



Vigilada Mineducación

Efectos de la implementación del programa Investors Relations (IR) en la calificación de riesgo de los bancos en Colombia

Isabella Camacho Reyes
icamachor@eafit.edu.co

Esteban Arias Villegas
eariasvl@eafit.edu.co

Diego Fernando Téllez Falla
Lina Marcela Cortés Durán
Asesores

UNIVERSIDAD EAFIT
Finanzas, Economía y Gobierno
Maestría en Administración Financiera
Cali
2024

Contenido

1. Introducción	4
2. Planteamiento del problema	6
2.1 Pregunta	6
3. Objetivos	7
3.1 Objetivo General	7
3.2 Objetivos Específicos	7
4. Marco Conceptual	8
4.1 Teoría de agencia, teoría de los grupos de interés, y teoría de los recursos y capacidades 8	
4.2. Código de Mejores Prácticas Corporativas – Código País. Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)	10
4.3. Reconocimiento Investors Relations (IR) de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) ..	11
5. Datos y metodología	13
6. Resultados	19
6.1. Modelo panel de datos pooling:	19
6.2. Modelo Logit:	22
6.3. Modelo Multinomial:	25
7. Conclusiones	28
8. Referencias	30

Resumen

Las prácticas de Gobierno Corporativo, alineadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU en la Agenda 2030, abordan desafíos en la gestión empresarial, como la separación entre propiedad y administración, problemas de agencia y desigualdades de información, que han causado múltiples crisis corporativas. En Colombia, aunque las entidades han adoptado estas prácticas por regulaciones, su impacto en decisiones y desempeño financiero ha sido subestimado. Esta investigación busca visibilizar el efecto de implementar buenas prácticas de gobierno en la calificación de riesgo de las entidades bancarias del país. Así como determinar el impacto de contar con el reconocimiento Investors Relations (IR), ofrecido por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Como principal conclusión se encuentra que tener unas mejores prácticas de gobierno corporativo aumenta la probabilidad de tener una mejor calificación de riesgo crediticia. Lo que refleja una mayor estabilidad financiera y más confianza frente a los grupos de interés.

Palabras claves

Gobierno Corporativo, Relación con Inversionistas, Buen Gobierno, Calificación de Riesgo, Bancos.

1. Introducción

El Gobierno Corporativo es un tema en auge en la actualidad, dado que hace parte del concepto de sostenibilidad y de los Objetivos de Desarrollo Sostenible determinados por la ONU en la Agenda 2030. Las empresas se han visto en la necesidad de implementar diferentes prácticas Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG) dentro de sus procesos, impactando a su vez su desempeño financiero. Como lo menciona Aristizábal et al. (2018), esta información se vuelve de utilidad, tanto para los directivos como para los inversionistas, pues ayuda a crear y fortalecer la confianza de los grupos de interés, clientes y colaboradores, y a su vez optimiza la gestión del riesgo y mejora el acceso al financiamiento.

Adicionalmente, las prácticas de buen gobierno se han consolidado como la solución a las dificultades que se presentan entre la propiedad y la administración, asociadas a los problemas de agencia y de asimetría de la información. Como lo mencionan Correa et al. (2020), “El gobierno corporativo es un mecanismo que ha venido solucionando los problemas que existen entre los intereses de los directivos de una organización y sus stakeholders” (p. 41). Lo que ha permitido desarrollar el concepto de gobernanza como una herramienta para disminuir estos problemas en las diferentes organizaciones.

En el contexto actual, la calidad de las prácticas que implementan las empresas es cada vez más valorada por los distintos grupos de interés (Meneses Cerón et al., 2022, p. 93). Dado que el Gobierno Corporativo promueve a su vez el uso eficiente de recursos a través de un equilibrio entre los objetivos de la junta directiva y los stakeholders, lo que lo convierte en un mecanismo para la protección de los intereses directos de los accionistas. Esto debido a que las decisiones que se toman en la junta directiva, afectan directamente la transparencia, las decisiones futuras y el desempeño financiero (Correa et al., 2020, p. 42).

Sin embargo, en Colombia son pocas las organizaciones conscientes de la importancia de implementar estas prácticas, adoptadas ya por las diferentes entidades más por normativa, que por conocimiento del impacto que tienen para el desarrollo financiero y la toma de decisiones dentro de la compañía. La inclusión de estas prácticas en muchos casos ha sido

por el interés mostrado por el gobierno colombiano, con el fin de entrar a la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) (Correa et al., 2020, p. 42).

Este desconocimiento, en su mayoría se debe a la falta de información, de documentación, pero sobre todo a la dificultad existente para medir la incidencia de implementar buenas prácticas de Gobierno Corporativo en el desarrollo financiero de las organizaciones.

Por lo anterior, se considera necesario poder realizar un estudio que permita visualizar la incidencia de las buenas prácticas de gobierno en el desempeño financiero de los establecimientos inscritos en la Superintendencia Financiera de Colombia. Para así crear conciencia y dar mayor visibilidad entre todos los grupos de interés involucrados y lograr cuantificar dicho efecto en la calificación de riesgo que se otorga a dichas entidades. El presente estudio busca determinar los efectos de contar con el reconocimiento Investors Relations (IR) y cumplir con las buenas prácticas de gobierno propuestas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) en la calificación de riesgo de los bancos en Colombia desde el año 2015 hasta el 2023. Como principal conclusión se encuentra que tener unas mejores prácticas de gobierno corporativo aumenta la probabilidad de obtener una mejor calificación de riesgo crediticia. Lo que refleja una mayor estabilidad financiera y mayor confianza frente a los grupos de interés.

El documento se estructura de la siguiente manera: En la Sección 1 se encuentra la introducción de esta investigación. La Sección 2 se presenta el planteamiento del problema de investigación. En la Sección 3 se propone el objetivo que busca alcanzar el estudio. La Sección 4 revisa la literatura que soporta el estudio. En la Sección 5 se presentan los datos y la metodología que permite dar respuesta a la pregunta de investigación. La Sección 6 discute los resultados. Finalmente, en las Secciones 7 y 8 se encuentran las conclusiones y las referencias del estudio.

2. Planteamiento del problema

Las prácticas de Gobierno Corporativo hacen parte de los Objetivos de Desarrollo Sostenibles determinados por la ONU en la Agenda 2030. Estas prácticas son la solución a las dificultades que se presentan entre la propiedad y la administración, asociadas a los problemas de agencia y de asimetría de la información. Lo que ha generado numerosas crisis corporativas y ha permitido desarrollar el concepto de gobernanza como una herramienta para disminuir estos problemas para las diferentes organizaciones.

En Colombia estas prácticas han sido implementadas en las diferentes entidades por condiciones normativas y no por sus implicaciones en la toma de decisiones y en el desempeño financiero. Aun así, cada vez son más las organizaciones que las están involucrando dentro de sus lineamientos corporativos. Lo que ha creado la necesidad de cuantificar su efecto en el desempeño de las organizaciones, especialmente para los bancos colombianos y su efecto en la calificación de riesgo.

Es importante resaltar que esta investigación ayudará a dar más visibilidad a las prácticas de buen gobierno y su efecto en la calificación de riesgo de las entidades bancarias del país. Así como también contribuirá en fomentar la participación de estas por el reconocimiento Investors Relations (IR), ofrecido por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), con el objetivo de destacar los esfuerzos y acciones de las empresas por fortalecer la credibilidad y confianza con sus inversionistas.

