de los criterios fundamentales del gobierno corporativo, los indicadores financieros que determinan el bienestar y crecimiento financiero de la empresa son potencializados en tanto que se minimiza la brecha entre los intereses privados del agente y el principal (problema de la agencia); por ende, la toma de decisiones estará orientada hacia la maximización conjunta del valor de la firma, en consecuencia, mejora la capacidad de reinversión y la perspectiva de crecimiento. Adicionalmente, la percepción de riesgo por parte de los acreedores disminuye, lo cual se ve reflejado en la reducción del costo de la deuda y en la posibilidad de acceso a créditos que apalanquen la operación de la compañía (Escobar, Benavides & Perafán, 2016).

La posición expuesta es apoyada por Lagos & Vecino (2014), quienes afirman que la relación entre la aplicación de estándares de gobierno corporativo y el costo de la deuda es inversa en empresas colombianas del sector real y servicios públicos listadas en la bolsa, aspecto que se ve influenciado precisamente por las prácticas de Gobierno Corporativo, las cuales reflejan una administración adecuada del riesgo.

Los consejos de administración y las prácticas orientadas a la realización de auditorías a la organización también juegan un papel fundamental en el rendimiento financiero de la compañía, en tanto que la relación del costo de la deuda con el tamaño e independencia del consejo de administración y de auditoría es inversa, ya que los acreedores consideran que estas instancias corporativas son fundamentales para garantizar la estabilidad financiera de

la firma. Así, la implementación del gobierno corporativo se convierte paulatinamente en un indicador que muestra el desempeño integral de las organizaciones ante el mercado más allá del simple cumplimiento de un requisito (Lagos & Vecino, 2014).

Del mismo modo, la revelación de información financiera de calidad en el marco del gobierno corporativo permite a los usuarios de dicha información incrementar sus niveles de confianza, en tanto que pueden tomar mejores decisiones, de tal manera que generen una buena percepción acerca de la compañía en el mercado y, por ende, su valor tiende a incrementar (Ghasempour & Yusof, 2014).

La revista Dinero (2002), encontró que las organizaciones que implementaban buenas prácticas de Gobierno Corporativo reportaban un incremento de hasta el 12% en su valor de mercado; de igual forma, destacó que un inversionista podría estar dispuesto a pagar 28% adicional del precio de oferta por la acción de una empresa que demostrara la calidad de su gobierno interno. Uno de los casos destacados al respecto es el de la empresa Argos, pues a raíz de la implementación de estándares de buen gobierno en su momento, experimentaron una demanda de 3,4 veces la oferta en bonos y papeles comerciales, las calificadoras de riesgo les asignaron los máximos puntajes y la liquidez de las acciones aumentó, pasando de 6.000 a 12.000 accionistas, con ello también, la bursatilidad mejoró debido al incremento en el número de transacciones mensuales (Yepes, 2008).

Por otro lado, Benavides & Mongrut (2010) encontraron que las empresas colombianas después de implementar el código de gobierno corporativo, reportaron una mejora del 1% en el retorno de sus activos (ROA), porcentaje que puede ser potencializado en tanto que se trabaje por la mejora constante de los estándares que lo contienen; además, evidenciaron que el apalancamiento de las organizaciones analizadas incrementó en 5% después de la dicha implementación.

No obstante, las empresas pueden presentar diferentes condiciones con respecto a su situación financiera, en las que sus causas están relacionadas con falencias o aciertos en la aplicación de los estándares de gobierno corporativo. Los resultados de la gestión empresarial bien pueden dar perspectivas de sostenimiento y/o crecimiento de la actividad económica, o

bien, de su declive. Es satisfactorio cuando la primera situación es la que pertenece a la realidad de una empresa, mientras que la segunda, por el contrario, es foco de preocupación y centro de análisis.

Cuando los resultados no corresponden a los estándares de éxito de una organización y además se presentan recurrentemente, se puede hablar de una crisis empresarial, la cual es evidenciada entre otros indicadores, por los resultados financieros como la liquidez y las utilidades de diferente índole. Dependiendo de las características de la situación adversa del ente económico, se puede hablar de la existencia de crisis superficiales, de nivel medio y profundas (Abella & Pulido, 2010).

El proceso de crisis en una organización puede ser diferente al de otra, debido a que las causas que dieron origen a la situación adversa son distintas, el sector empresarial en el que desarrolla la operación posiblemente no sea el mismo, entre otros elementos a considerar. Sin embargo, Díaz (2014) propone que existen tres etapas comunes en toda crisis financiera de un ente económico:

- 1) Indicios o síntomas: existen cifras en los estados financieros que comienzan a advertir acerca de anomalías importantes en los principales indicadores del bienestar financiero de la organización, generalmente, desaceleración en las utilidades y en rubros cuya cifra es favorable para la compañía.
- 2) Intensificación del problema: sucede cuando los síntomas se acentúan y se prolongan generando la crisis financiera en la organización, en la cual los principales indicadores de flujos de dinero muestran un cese preocupante y las partes interesadas externas (proveedores, acreedores, clientes) comienzan a romper relaciones con la organización, afectando directamente el funcionamiento de la operación.
- 3) Incapacidad de detener el detrimento de la operación: la gestión que se realiza con miras a subsanar la crisis no resulta suficiente y ésta ha alcanzado gran profundidad socavando hasta afectar los aspectos vitales para el funcionamiento de la compañía, a tal punto que es incapaz de cubrir sus necesidades básicas, por lo tanto se requiere que un agente externo intermedie para la solución de la crisis. Así, la organización

presenta la necesidad de acogerse a un recurso legal que le brinde facilidades para la atención de sus obligaciones primarias.

Finalmente, los planteamientos anteriores permiten sugerir la importancia del estudio de las variables mencionadas en una empresa en situación financiera difícil, como es el caso de una reestructuración financiera. Por lo cual se usan los conceptos arriba mencionados, para analizar el efecto de las variables principales de GC en la empresa de estudio seleccionada.

3. Metodología

La situación de estudio se abordó partiendo desde la revisión documental de antecedentes y diversos referentes bibliográficos, tomados de bases de datos nacionales e internacionales, con el fin de contextualizar y argumentar el presente trabajo investigativo. Posteriormente, se compiló la información de fuentes directas e indirectas acerca del cumplimiento de la encuestas de prácticas corporativas propuesta por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) denominada Código País. Adicionalmente, se consultó la herramienta Economática que brindó información detallada de la empresa que se analizó, así como los datos de otra organización del mercado (también en proceso de reestructuración) para llevar a cabo un proceso de Benchmark. Con dicha información se llevó a cabo un análisis cualitativo así como cuantitativo, este último orientado por el modelo Z-Altman que integra varios indicadores financieros tales como: Capital de Trabajo/Activos Totales, Utilidad Retenida/Activos Totales, Utilidad Antes de Impuestos/Activos Totales, Total patrimonio/Pasivos totales y Ventas /Activos Totales, a través de métodos regresivos. Ambos análisis finalmente permitieron determinar la probabilidad de quiebra de las organizaciones. Además, también se analizaron las características de la estructura de propiedad de la empresa y los cinco mayores inversionistas con propiedad accionaria en la empresa y su Benchmark. También se hizo una caracterización de las principales características de la junta directiva de Fabricato y la empresa comparable.

Tomando de apoyo el modelo planteado como uno de los métodos para dar solución al problema de investigación, se pudo establecer la influencia que podría ejercer el gobierno corporativo en el comportamiento de los indicadores financieros de Fabricato S.A.

Se analizó el lapso comprendido entre los años 2014 a 2016 por la disponibilidad de la información relacionada con el cambio sustancial, que presentó la encuesta de prácticas de Gobierno Corporativo de la Superintendencia Financiera en el año 2014. Por lo que utilizar la encuesta previa a este año no permitiría traer resultados comparativos.

Se decidió realizar un comparativo con un Benchmark de la industria, para lo cual se utiliza la empresa Coltejer S.A., con la que se contrastaron los datos obtenidos para la organización Fabricato S.A.

4. Resultados

Los resultados expuestos dan cuenta del análisis a profundidad que se llevó a cabo de la información disponible de la empresa Fabricato S.A., en los años 2015 y 2016, para dar cumplimiento a los cuestionamientos que dieron origen al presente trabajo investigativo. De igual forma, se presenta el comparativo de la información hallada con sus pares del mercado al que pertenece, para lo cual se tomó como referente a la organización Coltejer S.A., que sólo reportó información del año 2016.

No obstante, cabe resaltar que la revelación de la información por parte de Fabricato y de Coltejer no es plena y que existen limitantes para acceder a ella. Esta actuación va en contraposición de lo sugerido por Ghasempour & Yusof (2014), quienes sugieren que la revelación de la información referente al gobierno corporativo aumenta la confianza de sus inversionistas, ya que les permite tomar mejores decisiones que irán en procura de incrementar la rentabilidad de sus inversiones.

En este orden de ideas, se pudo establecer que las prácticas de Gobierno Corporativo en ambas organizaciones están orientadas por la encuesta de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, propuesta por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), la cual se

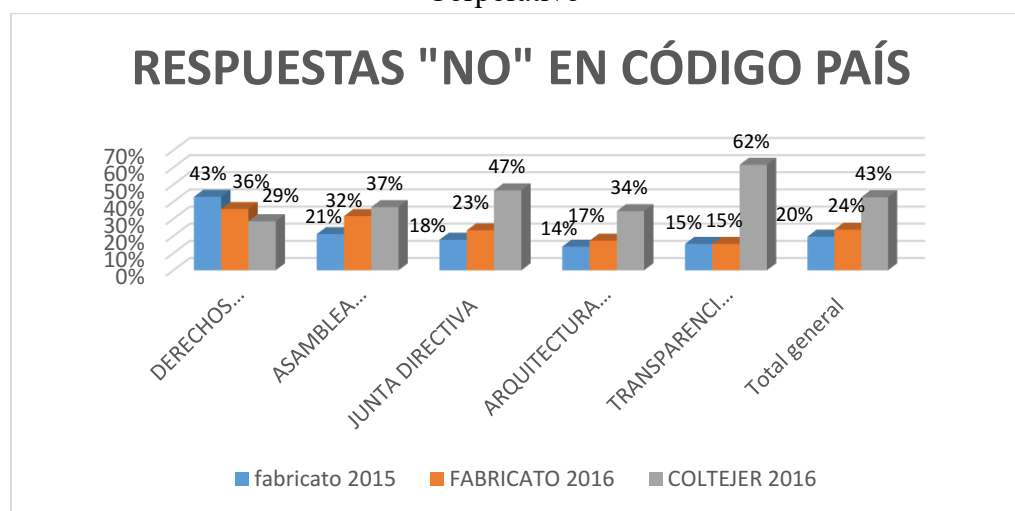
divide en cinco secciones: arquitectura de control, asamblea general de accionistas, derechos de los accionistas, junta directiva y transparencia de la información. La tabla No. 1 y el gráfico No. 2, presentan de modo general el nivel de cumplimiento de las prácticas de Gobierno Corporativo, planteadas por el órgano regulador, en las cuales el “no” como respuesta muestra el porcentaje de incumplimiento en los ítems de la encuesta.

Tabla 1. Nivel de incumplimiento en las encuestas de buenas prácticas de Gobierno Corporativo

RESPUESTA "NO" EN LAS ENCUESTAS			
CAPITULO	FABRICATO		
	fabricato 2015	2016	COLTEJER 2016
DERECHOS ACCIONISTAS	43%	36%	29%
ASAMBLEA GENERAL DE ACCIONISTAS	21%	32%	37%
JUNTA DIRECTIVA	18%	23%	47%
ARQUITECTURA DE CONTROL	14%	17%	34%
TRANSPARENCIA E INFORMACION FINANCIERA	15%	15%	62%
Total general	20%	24%	43%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Gráfico 2. Nivel de incumplimiento en las encuestas de buenas prácticas de Gobierno Corporativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

A pesar de que en el ítem de derechos a los accionistas Fabricato reporta el 43% de incumplimiento, en los demás aspectos ha procurado ajustar sus prácticas para reducir los porcentajes desfavorables. Comparativamente, Coltejer presenta elevados porcentajes de

incumplimiento, sobre todo, en el ítem referente a la transparencia de la información con un 62%. A continuación se analizan a profundidad los aspectos más relevantes de Fabricato con respecto a los capítulos de la encuesta de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, que dan cuenta de los porcentajes reportados en la tabla y el gráfico expuestos anteriormente, además se compara con el mercado tomando como referencia la empresa Coltejer.

4.1 Derechos de los accionistas

El porcentaje de incumplimiento por parte de la empresa analizada es del 36% para el año 2016, presentando mejoría con respecto al año inmediatamente anterior, en el que se reportó el 43%. A pesar de ello, la organización no presenta una clara explicación a los accionistas acerca de las operaciones que puedan reflejar una dilución de capital, además, en la empresa no existe el derecho por parte de los accionistas minoritarios (menor a 5%) de participación para la solicitud de auditorías. La empresa tampoco presenta una estructura organizacional clara del conglomerado de las empresas vinculadas a ella.

Por su parte, Coltejer presenta sólo el 29% de incumplimiento con respecto a los derechos de los accionistas, debido a que tampoco presenta una estructura clara en cuanto al grupo de empresas que se encuentran vinculadas a su organización.

Así, se puede establecer que este panorama no es acorde con las bases de un buen sistema de gobierno corporativo con respecto al trato equitativo de los socios o accionistas, mediante la adopción de mecanismos que salvaguarden y potencien su inversión, tal como lo afirman Flores & Rozas (2008).

4.2 Asamblea general de accionistas (AGA)

En este ítem Fabricato durante el año 2016 tuvo un porcentaje de incumplimiento del 32%, presentando un panorama desfavorable respecto al año inmediatamente anterior, pues en 2015 obtuvo un porcentaje de 21%. Esto se debe a que la compañía no ha implementado un mecanismo en los estatutos mediante el cual el accionista pueda acceder a información adicional a la reportada en la AGA o a aclaraciones con respecto a ella. Además, los

accionistas solamente pueden aprobar el traslado de procesos a organizaciones vinculadas cuando la AGA sea convocada para este fin.

Por su parte, Coltejer para el año 2016 tuvo 37%, debido a que la compañía no ha establecido un manual de funciones de manera expresa para la AGA y tampoco cumple con el mínimo de tiempo anticipado para la citación de reuniones. Así, se puede determinar que estas situaciones no favorecen la garantía de los derechos de los accionistas, según lo planteado por Flores & Rozas (2008).

4.3 Junta directiva

Tabla 2. Caracterización junta directiva

CARACTERIZACIÓN - JUNTA DIRECTIVA 2016		
ÍTEM		
Cantidad de integrantes	10	5
(%) miembros principales	50%	100%
(%) miembros independientes	60%	60%
(%) integrantes con más de 4 años en la junta	60%	100%
(%) integrantes con experiencia en otras juntas directivas	100%	100%
(%) participantes con experticia en el sector	100%	100%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Con respecto a la junta directiva de Fabricato S.A. se presentaron inconvenientes con el acceso a la información y no se logró hallar los datos para llevar a cabo una caracterización completa de la compañía al respecto. No obstante, de la información disponible se resalta

que sus integrantes son profesionales con estudios de postgrado en diferentes áreas con amplia experiencia en la participación de juntas directivas y experticia en el sector textil – confecciones, además, por política, los miembros de este órgano no deben participar en más de cinco juntas de manera simultánea, por ende, se evidencia la disponibilidad de tiempo que los integrantes de la junta de Fabricato tienen para atender los menesteres de la misma. La información referida da cuenta de la idoneidad de los miembros de junta para el ejercicio de sus cargos, lo cual puede generar confianza en sus inversionistas (ver tabla No. 2).

Por su parte, la junta directiva de Coltejer presenta las mismas características que la de Fabricato, sin embargo, sus miembros tienen más experiencia como miembros de este órgano.

Con respecto a la información publicada por ambas organizaciones, se presenta una contradicción toda vez que las dos aducen que no cumplen con el requisito de tener por lo menos el 25% de sus miembros de junta con carácter independiente, en tanto que el informe anual de 2016 muestra que al menos la mitad de ellos cumple con esta característica.

Profundizando en el análisis de la encuesta de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, se evidenció que Fabricato en este aspecto presentó para el año 2015 un nivel de 18% de incumplimiento y para el 2016 fue de 23%, mostrando el descuido en varios puntos de este capítulo. Así, se logró evidenciar que la organización analizada no implementa un manual claro para la junta directiva, tampoco existe un comité de nombramientos y remuneraciones, además, carece de un comité de gobierno corporativo y de reglamentos internos que establezcan los lineamientos para la designación de comités dentro de la junta directiva.

La junta directiva de la empresa analizada no publica la asistencia de los miembros a sus reuniones y los miembros de la junta no han implementado mecanismos mediante los cuales se evalúe su gestión. Adicionalmente, Fabricato no ha determinado un componente variable para la remuneración de los miembros de junta.