Por lo tanto, se hace necesario poder realizar un estudio que permita determinar el efecto o incidencia de las buenas prácticas de gobierno y obtención del reconocimiento IR en la calificación de riesgo de los bancos colombianos.

2.1 Pregunta

¿Cuáles son los efectos de contar con el reconocimiento Investors Relations (IR) y cumplir con las buenas prácticas de gobierno propuestas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) en la calificación de riesgo de los bancos del país desde el 2015 hasta el año 2023?

3. Objetivos

3.1 Objetivo General

Determinar los efectos de contar con el reconocimiento Investors Relations (IR) y cumplir con las buenas prácticas de gobierno propuestas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) en la calificación de riesgo de los bancos del país desde el año 2015 hasta el año 2023.

3.2 Objetivos Específicos

- Identificar las prácticas de buen gobierno que son propuestas por la SFC para los bancos en Colombia desde el año 2015 hasta el año 2023.
- Especificar un modelo econométrico que mida el efecto en la calificación de riesgo de los bancos en Colombia que cuentan con el reconocimiento Investors Relations (IR) y cumplen con las buenas prácticas de gobierno propuestas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).
- Establecer los beneficios que obtienen los bancos en Colombia al tener el reconocimiento Investors Relations (IR) y cumplir con las buenas prácticas de gobierno propuestas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

4. Marco Conceptual

4.1 Teoría de agencia, teoría de los grupos de interés, y teoría de los recursos y capacidades

Los conflictos de intereses entre los partícipes en una organización surgen por una relación de agencia, que está definida como un contrato entre una o varias personas y que se denomina principal, quien compromete a otra denominada agente, para realizar algunas actividades en su nombre. Lo que implica delegación de autoridad para la toma de decisiones y un pago de acuerdo con las condiciones del agente (Jensen & Meckling, 1976, p. 308).

En el caso de que ambas partes presenten comportamientos que tiendan a maximizar las utilidades y bajo un supuesto de que el agente tiene mejor información que el principal, hay razones suficientes para pensar que el agente no siempre realizará sus actividades buscando el mejor provecho para el principal (Jensen & Meckling, 1976, p. 308; Fama, 1980, p. 289). Jensen y Meckling (1976) sugieren la necesidad de crear mecanismos de supervisión, con la finalidad de minimizar los conflictos de intereses y problemas de agencia de los agentes (p. 308). Y de la misma manera, Fama (1980) menciona que las organizaciones necesitan adoptar mecanismos de gobierno al interior de las organizaciones para cumplir con los objetivos de supervisión y control (p. 289-291).

Fama y Jensen (1983) presentan los lineamientos iniciales para la conformación de los primeros mecanismos de gobierno corporativo para la supervisión y control de las juntas directivas. Así mismo, aseguran que es de gran importancia que estos órganos de gobierno cuenten con participantes independientes, con experticia en diferentes áreas, capacitados para supervisar los equipos de alta gerencia de las organizaciones. Esto con el fin de que el proceso de toma de decisiones sea en pro de la compañía y no de un individuo en específico o un grupo de interés particular.

La teoría de agencia trata de exponer el proceso general de rendición de cuentas y la generación de información por medio de reportes asociados al comportamiento de las organizaciones y el proceso de toma de decisiones de los agentes con el fin de informar su gestión.

La teoría de los grupos de interés o stakeholder desarrollada por Freeman (1984), en la que resalta que el proceso de rendición de cuentas, resulta de gran importancia, dada la relación que existe entre las organizaciones y los inversionistas de capital. Sin embargo, hay otros participantes que se ven impactados en los procesos de toma de decisiones y los resultados de las empresas, como lo son el gobierno, los empleados, los clientes, la comunidad, el medio ambiente, entre otros.

Teniendo en cuenta lo anterior y a partir de la definición de stakeholder como un conjunto de grupos de interés que obtienen beneficios de los resultados de las compañías, como el público en general, las comunidades y los clientes, y no exclusivamente los inversionistas de capital (Freeman y Reed, 1983, p. 91), es relevante esta teoría esbozada por Freeman (1984), donde menciona que los agentes deben formular e implementar sus procesos satisfaciendo a todos y no exclusivamente a los que tienen intereses en el negocio. Por lo tanto, la tarea central es gestionar e integrar a los grupos de interés, como accionistas, empleados, clientes, proveedores, comunidades y otros grupos de manera que aseguren el éxito a largo plazo de la organización.

En resumen, la teoría de agencia trata las relaciones y sus problemas entre el principal y el agente (organización); y la teoría de los grupos de interés o stakeholders trata las relaciones y dificultades entre la organización y los grupos de interés, es por esto que el fundamento de ambas teorías es una base importante para el análisis de la rendición de cuentas que realiza la alta gerencia de las compañías.

Por último, el éxito de las organizaciones lo han relacionado a la generación de beneficios extraordinarios, (Rumelt, Schendel y Teece, 1991, p. 12-13) con el fin de cumplir con las exigencias asociadas al proceso de formalización académica y suelen expresar la eficiencia de las organizaciones en términos de maximización de beneficios.

En este contexto, las explicaciones acerca del éxito organizacional se remiten al desempeño competitivo exitoso. Es decir, en la generación de beneficios extraordinarios, resaltando sobre todo a elementos internos a través de la teoría de los recursos y capacidades. Esta teoría basa su definición del éxito en las características de los recursos y capacidades que la compañía controla, y en su capacidad para generar utilidades, enfocada en cómo un eficiente

equilibrio entre el manejo de sus capacidades y recursos, permite obtener y mantener una ventaja competitiva (Teece, Pisano y Shuen, 1997, p. 516).

En conclusión, estas teorías fundamentan la revelación de la información financiera y no financiera que debe evidenciar el comportamiento de las compañías y su proceso de toma de decisiones, apegadas al uso adecuado de los recursos y desarrollo de sus capacidades, mostrando así la incidencia que tienen las prácticas de gobernanza para la satisfacción de todos los grupos de interés.

4.2. Código de Mejores Prácticas Corporativas – Código País. Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)

La aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo por parte de las empresas es una vía para la generación de valor agregado y confianza en los mercados. Es por esto que la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), desde el año 2007, ha liderado el programa, Código País, que tiene como objetivo analizar la conducta corporativa de las empresas (Lagos & Vecino 2013, p. 230).

El Código País es el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia, que busca en un único documento, de fácil comprensión y acceso para las organizaciones, recopilar las mejores prácticas de gobierno corporativo que toda organización colombiana debería considerar, implementar y evaluar constantemente (Dávila & Guzmán, 2017, p. 15).

La construcción y elaboración de dicho documento se llevó a cabo por un comité convocado por la SFC, y otras entidades, entre esas la ANDI, Asobancaria, la Bolsa de Valores de Colombia y la CAF (Dávila & Guzmán, 2017, p. 15). Cuya tarea posterior y de carácter permanente, según lo estipulado en el CÓDIGO DE MEJORES PRÁCTICAS CORPORATIVAS - CÓDIGO PAÍS, publicado por la SFC en 2014, es revisar constantemente las propuestas y, si es el caso, desarrollar nuevas o realizar las modificaciones pertinentes. Permitiendo así que el Código País se ajuste siempre a la situación del mercado.