Por su parte, Coltejer no ha establecido un mecanismo para determinar incompatibilidades e inhabilidades de los candidatos a la junta, ya que sólo se basan en la experiencia que ellos tienen en el sector para ser designados como miembros de la misma; a ello se suma la carencia

de estándares en el perfil profesional que deben cumplir los integrantes de la junta directiva para pertenecer a ella. En la organización tampoco se logra distinguir una clasificación con respecto a los conflictos de interés (temporal o permanente) que se presentan entre los miembros de la junta, adicionalmente, las personas seleccionadas para ocupar cargos ejecutivos en la organización son seleccionados por el director general y no por el comité de nombramientos y remuneraciones.

El panorama expuesto con respecto a las juntas directivas no brinda bienestar y crecimiento a la empresa objeto de análisis del presente trabajo, puesto que lo anterior da pie a que se abra una brecha entre los intereses privados del agente (junta directiva) y del principal (accionistas) y la toma de decisiones no estará encaminada a la maximización conjunta del valor de la firma, como debería ser en el marco de la implementación de los criterios fundamentales pertenecientes al gobierno corporativo, de acuerdo con Escobar, Benavides, & Perafán (2016).

4.4 Arquitectura de control

Tanto Coltejer como Fabricato no cuentan con un área para la administración de Riesgo, teniendo en cuenta que son empresas públicas, que en los últimos años, el sector al cual pertenecen ha pasado por una gran problemática y que se evidencian resultados financieros acordes a dicha problemática, sin tener en cuenta la gran importancia que esta área ejerce en las empresas y cuyas funciones se enmarcan en el establecimiento de estrategias, políticas, planes y procedimientos necesarios para la identificación, evaluación, seguimiento, control y mitigación tanto de los riesgos internos como los externos. También se evidencia que los encargados de los nombramientos y remociones de los Auditores internos están a cargo de la alta gerencia y no de la junta directiva, lo que evidencia menos independencia a la labor de control de la compañía. Coltejer, adicionalmente, no cuenta con estatuto de auditoría, además que no posee una política clara para la elección de la Revisoría Fiscal, donde es necesario un estudio previo por parte de la junta directiva y no tienen la prohibición de contratar servicios adicionales de auditoría con firmas diferentes a la Revisoría Fiscal.

4.5 Transparencia de la información

Se observó al respecto que aunque Fabricato revela información básica, aún existen algunos datos importantes que muestran algún tipo de contradicción, tal es el caso del componente de independencia de los miembros de la junta directiva, adicionalmente, no hacen pública la asistencia de los participantes de este órgano a las reuniones programadas y tampoco revelan la política de remuneración. Todo ello resulta relevante, en tanto que permite realizar un análisis respecto de los conflictos que se pueden suscitar entre el principal y el agente. Así, para los años 2015 y 2016 el porcentaje de incumplimiento de este ítem se mantuvo en el 15%.

De otro lado, Coltejer obtuvo el 62% de incumplimiento en cuanto a la transparencia de la información, puesto que esta compañía es aún más reservada con la información que pueden vislumbrar las prácticas de Gobierno Corporativo que lleva. Ello se demuestra al no presentar públicamente los resultados de la encuesta de Código País para el año 2015, además de no revelar la información con respecto a las políticas de operación con sus empresas subordinadas, lo cual podría dar cabida a la existencia de conflictos de interés.

Aunque en términos generales la organización Fabricato se encuentra en una posición aventajada respecto al mercado en cuanto a las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, (Coltejer como referencia, el cual reporta 43% de incumplimiento en el año 2016), no quiere decir que se encuentre en una buena situación, en tanto aún existen varias falencias a las cuales se les debe dar pronta solución; muestra de ello es el aumento de porcentaje de incumplimiento entre los años 2015 y 2016 pasando de 20% a 24%.

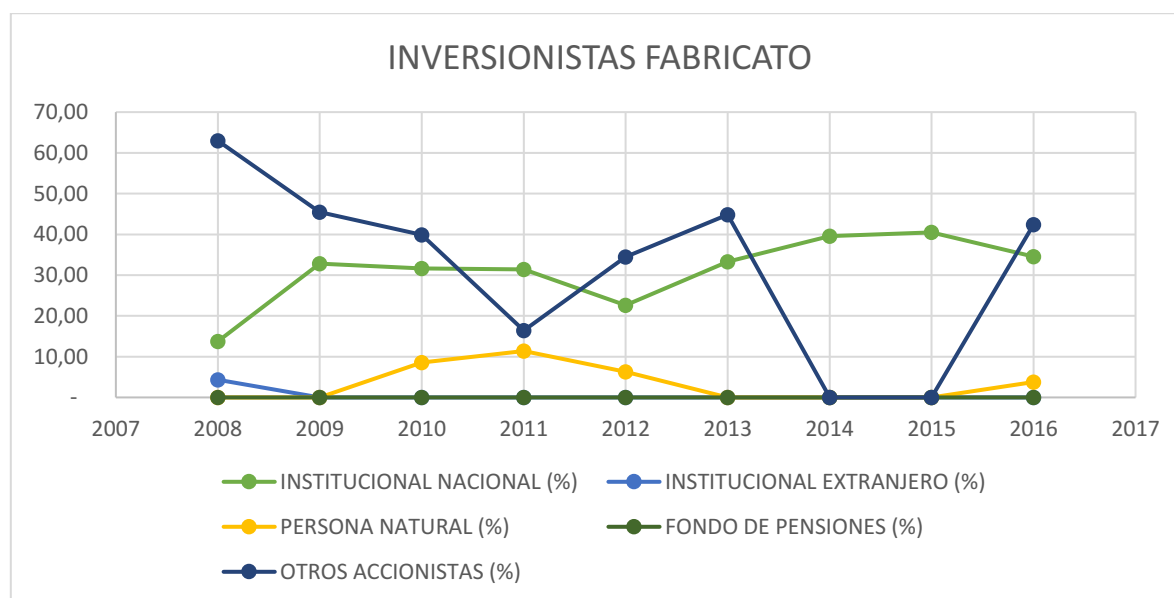
4.6 Estructura de propiedad e información de los accionistas mayoritarios

Otro de los componentes esenciales del gobierno corporativo es la caracterización de los socios, que han realizado sus inversiones en una organización, toda vez que dependiendo de su naturaleza, porcentaje de participación y ética en los negocios, las decisiones de la organización estarán encaminadas hacia un mismo fin, en el que concuerden tanto el principal

como el agente y por medio de las cuales se agregue valor a los grupos interesados o *stakeholders*.

En este sentido, se analizó la composición patrimonial de Fabricato a partir de la información disponible, la cual presenta año a año sólo los cinco inversionistas con mayor participación accionaria en la organización, evidenciando nuevamente la dificultad que hay para el acceso pleno a la información que hace parte del gobierno corporativo de una organización. Esta información se presenta en el gráfico 3.

Gráfico 3. Caracterización inversionistas Fabricato S.A.



Fuente: Elaboración propia con datos de Economática, 2017.

Se evidenció que Fabricato ha dado gran relevancia durante los últimos años a las inversiones de otras organizaciones de procedencia nacional, cuya participación ha presentado estabilidad en términos generales, alcanzando niveles de participación que oscilan entre el 30% y el 40%. Además, se observa que aunque en el año 2008 los accionistas institucionales de procedencia extranjera tenían un porcentaje de la compañía menor al 10%, la organización no siguió mostrando interés en la inversión de empresas procedentes de otros países. También

se destaca que los fondos de pensiones nunca han hecho parte de la composición accionaria de Fabricato, lo cual podría sugerir el desaprovechamiento de una oportunidad que representa la estabilidad del sistema financiero colombiano y los ajustes internos de control que podrían mejorar su posición frente a las prácticas de Gobierno Corporativo.