El Código País elaborado por la SFC cuenta con cinco áreas en su estructura, cada una de ellas posee ciertas medidas o recomendaciones, concretas y numeradas, que permiten que este documento proponga 148 recomendaciones sobre el Gobierno Corporativo. Estas cinco áreas son las siguientes:

- *Derechos y Trato Equitativo de Accionistas*: permite reconocer los derechos de los accionistas y los diferentes mecanismos para su ejercicio.
- *Asamblea General de Accionistas*: Es la herramienta principal que sirve de suministro de información para los accionistas. Sin embargo, también sirve como mecanismo de control por parte de los accionistas hacia la labor no solo de la Junta Directiva, sino también de la entidad empresarial.
- *Junta Directiva*: Órgano administrativo con funciones más definidas y mayor capacidad de delegar. Debe reflejar simetría con la estructura accionaria de la entidad. El objetivo es lograr un equilibrio en la delegación de las funciones de los miembros.
- *Arquitectura de Control*: Es la estructura de políticas y procedimientos relacionados con la gestión del riesgo, sistemas de control interno, cumplimiento, monitoreo y comunicación de la información.
- *Transparencia e Información Financiera y no Financiera*: es el mecanismo principal entre la entidad y sus diferentes grupos de interés y el mercado en general. Esta información es muy importante, ya que brinda conocimiento sobre la situación actual de la entidad y asimismo, brinda elementos necesarios y suficientes para la toma de decisiones.

4.3. Reconocimiento Investors Relations (IR) de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

En el mundo de las inversiones y los negocios, las decisiones deben tomarse de forma rápida, siempre y cuando se cuente con información precisa, clara y oportuna. Es por esto, que la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), que regula y fomenta el mercado de valores en el país, se ha visto en la necesidad de buscar formas de promover mecanismos transparentes y pertinentes de revelación de información y de relación con los inversionistas. Permitiendo así que el mercado colombiano se vuelva más llamativo para los diferentes inversionistas (Bolsa de Valores de Colombia, 2024).

En el 2013, la BVC crea como estrategia corporativa el programa Reconocimiento Investors Relations (IR), a través del cual los diferentes emisores de valores deben buscar la forma de crear una herramienta o canal que permita una interacción más cercana y directa entre las diferentes partes de la compañía (la administración, accionistas, inversionistas y otros grupos

de interés). Es decir, que el objetivo principal es poder lograr una comunicación precisa y oportuna entre todos los grupos de interés, especialmente con los inversionistas.

Según la Guía de Reconocimiento IR de la BVC publicada en el 2023, las empresas que participan del programa deben implementar ciertas herramientas para brindar información y atención adecuada a quienes se encuentran interesados en invertir en la compañía o en el vehículo financiero. Algunas de las herramientas que se encuentran en dicho documento son, por ejemplo: publicar información corporativa o de la sociedad administradora en la página web de la compañía, realizar conferencias, reuniones individuales, comunicados de prensa o eventos de forma periódica para divulgar los resultados financieros.

También se debe buscar un espacio para suministrar información sobre futuros proyectos, experiencia de la administración, responsabilidad social y buenas prácticas de gobierno, entre otros. Ayudando así a reducir la incertidumbre del mercado, mejorando los volúmenes de negociación y reduciendo los costos de financiación. Buscando a la vez, que el mercado colombiano sea más atractivo para los inversionistas locales y extranjeros.

5. Datos y metodología

Este trabajo de investigación determina los efectos de contar con el reconocimiento Investors Relations (IR) y cumplir con las buenas prácticas de gobierno en la calificación de riesgo de los bancos en Colombia. Se elabora una base de datos bajo el formato de panel de datos, en un periodo de tiempo de nueve años entre el año 2015 y 2023, y que rige para los 29 bancos registrados en la Superintendencia Financiera de Colombia como Establecimientos Bancarios.

Tabla 1 – Establecimientos Bancarios registrados en la Superintendencia Financiera de Colombia

ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS
BANCO AGRARIO DE COLOMBIA S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COLOMBIA
BANCO BTG PACTUAL COLOMBIA S.A.
BANCO CAJA SOCIAL
BANCO COLPATRIA MULTIBANCA COLPATRIA S.A.
BANCO COMERCIAL AV VILLAS S.A.
BANCO COMPARTIR S.A. ANTES (FINANCIERA AMERICA S.A. C.F.)
BANCO COOMEVA S.A.
BANCO COOPERATIVO COOPCENTRAL antes Central Cooperativa COOPCENTRAL
BANCO CORPBANCA COLOMBIA S.A. (antes Banco Santander Colombia S.A.)
BANCO DAVIVIENDA S.A.
BANCO DE BOGOTA S. A.
BANCO DE LAS MICROFINANZAS BANCAMIA S.A.
BANCO DE OCCIDENTE S.A.
BANCO FALABELLA S.A.
BANCO FINANDINA S.A.
BANCO GNB SUDAMERIS
BANCO J.P. MORGAN COLOMBIA S. A
BANCO MUNDO MUJER S.A. - MUNDO MUJER EL BANCO DE LA COMUNIDAD
BANCO PICHINCHA S.A.
BANCO POPULAR S.A.
BANCO PROCREDIT COLOMBIA S.A.
BANCO SANTANDER DE NEGOCIOS COLOMBIA S.A.
BANCO SERFINANZA

BANCO UNIÓN S.A.
BANCO W S.A.
BANCOLOMBIA S.A.
CITIBANK - COLOMBIA S.A.
MULTIBANK

Fuente: Elaboración propia

Se extrajeron los datos suministrados por los establecimientos bancarios de la Encuesta Código País para determinar el nivel de cumplimiento de las cinco categorías de su estructura. Se consolidaron los resultados de las encuestas y se calculó el nivel de cumplimiento de cada categoría como la proporción de la cantidad de respuestas afirmativas sobre el total de preguntas.

Tabla 2 – Estructura Encuesta Código País

Categoría	No. Preguntas
Derechos y Trato Equitativo de Accionistas	14
Asamblea General de Accionistas	19
Junta Directiva	73
Arquitectura de Control	29
Transparencia e Información Financiera y no Financiera	13
Total	148

Fuente: Elaboración propia

Adicionalmente se consideró como variable el pertenecer al programa de Investors Relations de la BVC, como una variable dicotómica, donde 0 indica que no pertenece y 1 pertenece.

Se tabularon datos financieros para identificar las cuentas que se incluirían en el modelo como activos, pasivos, patrimonio, ingresos operacionales y gastos de intereses. Esto para cada entidad durante los años contemplados en la investigación (2015-2023), lo que permitió calcular indicadores financieros como el multiplicador del apalancamiento (MAP) y la razón de cobertura de intereses (RCI). Adicionalmente se escogió el indicador de calidad de la cartera (CaC), dado que para la naturaleza de las entidades analizadas es gerencial, monitoreado y publicado por la SFC.

En la tabla 3 se encuentra la definición de las variables utilizadas en la construcción de los modelos.

Tabla 3 – Definición de las variables

Variable	Definición
Accionistas	Proporción de respuestas afirmativas en la categoría de Derechos y Trato Equitativo de Accionistas sobre el total de preguntas en esta categoría en la Encuesta Código País
Asamblea	Proporción de respuestas afirmativas en la categoría de Asamblea General de Accionistas sobre el total de preguntas en esta categoría en la Encuesta Código País
Junta Directiva	Proporción de respuestas afirmativas en la categoría de Junta Directiva sobre el total de preguntas en esta categoría en la Encuesta Código País
Control	Proporción de respuestas afirmativas en la categoría de Arquitectura de Control sobre el total de preguntas en esta categoría en la Encuesta Código País
Transparencia	Proporción de respuestas afirmativas en la categoría de Transparencia e Información Financiera y no Financiera sobre el total de preguntas en esta categoría en la Encuesta Código País
Total	Proporción de respuestas afirmativas en todas las categorías sobre el total de preguntas en la Encuesta Código País
Pertenece IR	Indica si el establecimiento bancario pertenece o no al programa Investors Relations de la BVC y es una variable dicotómica, donde el valor 0 significa que no pertenece y 1 que si pertenece
Margen de apalancamiento (MAP)	Indica los recursos obtenidos mediante apalancamiento para invertir
Razón de Cobertura de Intereses (RCI)	Mide la capacidad que tiene un establecimiento para cumplir con sus obligaciones asociadas a gastos financieros y es la proporción del gasto por intereses sobre los ingresos operacionales
Calificación de la cartera (CaC)	Mide el comportamiento de pago de los clientes que tienen obligaciones financieras con los establecimientos bancarios y es la proporción de la suma de la cartera y los leasing vencidos sobre la suma de la cartera y leasing brutos.
Calificación de riesgo	Mide la solvencia y la probabilidad de impago de las obligaciones financieras de la entidad y es una variable categórica donde si es mayor o igual a A, su valor es 1; menor a A, su valor 2 y; pérdida de la calificación o sin información, su valor es 3
Calificación de riesgo \geq AA	Mide la solvencia y la probabilidad de impago de las obligaciones financieras de la entidad y es una variable dicotómica donde en el caso de no tener calificación mayor o igual AA, su valor es 0, y tenerla es 1

Calificación de riesgo 2Y	Mide la solvencia y la probabilidad de impago de las obligaciones financieras de la entidad en los últimos dos años y es una variable dicotómica donde, en el caso de no tener la calificación, su valor es 0, y tenerla es 1
Tamaño	Se mide como el logaritmo de la suma de 1 y los activos
Tamaño 1	Se mide como el logaritmo de la suma de 1 y los ingresos operacionales

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con las correlaciones de las variables durante el periodo de estudio (Gráfico 1) se puede inferir que las variables asociadas con las prácticas de gobierno corporativo presentan correlaciones altas entre sí, mientras que la variable de calificación de riesgo la presenta negativa, esto quiere decir que a mayor cumplimiento de las categorías de la Encuesta Código País, mejor es la calificación, dado que esta variable es categórica y entre más alta la categoría, peor es la calificación.

Por otro lado, la variable RCI, Calificación de riesgo \geq AAA y Calificación de riesgo AAA 2Y, muestran correlaciones cercanas a 0 con las demás variables, indicando debilidad en sus relaciones.

Gráfico 1. Correlaciones de las variables



Fuente: Elaboración propia

Considerando lo anterior y la naturaleza del panel de datos construido, se utilizaron diferentes técnicas o modelos econométricos para determinar el efecto de las variables de gobierno corporativo de las entidades financieras seleccionadas sobre la cobertura de intereses y la calificación de riesgo. Las metodologías utilizadas fueron:

- **Modelo panel de datos pooling:**

Mediante la estimación de este modelo, se buscó determinar el efecto que tuvo la presencia en el programa IR de la BVC en la razón de cobertura de intereses a lo largo del tiempo en las entidades seleccionadas. Dado el seguimiento de los individuos de interés a lo largo del tiempo, se hizo necesario recurrir a técnicas que permitieran controlar el efecto de este en la estimación. Así pues, se planteó la ecuación:

Ecuación 1

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Pertenece\ a\ IR_{it} + \sum \beta_i * X_{it} + a_i + \varepsilon_{it}$$

Donde Y_{it} es la razón de cobertura de intereses del individuo i en el tiempo t , $Pertenece\ a\ IR_{it}$ indica la participación en el programa de IR de la BVC, X_{it} las demás variables de gobierno corporativo y ε el término de error $\sim (0, \sigma)$. Por su parte, a_i son los efectos no observados intrínsecos a cada individuo.

Bajo el supuesto de que todos los parámetros son constantes a lo largo del tiempo para todos los individuos; incluyendo los efectos no observados intrínsecos a cada individuo; se puede realizar la estimación de la Ecuación 2 por mínimos cuadrados ordinarios (MCO).

- **Modelo logit:**

Mediante la estimación de este modelo, se buscó determinar el efecto de la presencia en el programa IR de la BVC en la probabilidad de obtener una calificación de riesgo en la deuda de largo plazo de los últimos dos años, igual a AAA. Así pues, se planteó la ecuación:

Ecuación 2

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 * Pertenece\ a\ IR_i + \beta_2 * X_i + \varepsilon_i$$

Donde Y es el vector de la variable dicotómica de la calificación del riesgo, *Pertenece a IR* el vector que indica la participación en el programa de IR de la BVC, X la matriz de las demás variables de gobierno corporativo y ε el termino de error $\sim (0, \delta)$.

Sin embargo, dada la presencia de una variable dicotómica como variable dependiente, fue necesario limitar la respuesta del modelo de tal forma que tome valores entre 0 y 1. Para esto, se utilizó la función de distribución acumulada de una variable aleatoria logística estandarizada, de tal manera que se replanteó la Ecuación 2 de la forma:

Ecuación 3

$$P(Y = 1 | x) = \frac{e^{(\beta_0 + \beta_1 * \text{Pertenece a IR} + \beta_2 * X + \varepsilon)}}{1 + e^{(\beta_0 + \beta_1 * \text{Pertenece a IR} + \beta_2 * X + \varepsilon)}}$$

La cual satisface dicha condición.

- **Modelo multinomial:**

Mediante la estimación de este modelo, se buscó determinar el efecto de la presencia en el programa IR de la BVC en la probabilidad de obtener una mejor calificación de riesgo en la deuda de largo plazo. Para esto, se consideró clasificar los distintos niveles de riesgo de la deuda de largo plazo en tres categorías. Así pues, se planteó la ecuación:

Ecuación 4

$$Y_{ij} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Pertenece a IR}_{ij} + \beta_2 * X_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Donde Y es el vector de la variable categórica de la calificación del riesgo, *Pertenece a IR* el vector que indica la participación en el programa de IR de la BVC, X la matriz de las demás variables de gobierno corporativo y ε el termino de error $\sim (0, \delta)$.