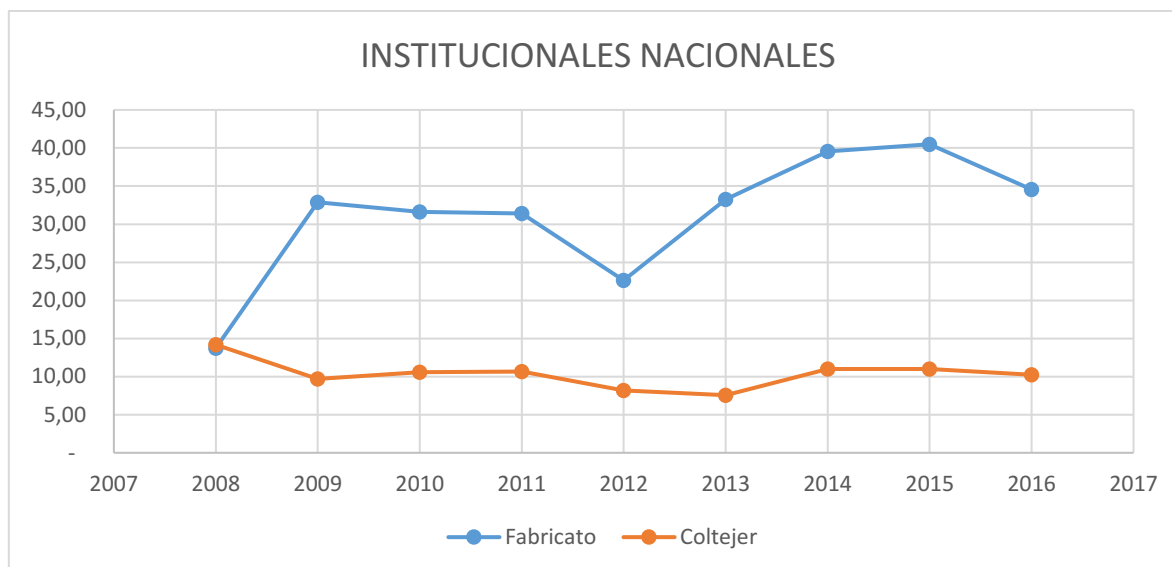
Por otro lado, los accionistas diversos han representado una participación accionaria importante en la organización analizada, mostrando su mayor pico en el año 2008 en el que el nivel llegó a sobrepasar el 60% y en el 2013 el 40%, presentando por momentos una descentralización, democratizando así la toma de decisiones y abriendo la compañía a más actores, lo cual repercute en mayores controles y conocimiento de la información por parte del principal (accionistas). Sin embargo, cabe aclarar que en los años 2014 y 2015 la curva de participación cayó, no por la inexistencia de participación de otros accionistas, sino porque no hacía parte de los cinco más representativos y pareciera que los niveles descendieron hasta cero, pero esto sucedió debido a que no se tuvo acceso a los datos que mostraran la participación real de este tipo de inversionistas en Fabricato.

Para el año 2016 la empresa nuevamente reportó un nivel considerable de participación accionaria por parte de otros inversionistas, sugiriendo en la organización un aumento de influencia en la mejora de prácticas de Gobierno Corporativo, en la que por lo menos se pueda garantizar un trato igualitario para los accionistas y difusión oportuna y transparente de la información, encaminada a la toma de decisiones efectivas que muestre un indicador positivo de desempeño frente al mercado, tal como lo plantean Lagos & Vecino (2014).

En cuanto a las personas naturales como accionistas de la organización, se observa que este nunca ha representado mayor importancia en la participación y que el porcentaje máximo lo alcanzó en los años 2010 y 2011 con niveles cercanos al 10%.

Al comprar la composición accionaria de la empresa analizada en el presente trabajo investigativo con la organización Coltejer, que es su par en el mercado, se evidenciaron los resultados expuestos en el gráfico No. 4

Gráfico 4. Inversionistas institucionales nacionales - comparativo



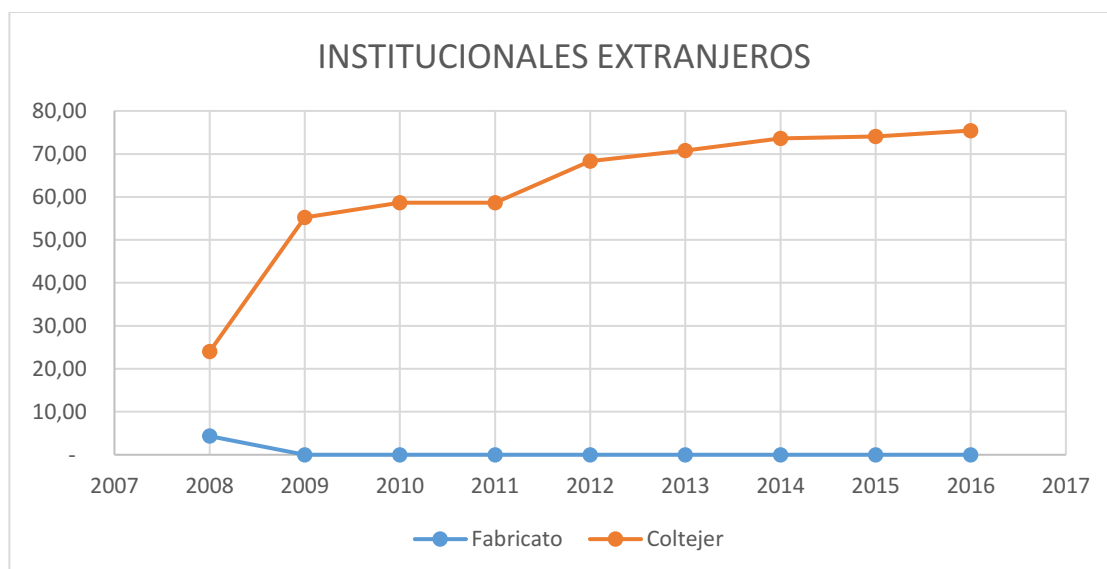
Fuente: Elaboración propia, 2017.

Aunque para el año 2008 ambas organizaciones reportaron un porcentaje de participación accionaria por parte de los fondos institucionales nacionales, a partir de ese período el panorama no volvió a ser igual, pues de este año en adelante Fabricato ha reportado mayor prevalencia que Coltejer, alcanzando picos máximos en los años 2014 y 2015 con niveles que rondan el 40% de participación, mientras que su par en el mercado ha mostrado estabilidad, evidenciando un nivel de participación levemente superior al 10%.

Cabe resaltar que este no es un panorama del todo favorable para Fabricato, debido a que carece de la presión que puedan ejercer otros inversionistas como los extranjeros que tienen una visión probablemente más objetiva del gobierno corporativo y pueden aportar a la mejoría de las buenas prácticas en este importante tema. Adicionalmente, se evidenció que en cada período analizado, la organización contaba por lo menos con el 20% de sus inversionistas envueltos en escándalos de corrupción de impacto nacional, especialmente, accionistas con nexos directos e indirectos con la cuestionada firma de valores Interbolsa. Esta situación podría poner en riesgo la estabilidad de la organización, pues como aduce Moreno (2016) al referirse al colapso de Enron Corporation, el declive de una empresa

claramente se puede dar a causa de las malas prácticas de Gobierno Corporativo y actos de corrupción favoreciendo intereses particulares.

Gráfico 5. Inversionistas institucionales extranjeros - comparativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

En cuanto a las inversiones institucionales o corporativas provenientes de fondos extranjeros, se observa que Fabricato se encuentra en desventaja con respecto al mercado, en tanto que para la organización no ha estado en sus prioridades la promoción de la inversión extranjera en sus operaciones, lo cual se evidencia con un incipiente porcentaje en el período 2008 (menor al 10%) y desde entonces no se le ha dado importancia a la internacionalización de su composición accionaria, lo cual le vendría bien, toda vez que la intervención de capital extranjero ayuda a extremar las medidas en las prácticas de Gobierno Corporativo, lo que funcionaría además como un indicador positivo de desempeño ante el mercado (Lagos & Vecino , 2014).