Dado que la variable dependiente es una variable categórica, y con el objetivo de acotar la respuesta del modelo de tal forma que para cada categoría tome un valor entre 0 y 1 se planteó:

Ecuación 5

$$P(Y = j | x) = \frac{e^{V_j}}{1 + \sum_{j=1}^3 e^{V_j}} \quad j = 1, 2, 3$$

Donde V_j :

Ecuación 6

$$V_j = \beta_0 + \beta_1 * Pertenece\ a\ IR + \beta_2 * X + \varepsilon$$

6. Resultados

6.1. Modelo panel de datos pooling:

Este modelo tomó como variable dependiente la Razón de Cobertura de Intereses (RCI). Esta ratio es fundamental para evaluar la solidez financiera de una empresa y su capacidad para enfrentar sus obligaciones de deuda, permite evaluar qué porción de los ingresos generados por las operaciones de la empresa se destina para el pago de los intereses de esta.

Es importante tener en cuenta que el modelo se realizó de varias formas, el modelo 1 contiene todas las variables y los otros modelos, del 2 al 5, van excluyendo variables. Además, esto permite controlar por posibles problemas de multicolinealidad entre las variables. Teniendo claro esto, el modelo nos arrojó los siguientes resultados detallados a continuación:

Cuadro de Resultados 1

corfe transversal.txt

Dependent variable:					
	(1)	(2)	RCI (3)	(4)	(5)
Pertenece IR	-0.079*** (0.029)	-0.103*** (0.027)			
Junta Directiva	0.340** (0.142)		-0.075* (0.038)		
Control	0.194* (0.107)			-0.079 (0.052)	
Total	-0.559*** (0.195)				-0.110*** (0.042)
Tamaño	0.003 (0.002)	0.003** (0.001)	0.004** (0.002)	0.004** (0.002)	0.005*** (0.002)
MAP	0.011*** (0.003)	0.010*** (0.003)	0.009*** (0.003)	0.010*** (0.003)	0.010*** (0.003)
CaC	0.370 (0.301)	0.338 (0.297)	0.543* (0.307)	0.492 (0.305)	0.557* (0.304)
Constant	0.017 (0.031)	0.022 (0.031)	0.033 (0.032)	0.033 (0.032)	0.031 (0.032)
Observations	260	260	260	260	260
R2	0.220	0.193	0.158	0.152	0.167
Adjusted R2	0.198	0.180	0.144	0.139	0.154
Residual Std. Error	0.125 (df = 252)	0.127 (df = 255)	0.129 (df = 255)	0.130 (df = 255)	0.129 (df = 255)
F Statistic	10.129*** (df = 7; 252)	15.216*** (df = 4; 255)	11.931*** (df = 4; 255)	11.464*** (df = 4; 255)	12.815*** (df = 4; 255)

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Nota: el presente cuadro muestra los resultados de la estimación de un modelo de regresión lineal bajo diferentes especificaciones. La variable dependiente es la Razón de Cobertura de Intereses (RCI). Los errores estándar se presentan en paréntesis. *, **, *** corresponden a valores p menores a 0.1, 0.05 y 0.01, respectivamente.

De acuerdo con los resultados obtenidos (Cuadro Resultados 1), se observó que las variables de gobierno corporativo tuvieron un impacto negativo en la Razón de Cobertura de Intereses en todos los modelos estimados, salvo en el modelo 1, donde las variables Junta directiva y Control presentaron efectos positivos. Esto se pudo deber a que, al incluir todas las variables en un solo modelo, se generan problemas de multicolinealidad, impactando el comportamiento de la estimación. Por ello, al enfocarnos en los modelos 2 a 5, los resultados sugieren que contar con mejores prácticas de gobierno corporativo permitió a las entidades incluidas en el estudio emitir deuda a una menor tasa de interés, pues los inversionistas las consideraron menos riesgosas, frente a las que no contaron con estas prácticas.

Por su parte, los efectos de cada una de las variables contempladas en las estimaciones fueron:

- Pertener al programa IR (Pertenece IR), en el modelo 1 y en el modelo 2 tiene una relación negativa con la variable RCI. Es decir, cuando una entidad pertenece a este programa, el RCI tiende a ser más bajo, y tener un RCI bajo significa para la empresa que tiene pocos gastos por interés o que posee muchos ingresos operaciones. Lo que, a su vez se traduce en un algo positivo para la compañía, pues denota que esta tiene una carga de deuda manejable y la porción de ingresos que se destina para el pago de los intereses es menor. Indicando así una posible situación financiera más sólida.
- Junta Directiva, en el modelo 3, cuando hemos excluido ciertas variables, entre esas Total, se observa cómo la variable Junta Directiva tiene una relación negativa con la variable RCI. Es decir, cuando una entidad tiene una valoración alta en esta dimensión de la Encuesta Código País, el RCI tiende a ser más bajo, y tener un RCI bajo significa para la empresa que tiene pocos gastos por interés o que posee muchos ingresos operaciones. Lo que, a su vez se traduce en un algo positivo para la compañía, pues denota que esta tiene una carga de deuda manejable y la porción de ingresos que se destina para el pago de los intereses es menor. Indicando así, una posible situación financiera más sólida.
- Control, no tiene un efecto significativo en los modelos. Sin embargo, se logra observar un efecto negativo sobre la RCI, lo cual se interpreta como impacto positivo para la empresa.
- Total, Teniendo en cuenta que es la variable que recoge todos los conceptos de la Encuesta Código País, tuvo un efecto negativo y estadísticamente significativo sobre la variable RCI en todos los modelos estimados. Esto quiere decir que mientras los accionistas, y en general los grupos de interés de la empresa, perciban prácticas de gobierno corporativo claras, mejor control interno de riesgos, más transparencia y comunicación efectiva, la empresa podrá beneficiarse de una mejor estabilidad y cubrir sus obligaciones financieras.
- Tamaño, Pese a que tuvo un efectivo positivo y estadísticamente significativo sobre RCI, su efecto parece limitado.
- Multiplicador de Apalancamiento (MAP), presentó un efecto positivo y significativo sobre RCI. En este sentido, dado que el MAP mide el grado en el que la empresa

utiliza deuda para financiar sus activos, entre mayor deuda sea empleada para esto, mayor será la cantidad de intereses por pagar.

- Calidad de la Cartera (CaC), no tuvo un efecto significativo sobre el RCI en los modelos estimados.

6.2. Modelo Logit:

Este modelo tomó como variable dependiente la Calificación de Riesgo (Deuda Largo Plazo) en los últimos dos años, midiendo la probabilidad de tener una calificación de riesgo en esta igual a AAA. Para la estimación se tomó como grupo control cuando la variable dependiente tomó el valor de cero. Es importante tener en cuenta que el modelo se realizó de varias formas, el modelo 1 contiene todas las variables y los otros modelos del 2 al 6 va excluyendo variables.