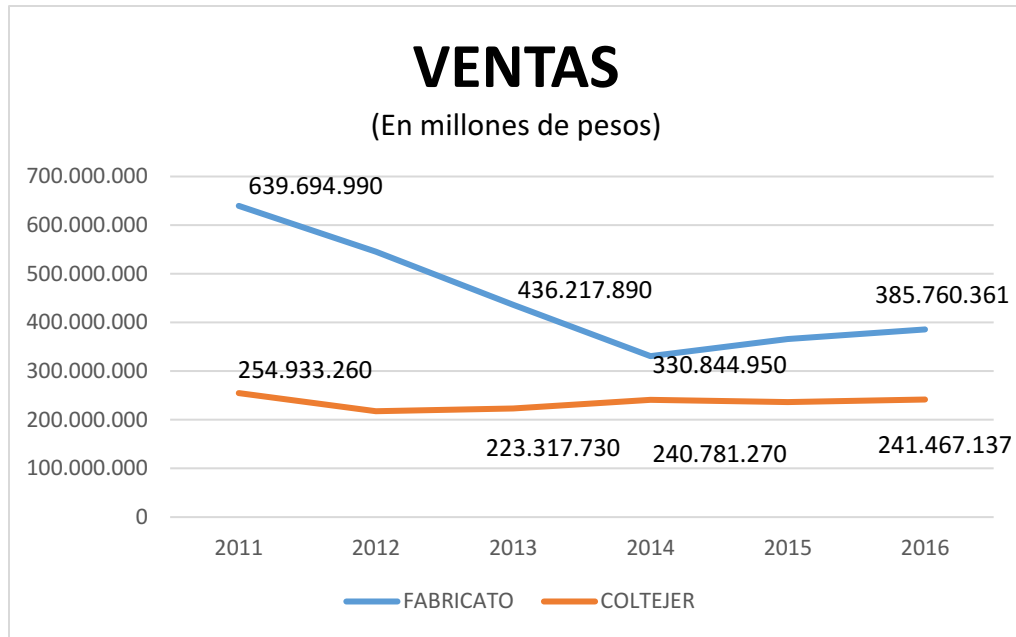
Por su parte, Coltejer reporta importantes niveles de participación accionaria cada vez mayores provenientes de capital institucional extranjero, favoreciendo los controles a los procesos y actuaciones relacionadas con las buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

4.7 Incidencia del gobierno corporativo en los principales indicadores financieros

Las prácticas fundamentales del gobierno corporativo influyen directamente en el comportamiento financiero de la empresa dando cuenta de su bienestar, toda vez que se minimiza la brecha que puede existir entre el agente y el principal, lo cual redundando en la maximización del valor de la compañía por medio de la toma de decisiones encaminada a este fin (Escobar, Benavides & Perafán, 2016). No obstante, puede ocurrir lo contrario cuando las prácticas de Gobierno Corporativo no son implementadas adecuadamente o en su totalidad, entonces, la empresa reportará detrimento en su valor y posiblemente un alto riesgo de quiebra.

En este orden de ideas, se procede a mostrar la influencia que ha ejercido la gestión empresarial de Fabricato S.A. en sus principales indicadores financieros, en la cual ejerce un papel preponderante el gobierno corporativo. Además, se realiza un análisis comparativo con el mercado tomando como referencia la organización Coltejer S.A.

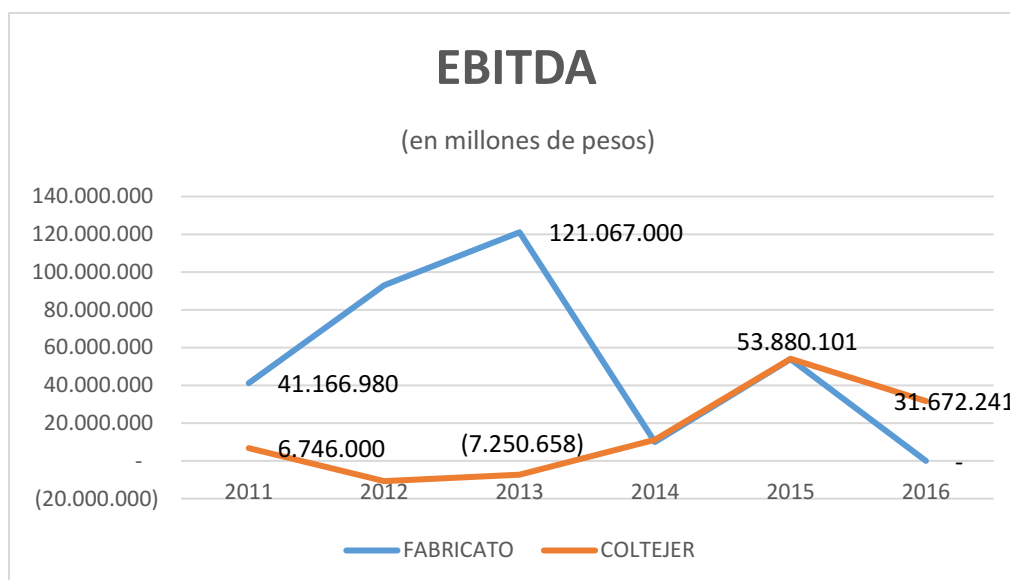
Gráfico 6. Ventas totales - comparativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

El gráfico No. 6 muestra que históricamente Fabricato ha estado por encima de Coltejer en cuanto al nivel de ventas, reportando para los últimos años \$330.844.950 en 2014 y \$385.760.361 en el 2015, superando a su par en el mercado en 27.22% y 37.40% respectivamente.

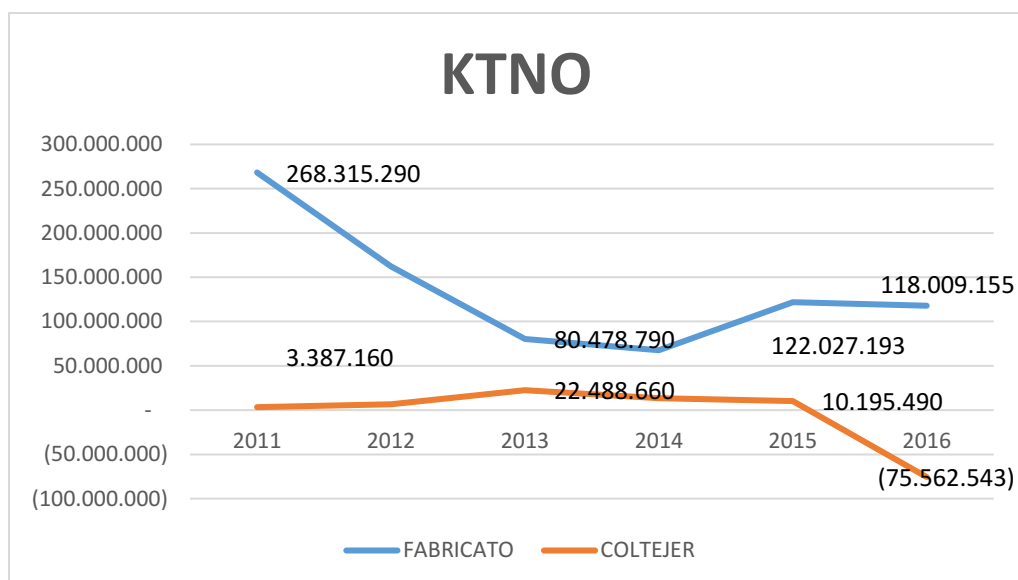
Gráfico 7. EBITDA - comparativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

En cuanto al EBITDA, Fabricato reportó su máxima ganancia en el año 2013 con \$121.067.000 millones de pesos, acompañado de una fuerte caída en 2014 y una leve recuperación en el año 2015, evidenciando estrepitosos cambios en la utilidad que le genera el negocio de textiles y confecciones; no obstante, para el 2016 dicho indicador no se pudo calcular para la empresa analizada, debido a la falta de disponibilidad de los datos necesarios. Sin embargo, se puede destacar que para los últimos períodos tanto Fabricato como Coltejer venían presentando comportamientos similares (ver gráfico 7).

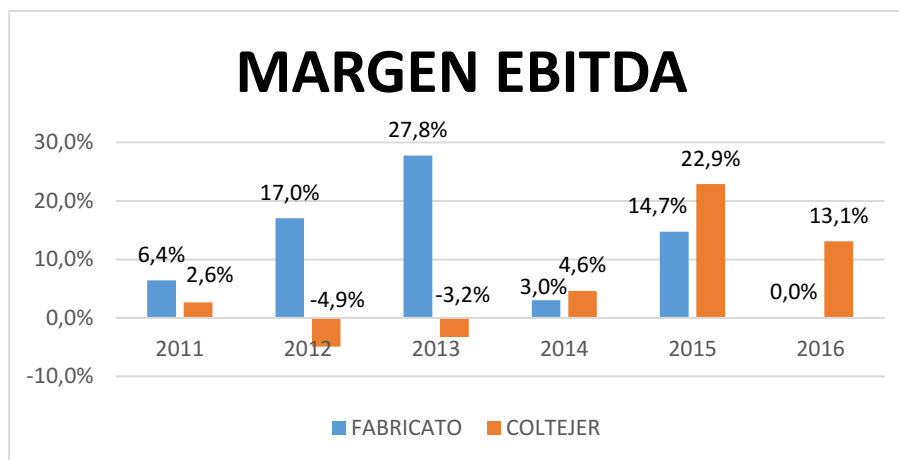
Gráfico 8. Capital de Trabajo Neto Operativo - comparativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

El Capital de Trabajo Neto Operativo en el gráfico No. 8 ha reportado estabilidad en los dos últimos años en la organización Fabricato, dando como indicio estabilidad en la liquidez para atender las necesidades de la compañía en el corto plazo, ya que en 2016 este indicador mostró una cifra de \$118.009.155 millones de pesos. Caso contrario ocurrió en Coltejer, pues presenta un KTNO negativo superior a 75 mil millones de pesos. En este sentido, la organización analizada en el presente documento muestra una ventaja notoria sobre su par en el mercado.