Cuadro de Resultados 2

```
logit.txt
```

Dependent variable:						
Calificación de Riesgo (Deuda Largo Plazo) en los últimos 2 años.						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Pertenece IR	-0.311 (0.829)	0.551 (0.634)				
Junta Directiva	2.271 (2.145)		2.136** (1.015)			
Accionistas	-4.025* (2.227)			0.832 (1.120)		
Control	-2.078 (3.286)				2.410 (1.695)	
Transparencia	5.786*** (2.245)					3.500*** (1.322)
Tamaño	0.522* (0.269)	0.254 (0.165)	0.280** (0.139)	0.261 (0.170)	0.235 (0.153)	0.160 (0.142)
HAP	-0.019 (0.065)	-0.012 (0.060)	-0.019 (0.060)	-0.024 (0.062)	-0.023 (0.062)	-0.030 (0.062)
CaC	-46.669*** (14.672)	-28.346** (11.549)	-36.912*** (13.046)	-30.079** (12.405)	-33.478*** (12.870)	-45.744*** (14.813)
Constant	-17.370** (7.796)	-8.586* (4.800)	-10.290*** (3.994)	-9.043* (4.710)	-9.571** (4.089)	-7.465* (3.912)
Observations	260	260	260	260	260	260
Log Likelihood	-72.756	-79.296	-77.335	-79.381	-78.533	-75.358
Akaike Inf. Crit.	163.512	168.591	164.671	168.762	167.067	160.716

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Nota: el presente cuadro muestra los resultados de la estimación de un modelo logit bajo diferentes especificaciones. La variable dependiente es Calificación de Riesgo (Deuda Largo Plazo) en los últimos dos años. Los errores estándar se presentan en paréntesis. *, **, *** corresponden a valores p menores a 0.1, 0.05 y 0.01, respectivamente.

Los efectos de cada una de las variables contempladas en las estimaciones, fueron:

- Pertenecer al programa IR (Pertenece IR), no es una variable significativa para este modelo. Sin embargo, es importante resaltar que la variación de los signos entre los modelos sugiere que el efecto de esta variable puede depender de las otras variables consideradas en el modelo. En particular, para este modelo el efecto lo puede estar recogiendo la variable transparencia.
- Junta Directiva, esta variable para el modelo 1 y 3 parece tener un impacto positivo sobre la calificación de riesgo. Para el modelo 3 el efecto es estadísticamente significativo en la calificación de riesgo. Es decir que una buena calificación en este

rubro permite a las compañías tener una mayor probabilidad de obtener una calificación de riesgo igual a AAA en los dos últimos años.

- Accionistas, esta variable en el modelo 1 tiene coeficiente negativo, lo que invita a pensar que la presencia de accionistas está asociada a una menor probabilidad de obtener una calificación de riesgo igual a AAA en los dos últimos años. Sin embargo, es importante tener en cuenta que no es consistente con el signo que logra recoger el modelo 4, lo que permite inferir que se puede deber a un problema de multicolinealidad entre las variables del modelo 1.
- Control, no resulta ser estadísticamente significativa en los modelos. Sin embargo, en el modelo 5 se puede ver un efecto positivo sobre la probabilidad de obtener una calificación de riesgo igual a AAA en los dos últimos años.
- Transparencia, esta variable tiene un impacto positivo y significativo para la calificación de riesgo en la deuda de largo plazo para los últimos dos años, igual a AAA. Lo que permite inferir que mayores niveles de transparencia, están asociados a una mayor calificación de riesgo.
- Tamaño, parece tener un efectivo positivo y en algunos modelos significativo en la calificación de riesgo. Lo que se puede interpretar como que entre más grande sea la compañía, esta podría tener una calificación de riesgo más alta.
- Multiplicador de Apalancamiento (MAP), no tiene un efectivo significativo en los modelos. Por lo tanto, no tiene un impacto claro sobre la calificación de riesgo. Sin embargo, el signo negativo en todas las estimaciones permite deducir que, a mayor apalancamiento, menor será la probabilidad de obtener una calificación de riesgo igual a AAA en los dos últimos años.
- Calidad de la Cartera (CaC), tiene un efecto negativo y significativo en la calificación de riesgo en la deuda de largo plazo para los últimos dos años igual a AAA. Lo que indica que un mayor CaC se asocia a una menor probabilidad de tener una calificación de riesgo alta. Esto tiene sentido, ya que la calidad de la cartera describe el estado de salud o riesgo asociado a los diferentes activos financieros de una institución. Usualmente, en relación con los préstamos otorgados por las entidades financieras, como los bancos, la calidad de la cartera es crucial, dado que afecta directamente la estabilidad financiera de la compañía.

6.3. Modelo Multinomial:

Este modelo tomó como variable dependiente la Calificación de Riesgo (Deuda Largo Plazo). Para la estimación se clasificó la deuda de las entidades en tres niveles y se tomó como grupo control cuando la variable dependiente tomó el valor de uno (Calificación de Riesgo de la Deuda de Largo Plazo igual a AAA).

Cuadro de Resultados 3

	Dependent variable:									
	Calificación de Riesgo (1)	3 (2)	2 (3)	3 (4)	2 (5)	3 (6)	2 (7)	3 (8)	2 (9)	3 (10)
‘Pertenece IR’	0.906 (1.973)	-0.787 (0.800)	-1.620 (1.338)	-1.095 (0.764)						
‘Junta Directiva’	-20.248 (12.644)	7.550*** (2.825)			-7.317* (4.080)	-0.496 (0.710)				
Control	-2.765 (5.997)	-1.687 (2.029)					-7.863 (4.944)	-2.070** (0.929)		
Total	20.183 (14.733)	-7.647** (3.822)							-6.789 (4.650)	-1.249 (0.765)
Tamaño	1.072 (1.002)	-0.029 (0.037)	1.598** (0.629)	-0.068** (0.027)	2.509** (1.106)	-0.064** (0.030)	2.151** (1.028)	-0.024 (0.035)	2.316** (1.131)	-0.049 (0.031)
MAP	-0.209 (0.245)	-0.012 (0.057)	-0.339 (0.244)	-0.058 (0.056)	-0.191 (0.219)	-0.063 (0.055)	-0.210 (0.229)	-0.056 (0.055)	-0.218 (0.218)	-0.060 (0.055)
CaC	-3.665 (3.522)	12.352* (6.632)	-28.843*** (4.139)	12.274* (6.397)	-5.914 (8.608)	14.205** (6.700)	-13.741 (40.751)	15.234** (6.674)	-11.233 (7.377)	15.200** (6.746)
Constant	-34.571 (29.412)	0.824 (0.538)	-49.069** (19.867)	0.904* (0.545)	-75.942** (34.055)	0.973* (0.551)	-62.253** (30.061)	0.943* (0.548)	-69.253** (33.925)	0.949* (0.549)
Akaike Inf. Crit.	326.393	326.393	328.884	328.884	328.338	328.338	325.364	325.364	327.750	327.750

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Nota: el presente cuadro muestra los resultados de la estimación de un modelo multinomial bajo diferentes especificaciones. La variable dependiente es Calificación de Riesgo. Los errores estándar se presentan en paréntesis. *, **, *** corresponden a valores p menores a 0.1, 0.05 y 0.01, respectivamente.

De acuerdo con los resultados, se pudo concluir que, de las variables de gobierno corporativo, Pertenece IR no resultó estadísticamente significativa en ninguna de las estimaciones. Por otro lado, las variables Junta Directiva, Control y Total presentaron efectos estadísticamente significativos, aunque no en todas las estimaciones. Adicionalmente, Pertenece IR, Junta Directiva y Total presentaron efectos contradictorios sobre la probabilidad de tener una mejor Calificación Deuda de Largo Plazo.

En cuanto a las variables operativas, el Multiplicador de Apalancamiento (MAP) no resultó estadísticamente significativo en ninguna de los modelos estimados, mientras que la Calidad de la Cartera (CaC) resultó estadísticamente significativa en algunas de estas.