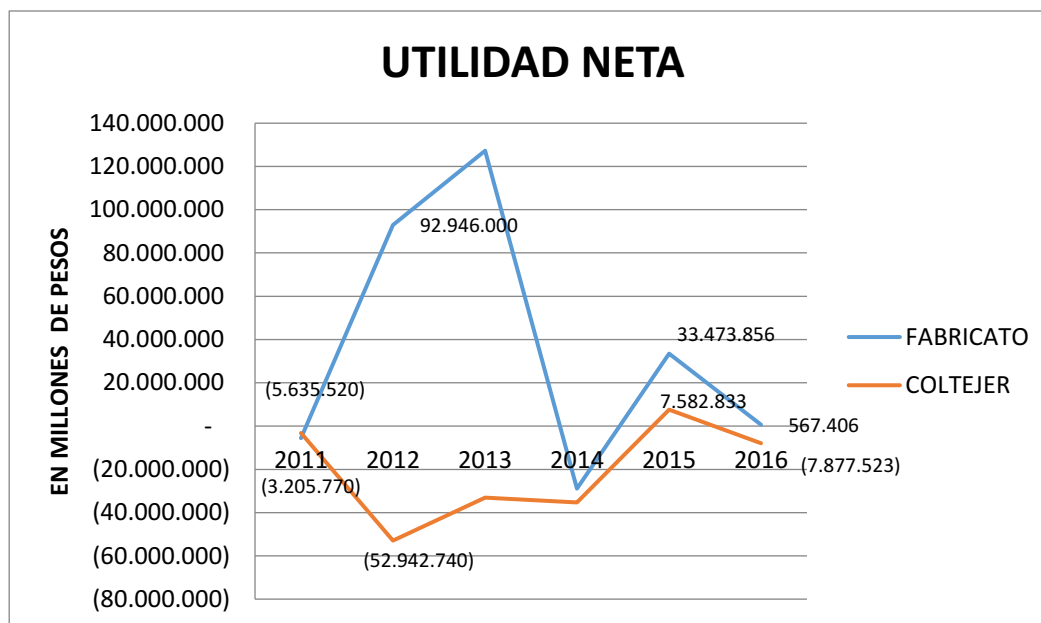
Gráfico 9. Margen EBITDA - comparativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

En cuanto al margen EBITDA, el gráfico 9 muestra cómo Fabricato en los últimos años presentó cambios importantes, toda vez que para el año 2014 la organización obtuvo como resultado el 3%, después de que en periodos anteriores había reportado niveles superiores. Aunque por limitaciones de acceso a la información no se pudo calcular el indicador para 2016, se puede observar en términos generales que Fabricato ha estado en desventaja con el mercado, ya que Coltejer por su parte, ha venido presentando niveles superiores en el margen EBITDA, así, para el año 2016 esta organización obtuvo el 13.1% en este indicador, lo cual muestra una eficiencia en el uso de los recursos disponibles para la producción y operación general del negocio.

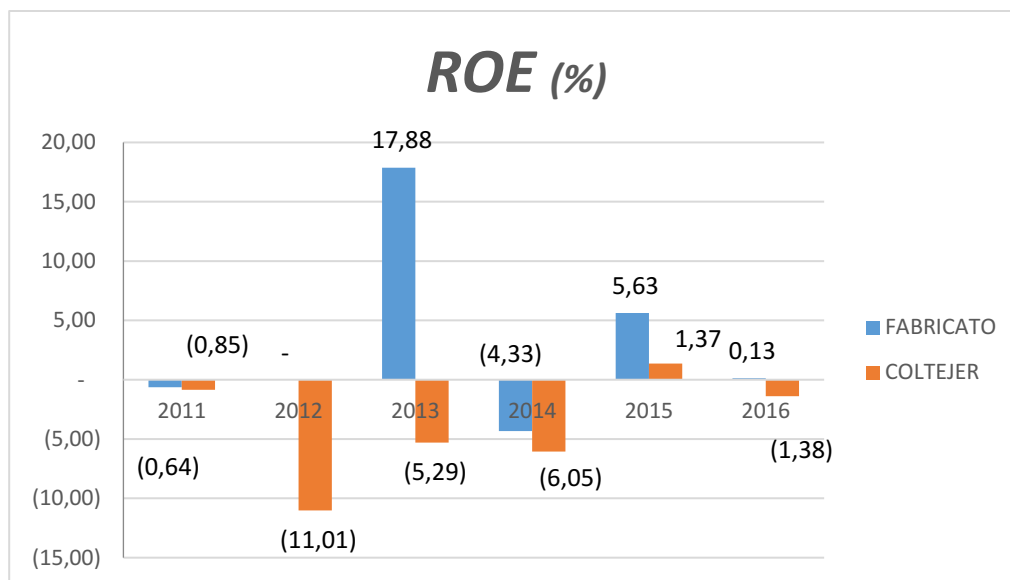
Gráfico 10. Utilidad neta - comparativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

Con respecto a la utilidad neta, en el gráfico 10 se evidencia que Fabricato ha presentado un mejor comportamiento con respecto a su par en el mercado, el cual obtuvo pérdidas en el último período y su comportamiento histórico no ha sido el mejor. A pesar de que en períodos pasados la organización analizada superó a su referente, para el año 2016 la empresa obtuvo 567 millones de pesos en el año 2016. Aunque no es una cifra muy significativa con respecto a lo que ha reportado en períodos pasados, la empresa aún muestra capacidad para la generación de utilidades.

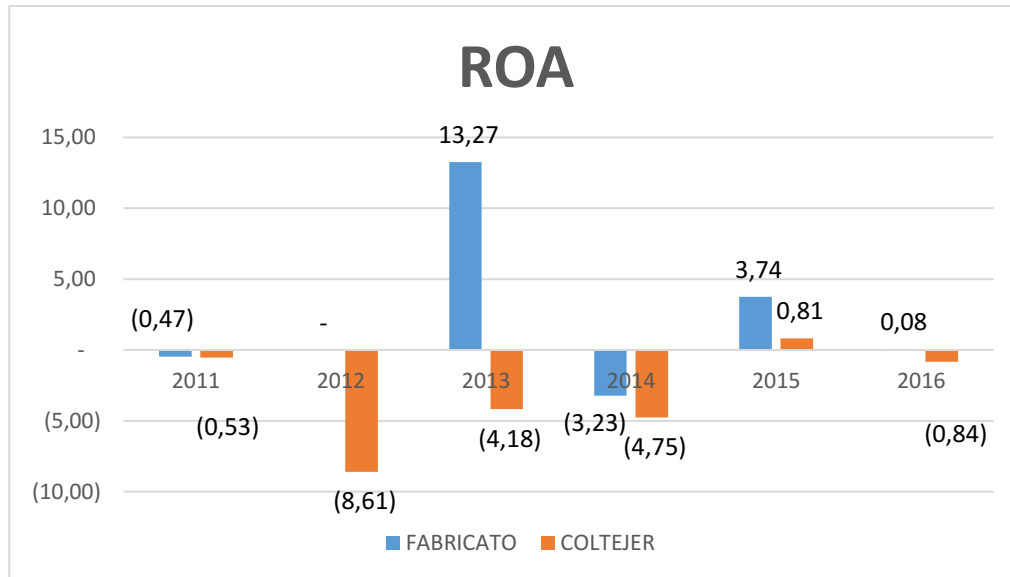
Gráfico 11. ROE - comparativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

Por otro lado, en el gráfico 11 se muestra el comportamiento del ROE, entendido como la capacidad que tiene la organización de generar rentabilidad para sus inversionistas; muestra que la compañía Fabricato S.A. ha presentado mejores resultados que su referente en el mercado, toda vez que en los últimos períodos la rentabilidad ha sido positiva para los accionistas. Para 2016, la organización analizada obtuvo un ROE de 0.13%, el cual puede mejorar con la implementación adecuada de estrategias de gestión, entre las cuales se encuentra la aplicación adecuada de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

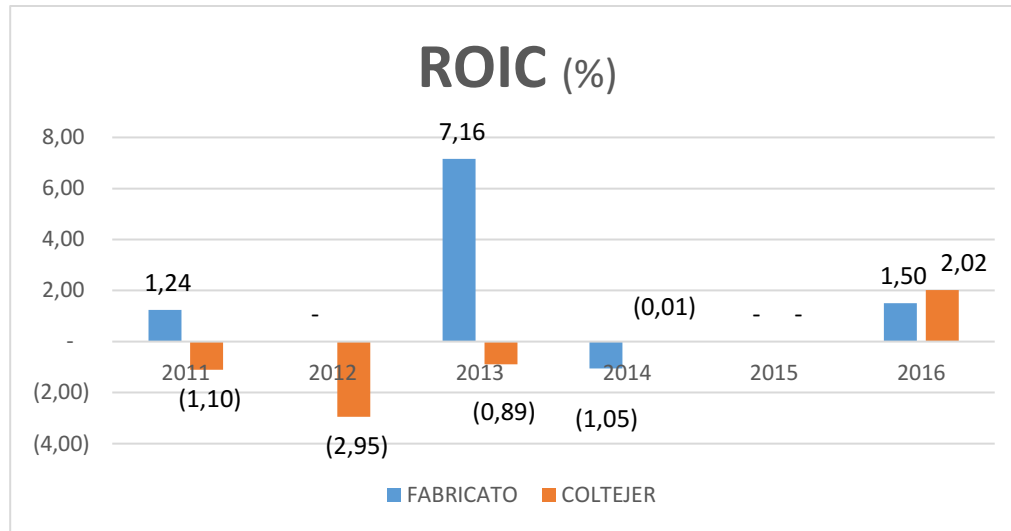
Gráfico 12. ROA - comparativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

El ROA muestra la capacidad que tiene la compañía para generar retornos sobre la inversión total en la operación de la organización, desde la perspectiva de los activos totales. En este sentido, se pudo establecer que Fabricato en los últimos períodos ha reflejado rentabilidad sobre los activos, como se muestra en el gráfico 12. Por el contrario, Coltejer sólo pudo potencializar este indicador en el año 2015, y, para 2016 no reportó rentabilidad. Aunque Fabricato se encuentra en ventaja con respecto a su par en el mercado, el comportamiento evidenciado acerca de este indicador puede mejorar sustancialmente con una estrategia basada en los fundamentos de gobierno corporativo, pues como lo afirman Benavides & Mongrut (2010), las empresas colombianas que han implementado estas prácticas, han experimentado una mejora del 1% en el ROA y, a medida que se potencialice dicha estrategia, el incremento en el indicador mencionado puede ser mayor.

Gráfico 13. ROIC - comparativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

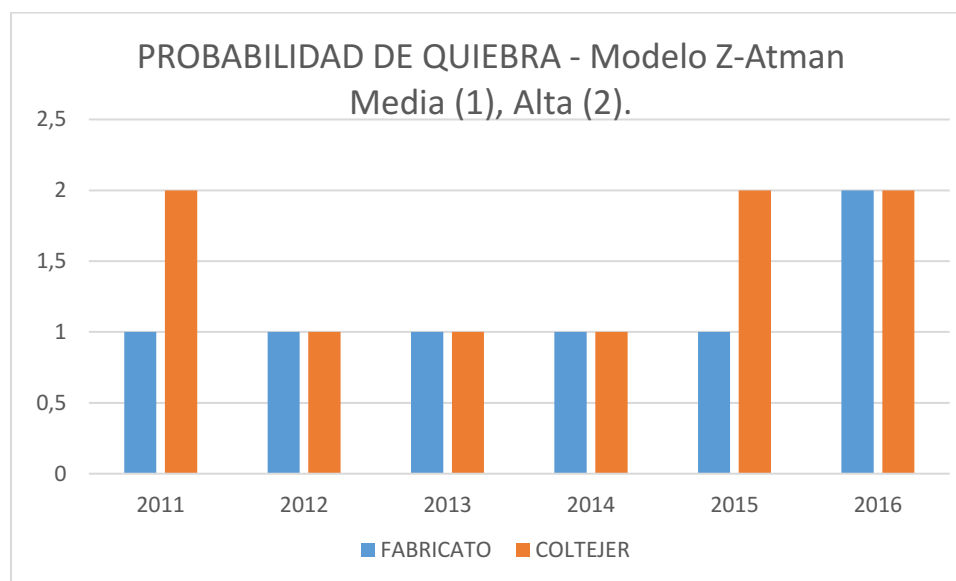
Este indicador también presentó limitantes para la construcción de datos históricos debido al poco acceso a la información. Sin embargo, Fabricato obtuvo un ROIC de 1.50% en 2016, mostrando la capacidad que tiene para generar rentabilidad integral a los aportantes de recursos bajo riesgo (acreedores e inversionistas). El resultado se presenta en el gráfico 13. Si bien este indicador presenta un valor positivo, Lagos & Vecino (2014) aducen que en la medida que una organización colombiana listada en bolsa ejecuta prácticas de Gobierno Corporativo, podrá disminuir el costo del financiamiento, toda vez que se percibirá como una compañía que administra adecuadamente el riesgo, por ende, aportaría evidentemente a la maximización del ROIC.

Por su parte, Coltejer muestra un mejor comportamiento con respecto a Fabricato en este indicador. Aunque la organización carece de capacidad para atender el retorno esperado por sus inversionistas con respecto al capital, muestra efectividad en la atención al retorno esperado por los acreedores en el año 2016, lo cual puede ser causado por la ley de reestructuración en la que se encuentra actualmente.

4.8 Probabilidad de quiebra

A partir de los escenarios anteriores evidenciados por los principales indicadores financieros que, entre otros aspectos, son reflejo de las prácticas de Gobierno Corporativo, se pudo establecer de forma cualitativa la probabilidad de quiebra para ambas compañías. Este indicador estuvo mediado por el modelo Z-Altman, que integra varios indicadores financieros que son influenciados además por la gestión realizada en cuanto al gobierno corporativo. Así, se obtuvo como resultado el comportamiento que se presenta en el gráfico 14.

Gráfico 14. Probabilidad de quiebra modelo Z-Altman - comparativo



Fuente: Elaboración propia, 2017.

La probabilidad histórica de quiebra para Fabricato estuvo en un nivel medio durante los últimos años, no obstante, a raíz de la decaída de varios de los indicadores financieros como resultado del incumplimiento en varios aspectos del gobierno corporativo, para el año 2016 esta probabilidad pasó a un nivel alto, lo cual significa que, de no implementar estrategias integrales en su gestión en las que se incluya el cumplimiento adecuado de las prácticas de Gobierno Corporativo, puede presentar una inminente quiebra.

Por su parte, Coltejer como principal referente del mercado, presenta una situación similar a causa del declive histórico y actual de sus principales indicadores financieros, mediado también, por el alto incumplimiento de los estándares de gobierno corporativo.

4.9 Comparativo entre las empresas analizadas

Tabla 3. Resumen comparativo entre las empresas analizadas

RESUMEN 2016	COLTEJER	FABRICATO
"NO" en Código País	43%	24%
Probabilidad de Quiebra	ALTA	ALTA
VENTAS	241,467,137	385,760,361
EBITDA	31,672,241	
UTILIDADES NETAS	(7,877,523)	567,406.00
MARGEN EBITDA	13.1%	
KTNO	(75,562,543)	118,009,155
ROIC	2.02%	1.50%
ROA	-0.84%	0.08%
ROE	-1.38%	0.13%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

A pesar de que ambas organizaciones presentan grandes oportunidades de mejora financiera, en las que la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo juegan un papel preponderante, se evidencia que en términos generales Fabricato S.A. se encuentra en una posición aventajada con respecto a su par en el mercado Coltejer S.A., tal como lo muestra la tabla resumen No. 3.

5. Conclusiones

Se encontró baja revelación de información por parte de Fabricato S.A. y en ocasiones contradictoria, dependiendo de la fuente, lo cual dificulta llevar a cabo un análisis más

detallado de sus prácticas de Gobierno Corporativo y su incidencia en los principales indicadores financieros, comparativamente con el mercado.

Aunque en el indicador de cumplimiento en los principales aspectos de la encuesta de buenas prácticas de Gobierno Corporativo (Código País), Fabricato posee una posición aventajada con respecto a su referente en el mercado, la organización posee falencias para dar cumplimiento a la totalidad de aspectos que enmarcan este instrumento de evaluación, especialmente, en lo referente a derechos de los accionistas, asamblea general y junta directiva.