Los efectos de cada una de las variables contempladas en las estimaciones, fueron:

- Pertener al programa IR (Pertenece IR): Esta variable presentó efectos contradictorios en las estimaciones del modelo para la calificación de riesgo menor a A. En este sentido, en el modelo uno, la dirección del efecto en la probabilidad de tener una calificación de riesgo menor a A, respecto a la de tener una mayor o igual a A, es positiva; mientras que en el modelo dos es negativa. Por su parte, para aquellos que perdieron la calificación o no se tienen información, la dirección del efecto fue negativa en ambas estimaciones, resultado acorde con lo esperado, siendo esta última categoría la de peor calificación de riesgo (comportamiento).
- Junta Directiva: Esta variable tuvo efectos contradictorios para la pérdida de calificación de riesgo o sin información en los modelos uno y tres. Sin embargo, para la calificación de riesgo menor a A, su efecto fue negativo en todas las estimaciones, resultado contrario al esperado, pues implica que una buena calificación en esta variable reduce la probabilidad de que la calificación de riesgo sea mejor.
- Control: Esta variable presentó efectos negativos en los modelos estimados para la calificación de riesgo menor a A y pérdida de calificación o sin información.
- Total: Esta variable tuvo efectos contradictorios sobre la calificación de riesgo menor a A en los modelos estimados. Con respecto a la pérdida de calificación o sin información, presentó un impacto negativo.
- Tamaño: Esta variable tuvo un efecto positivo sobre la calificación de riesgo menor a A y un impacto negativo sobre la pérdida de calificación o sin información. Este resultado estuvo en línea con lo esperado, puesto que entre más grande sea la entidad, menor riesgo de impago se presentaría.
- Multiplicador de Apalancamiento (MAP): Esta variable presentó un efecto negativo en la calificación de riesgo menor a A y pérdida de calificación o sin información en todas las estimaciones realizadas.

- Calidad de la Cartera (CaC): Esta variable tuvo un efecto negativo sobre la calificación de riesgo menor a A y positivo sobre la pérdida de calificación o sin información en todas las estimaciones. Estos resultados fueron contrarios a los esperados, pues sugerirían que tener una mejor calidad de la cartera reduciría la probabilidad de que la calificación de riesgo fuera menor a A y aumentaría la probabilidad de que perdiera la calificación.

7. Conclusiones

El presente trabajo contó con una muestra de 29 bancos registrados en la Superintendencia Financiera de Colombia como Establecimientos Bancarios y tuvo en cuenta el periodo comprendido entre el año 2015 y el año 2023. A partir de ello, se determinó la influencia significativa que tienen las buenas prácticas de gobierno corporativo y el reconocimiento Investors Relations (IR) sobre la calificación de riesgo de los bancos en Colombia. La mayoría de los resultados sugirieron que aquellas entidades que implementan de manera efectiva estas prácticas tienen una mayor probabilidad de mejorar su calificación crediticia, lo que se traduce en un incremento de confianza por parte de los inversionistas y mayor estabilidad financiera.

Asimismo, el estudio resaltó la importancia de la transparencia y la correcta gestión de la información financiera y no financiera, que impactan directamente en la percepción de riesgo de las entidades financieras. Las instituciones que integran las recomendaciones del Código País de la Superintendencia Financiera de Colombia, han demostrado que la adopción de estas medidas contribuye a fortalecer su desempeño financiero, al tiempo que mejoran sus indicadores de solvencia y gestión de riesgos. Estas prácticas no solo fortalecen la confianza de los inversionistas, sino que también contribuyen a la estabilidad y transparencia en el sector financiero.

Los resultados obtenidos también mostraron que contar con el reconocimiento Investors Relations (IR) permite tener una mejor estabilidad financiera, en términos de que posiblemente la empresa logre tener un costo de deuda más bajo, lo que se puede reflejar en una RCI más baja. Por otro lado, los resultados de las estimaciones Logit y Multinomial sugirieron que tener unas mejores prácticas de gobierno corporativo aumenta la probabilidad de tener mejor calificación crediticia, lo que seguirá redundando en una mayor estabilidad financiera y más confianza frente a los grupos de interés.

El reconocimiento IR y el cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno no solo representan un beneficio en términos de reputación y confianza, sino que también tienen un impacto directo y positivo en la calificación de riesgo, lo cual es crucial para el desarrollo sostenible del sistema financiero colombiano. De esta manera, se resalta la necesidad de que los bancos colombianos y otras organizaciones financieras continúen adoptando y

promoviendo estas prácticas para mejorar su competitividad y atraer mayores inversiones. Asimismo, se recomienda a las autoridades regulatorias que sigan incentivando estas prácticas a través de políticas claras y efectivas.

Futuras investigaciones podrían enfocarse en explorar cómo otras variables económicas y regulatorias interactúan con estas prácticas, no solo para el sector financiero, sino también para organizaciones de otros sectores, ampliando así el entendimiento de su impacto en la estabilidad financiera del país.

7. Referencias

- Aristizábal, J. D., Guzmán, A. & Trujillo, M. A. (2018). Gobierno corporativo en las entidades sin ánimo de lucro en Colombia. Recuperado de: <http://hdl.handle.net/10726/4395>.
- Bolsa de Valores de Colombia (2023). Guía de Reconocimiento IR. <https://media.graphassets.com/2vflcljTxWWTINsMQ9y>
- Bolsa de Valores de Colombia (2024). Reconocimiento IR. <https://www.BVC.com.co/emisores-con-reconocimiento-ir>
- Boria-Reverter, S., Romeo, M., Yepes-Baldó, M. & Rayón-Valpuesta, M. L. (2021). Desafíos y oportunidades del sistema financiero; sostenibilidad y estabilidad financiera. *Cuadernos del CIMBAGE*, 2(23), 18-32. <https://ojs.econ.uba.ar/index.php/CIMBAGE/article/view/2171>
- Correa Mejía, D. A. & Hernández Serna, D. P. (2017). Informes de sostenibilidad y su impacto en la creación de valor financiero de las empresas. <https://bibliotecadigital.udea.edu.co/handle/10495/10766>
- Correa Mejía, D. A., Quintero Castaño, J. D., Gómez Orozco, S. & Castro Castro, C. M. (2020). El gobierno corporativo, un pilar indispensable para el desempeño financiero. *Revista Universidad y Empresa*, 22(38), 40-64. <https://doi.org/10.12804/revistas.urosario.edu.co/empresa/a.6975>
- Correa Mejía, D. A., Reyes Naranjo, D. C. & Montoya Beltrán, K. M. (2018). La información no financiera y el desempeño financiero empresarial. *Semestre Económico*, 21(46), 185-202. <https://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/2664/2475>
- Correa-García, J. A. & Vásquez-Arango, L. (2020). Desempeño ambiental, social y de gobierno (ASG): incidencia en el desempeño financiero en el contexto latinoamericano. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 28(2), 67-84. <https://doi.org/10.18359/rfce.4271>
- Crace, L. & Gehman, J. (2023). What really explains ESG performance? Disentangling the asymmetrical drivers of the triple bottom line. *Organization & Environment*, 36(1), 150-178. <https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/10860266221079408>
- Croissant, Y. (2012). Estimation of multinomial logit models in R: The mlogit Packages. R package version 0.2 <http://cran.r-project.org/web/packages/mlogit/vignettes/mlogit.pdf>.
- Dávila, T. & Alexander Guzmán, V. (2017). *Emisores de valores & gobierno corporativo: un análisis a las encuestas de código país 2007-2014*. Editorial CESA. <https://books.google.com.co/books?hl=es&lr=&id=w4R-DwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA9&dq=Encuesta+país+Superintendencia&ots=nx4zaV6Tvs&sig=T->