Con respecto a la arquitectura de control, se propone la creación del gerente de riesgo y un equipo encargado de mitigar la probabilidad de quiebra, en trabajo mancomunado con la alta gerencia, pero sin ningún nivel de dependencia de ésta.

Referente a los derechos de los accionistas y de la asamblea general, Fabricato está fallando en la implementación y la difusión efectiva de los mecanismos democráticos de participación, pues no tiene procesos definidos mediante los cuales los accionistas puedan acceder a información adicional a la que les es brindada en asamblea general y tampoco a esclarecer dudas al respecto. Dichas actuaciones están en contraposición del trato equitativo de los accionistas, así como de la salvaguardia de sus inversiones.

A pesar de que la junta directiva de la organización analizada posee altos perfiles académicos y amplia experiencia, tanto en el sector como en la composición de juntas directivas, este órgano carece de políticas claras para el nombramiento de sus miembros, así como para la designación de sus comités internos, lo cual puede generar falta de claridad y transparencia en los procesos que se llevan a cabo.

Por otro lado, la composición accionaria de la organización presenta una participación mayoritaria de instituciones nacionales, rezagando la participación de las instituciones extranjeras, lo cual puede significar que los mecanismos de control estén enfocados en perspectivas poco diversas, flexibilizando así el cumplimiento de los fundamentos básicos del gobierno corporativo.

Los indicadores financieros reflejan, entre otros aspectos, la gestión realizada por la empresa en la que juega un papel importante las prácticas de Gobierno Corporativo, por tal motivo, el incumplimiento de algunos de sus fundamentos ha repercutido en el descenso de algunos resultados, tal como la utilidad neta, el ROE, el ROA y el ROIC para el año 2016 con respecto a los períodos anteriores.

Por su parte, el comportamiento de los indicadores estimados por el modelo Z-Altman y los escenarios evidenciados, han elevado la probabilidad de quiebra de la empresa, pasando de media a alta, lo cual sugiere un panorama de riesgo mayor.

Con respecto al mercado, la organización se encuentra en una posición aventajada puesto que, aunque existen oportunidades de mejora en los principales indicadores financieros, el riesgo de la organización tomada como referente es mayor que el de Fabricato. Esto se puede evidenciar en los resultados poco favorables en el cumplimiento de los aspectos principales de la encuesta Código País, el nivel de ventas, utilidad neta, capital de trabajo neto operativo, ROA y ROE.

6. Recomendaciones

Se recomienda a la organización establecer mecanismos claros, mediante los cuales la revelación de la información sea clara, oportuna y suficiente, de tal manera que exista total transparencia al respecto y las partes interesadas la puedan consultar.

Se sugiere el desarrollo e implementación de políticas claras que contengan los criterios para la selección de los miembros de la junta directiva, de tal manera que se evite cualquier tipo de interés.

Adicionalmente, se propone la implementación de un manual mediante el cual se designen los comités que integrarán los miembros de la junta directiva, dentro de los cuales debe existir el correspondiente a gobierno corporativo, el cual vele por el cumplimiento de las buenas prácticas de la gobernabilidad de la organización.

Se recomienda diversificar la composición accionaria de la compañía, de tal forma que se ejerza control desde varias perspectivas, no sólo desde las nacionales sino también desde las extranjeras y también desde sectores estratégicos, que puedan aportar al desarrollo integral de Fabricato S.A.

También, se sugiere replantear el objetivo de la aplicación de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, de tal forma que no sólo sea vista desde la perspectiva del cumplimiento legal, sino también percibida desde su potencial como indicador de desempeño que agrega valor a la organización.

Adicionalmente, se recomienda establecer el cargo de gerente de riesgos y un departamento especializado en la gestión del riesgo, que se encargue de monitorear constantemente los indicadores financieros y su impacto en el mercado, y que de igual manera, proponga planes de mejoramiento para disminuir el nivel de probabilidad de quiebra.

Referencias

- Abella, J., & Pulido, J. (2010). *Lecciones del Fracaso Gerencial* (tesis de maestría). Bogotá D.C.: Universidad del Rosario.
- Benavides, J., & Mongrut, S. (2010). Governance Codes: Facts or Fictions?, a study of governance codes in Colombia. *Estudios Gerenciales*, 85(102), 85-102.
- Centro Documentación de Estudios y Oposiciones (2010). Evolución de los conceptos de empresa y empresario. Funciones y Objetivos de la Empresa. Clases de Empresa. La empresa como sistema de interrelación con su entorno. Los subsistemas de la Empresa. *Economía*, 129, 38.1-38.26.
- Confecámaras (2016). *Confecámaras*. Recuperado el 15 de marzo de 2017, de sitio web de Confecámaras: <http://www.confecamaras.org.co/gobierno-corporativo/167-beneficios-del-gobierno>

- Díaz, M. (2014). Crisis y reestructuración empresarial. *Quipukamayoc*, 8(15), 47-57.
- El Espectador (20 de noviembre de 2012). Recuperado el 10 de marzo de 2017, de sitio web de El Espectador: <https://www.elespectador.com/noticias/economia/gobierno-corporativo-emisores-aceptable-articulo-388234>
- Enrione, A. (2012). Gobierno Corporativo: un imperativo de hoy. En E. B.-U. Andes, *Directorio y Gobierno Corporativo: el desafío de agregar valor en forma sostenida* (p. 317). Santiago: Selected Works.
- Escobar, N., Benavides, J., & Perafán, H. (2016). Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teóricos y evidencia empírica. *Cuadernos de Contabilidad*, 17(43), 203-254.
- Flores, J. V., & Rozas, A. E. (2008). El gobierno corporativo: un enfoque moderno. *Qipukamayoc*, 15(29), 7-22.
- Gaitán, S. (2009). Gobierno Corporativo en Colombia. Tendencias Actuales. *Ad-Minister*(15), 137-153.
- Ghasempour, A., & Yusof, M. (2014). Quality of Intellectual Capital and Human Resources Disclosure on the Firm Valuation. *Open Journal of Accounting*, 3(2), 59-70.
- Iborra, M., Dasí, A., Dolz, C., & Ferrer, C. (2014). *Fundamentos de Dirección de Empresas* (Segunda ed.). Madrid: Paraninfo.
- Lagos, D., & Vecino, C. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios Gerenciales*, 30, 73-84.
- Moreno, M. (26 de julio de 2016). *El Espectador*. Recuperado el 15 de marzo de 2017, de sitio web de El Espectador: <http://www.elespectador.com/noticias/economia/el-abece-del-gobierno-corporativo-articulo-645451>

- Muñoz, C. (octubre - diciembre de 2011). *Buen Gobierno Corporativo*. Recuperado el 14 de marzo de 2017, de Sitio web de la Escuela Superior Politécnica del Litoral: <http://www.espae.espol.edu.ec/images/documentos/publicaciones/articulos/buengobiernoocorporativo.pdf>
- Revista Dinero. (2002). Gobierno Corporativo. *Dinero* (169), 10-14.
- Revista Dinero (16 de marzo de 2017). *Revista Dinero*. Recuperado el 16 de marzo de 2017, de sitio web de la Revista Dinero: http://www.dinero.com/edicion-impresa/caratula/articulo/que-esta-pasando-con-las-juntas-directivas-en-colombia/242933?utm_source=newsletter&utm_medium=mail&utm_content=dinero&utm_campaign=2017_03_16
- Strandberg, L. (2010). El Compromiso con los Grupos de Interés. *Cuadernos de la Cátedra "La Caixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo*(10), 7-25.
- Vergés, J. (2000). *Control e Incentivos en la Gestión Empresarial*. Barcelona: Universidad Autómoma de Barcelona.
- Yepes, C. R. (2008). *Gobierno Corporativo y creación de valor*. Recuperado el 7 de agosto de 2017, de <http://www.camaramedellin.com.co/site/Portals/0/Documentos/Biblioteca/herramientas/gobierno-corporativo-y-creacion-de-valor.pdf>.
- Zuleta, A. P. (2015). *Corrupción: historia y consecuencias en Colombia*. Bogotá: Universidad Militar Nueva Granada. Recuperado el 15 de marzo de 2017, de <http://repository.unimilitar.edu.co/bitstream/10654/13973/2/LA%20CORRUPCION,%20SU%20HISTORIA%20Y%20SUS%20CONSECUENCIAS%20EN%20COLOMBIA.pdf>