[Vp9RUzh4kgi6XeVm7BJ2WltNI&redir_esc=y#v=onepage&q=Encuesta%20pais%20Superintendencia&f=false](https://doi.org/10.1057/s41599-023-01919-0)

- de Souza Barbosa, A., da Silva, M. C. B. C., da Silva, L. B., Morioka, S. N., & de Souza, V. F. (2023). Integration of Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria: their impacts on corporate sustainability performance. *Humanities and Social Sciences Communications*, 10(1), 1-18. <https://doi.org/10.1057/s41599-023-01919-0>
- del Mar Miras Rodríguez, M., Gallego, A. C., & Pérez, B. E. (2014). Responsabilidad Social Corporativa y Rendimiento Financiero: un Meta-Análisis / Corporate social responsibility and financial performance: a meta-analysis. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 43(2), 193–215. <https://www.jstor.org/stable/26597772>
- Díaz Cáceres, N. (2015). La creación de valor compartido: estrategia de sostenibilidad y desarrollo empresarial. *Cultura Latinoamericana*, 22(2), 207–230. Recuperado a partir de <https://editorial.ucatolica.edu.co/index.php/RevClat/article/view/1629>
- Escobar, L. L. & Herrera, J. M. (2023). Los criterios ASG en las sociedades comerciales colombianas: ¿brújula moral o legal? *Estudios Socio-Jurídicos*, 25(2). <https://doi.org/10.12804/revistas.urosario.edu.co/sociojuridicos/a.12675>
- Escobar-Váquiro, N., Benavides-Franco, J. & Perafán-Peña, H. F. (2017). Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teóricos y evidencia empírica. *Cuadernos de Contabilidad*, 17(43), 203–254. <https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.11144/Javeriana.cc17-43.gcdf>
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983) Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, 301-325. <http://www.jstor.org/stable/725104>
- Freeman, R. Edward, (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.
- Freeman, R. Edward and McVea, John, A (2001). Stakeholder Approach to Strategic Management. *The Darden School University of Virginia*. Working Paper No. 263511 <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.263511>
- Freeman, R. E. & Reed, D. L. (1983). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25(3), 88–106. <https://doi.org/10.2307/41165018>

- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiménez, S. D. P., Gracia, T. J. H. & Benítez, D. M. (2020). Prácticas de gobierno corporativo en el desempeño financiero de empresas mexicanas. *Revista Venezolana de Gerencia: RVG*, 25(91), 1040-1055. <https://doaj.org/article/4db5ce9f132d48969f8242daa805c5bb>
- Lagos Cortés, D. & Vecino Arenas, C. E. (2013). Medición de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia. *Tendencias*, 12(2), 230–253. Recuperado a partir de <https://revistas.udenar.edu.co/index.php/rtend/article/view/535>
- Madero-Gómez, S. M. & Solís, I. A. Z. (2016). La sostenibilidad desde una perspectiva de las áreas de negocios. *Cuadernos de administración (Universidad del Valle)*, 32(56), 7-19. <https://doi.org/10.25100/cdea.v32i56.4277>
- Méndez Beltrán, J. A., Lugo Romero, A. L., & Valenzuela Melo, I. C. (2018). Generación de rendimientos financieros positivos, dada la divulgación de los contenidos de los códigos de buen gobierno en las organizaciones cotizadas en Colombia. *Universidad & Empresa*, 20(35), 169–196. <https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.12804/revistas.urosario.edu.co/empresa/a.5846>
- Meneses Cerón, L. Á., Carabalí Mosquera, J. A., & Pérez Pacheco, C. A. (2021). La relación entre el gobierno corporativo y la valoración, apalancamiento y desempeño financiero en Colombia. *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, 32, 324–340. <https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.46661/revmetodoscuanteconempresa.4517>
- Meneses Cerón, L. Á., Orozco Álvarez, J. E., Muñoz Zúñiga, D. F., & Pareja, A. (2022). Las prácticas ESG y su efecto en el desempeño financiero corporativo: análisis empírico en el mercado de valores brasileño. *Dictamen Libre*, 31, 93–117. <https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.18041/2619-4244/dl.31.10195>
- Moraga, H., & Roper, E. (2018). Gobierno Corporativo y desempeño financiero de las empresas más importantes del mercado bursátil chileno. *Revista Venezolana de Gerencia*, 23(81), 145–162. <https://doaj.org/article/2cc3c043a2d34fb28eb2de7b71672f14>
- Pajares, J. H. (2018). Relación entre el Desempeño Financiero y el Desempeño de Sostenibilidad: Evidencias de Reportes del GRI en Perú. *Capic Review*, 16(1), 7. <https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.35928/cr.vol16.2018.77>
- Robiyanto, R., Putra, A. R., & Lako, A. (2021). The effect of corporate governance and intellectual capital toward financial performance and firm value of socially responsible firms. *Contaduría y Administración*, 66(1), 1–24. <https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.22201/fca.24488410e.2021.2489>
- Rosero Villabón, O. G. (2015). Relación entre desempeño financiero y responsabilidad social empresarial: un análisis en la banca europea. *Repositorio Documental Universidad de Valladolid*. <https://uvadoc.uva.es/handle/10324/16631>

- Rumelt, R. P., Schendel, D., & Teece, D. J. (1991). Strategic Management and Economics. *Strategic Management Journal*, 12, 5–29. <http://www.jstor.org/stable/2486431>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2014). Código de mejores prácticas Corporativas -Código País-. <https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/61162/industrias-supervisadasgobierno-corporativocodigo-pais-61162/>
- Teece, D. J., Pisano, G. & Shuen, A. (1997). Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509–533. [https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.1002/\(SICD\)1097-0266\(199708\)18:7%3C509::AID-SMJ882%3E3.0.CO;2-Z](https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.1002/(SICD)1097-0266(199708)18:7%3C509::AID-SMJ882%3E3.0.CO;2-Z)
- Torres-Reyna, O. (2010). *Getting Started in Fixed/Random Effects Models using R/RStudio*. Princeton University, v.10. <https://www.princeton.edu/~otorres/Panel101R.pdf>
- Torres-Reyna, O. (2014). *Logit, Probit, and Multinomial, Logit models in R*. Princeton University, v.3.5. <https://www.socsc.hku.hk/ssrc/wp-content/uploads/2024/06/R-Workshop4-29022024.pdf>
- Valencia, D. C., Jiménez, E. J. S. & Osorio, M. C. Á. (2023). Análisis bibliométrico de la relación entre la responsabilidad empresarial y el desempeño financiero. *Revista Virtual Universidad Católica del Norte*, (68), 188-216. <https://revistavirtual.ucn.edu.co/index.php/RevistaUCN/article/view/1410>