

# **Impacto del Código de Mejores Prácticas para Colombia en el ROA y ROE de una muestra de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, incluidas en el índice COLCAP**

**Sandra Marcela Quijano López**  
*squijan1@eafit.edu.co*

**Laura Marcela Mantilla Correa**  
*lmantil2@eafit.edu.co*

## ***Resumen***

Este estudio analizó la relación entre la implementación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y su efecto en el desempeño financiero de una muestra de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. El análisis permitió medir el impacto en la estabilidad financiera de estas empresas durante el periodo 2002-2014, medido como la evolución de los indicadores ROA y ROE, para concluir sobre los efectos de la aplicación de lineamientos de Gobierno Corporativo en la economía nacional, tomando como referencia la encuesta de Mejores Prácticas Corporativas reportada anualmente a la Superintendencia Financiera de Colombia. Los resultados demuestran que las medidas del Código País, relacionadas con la Asamblea de Accionistas, la Junta Directiva y el tratamiento de la Información, han sido significativas de forma negativa para el comportamiento del indicador ROA. Para el caso del ROE, solamente resultó significativo el aspecto relacionado con la Junta Directiva, también con impactos negativos.

## ***Palabras clave***

Gobierno Corporativo, empresas COLCAP, desempeño financiero, código de mejores prácticas, ROA y ROE.

## ***Abstract***

This project found to analyze the relationship between the implementation of good practices of Corporate Governance and its effect in finance behavior of a sample of companies listed on Colombian Stock Exchange, while focusing on the evolution of ROA and ROE indicators. The analysis allowed to measure the impact on finance stability of those companies for the period 2002-2016 and also concluded about the benefits of applying corporate governance lineaments in national economy, based on the survey of Best Corporate Practices reported annually by the companies to the Superintendencia Financiera of Colombia. The results show that measures related with Shareholders' Meeting, Board of Directors and Information, have been significant in a negative way for the behavior of ROA indicator. In the case of ROE indicator, only the Board of Directors resulted significant, also with negative impacts.

## ***Key words***

Corporate governance, COLCAP enterprises, financial behavior, best practices code, ROA and ROE.

## **1 Introducción**

La adopción del término de Gobierno Corporativo en el mundo se da por la necesidad de mitigar las crisis en los diferentes mercados, originadas por las falencias en las estructuras empresariales. Lo anterior, produjo el interés de construir marcos regulatorios que cobijaran tanto la inversión pública como privada, permitiendo fortalecer y mejorar los ambientes

empresariales (Gaitán, 2010). Según Guzmán y Trujillo (2016), el término Gobierno Corporativo surge como consecuencia de la necesidad de proteger los intereses de los accionistas y de las partes interesadas, con el fin de promover la toma de decisiones perdurables en el tiempo.

En los mercados europeos y asiáticos se ha demostrado, ampliamente, que la adopción de buenas prácticas corporativas es el medio para generar crecimiento, expansión y sostenibilidad de las empresas y, en consecuencia, de los países, dado que aumenta la confianza inversionista logrando mayor liquidez y profundidad en los mercados. Estudios como el de Villanueva-Villar, Rivo-López y Lago-Peñas (2016), Utrero-González y Callado-Muñoz (2015) y Rodríguez-Fernández (2015), han abordado el caso español desde varias ópticas, verificando los efectos del Gobierno Corporativo en la creación de valor de las empresas, el precio de las compañías y el comportamiento financiero.

En cuanto al caso asiático, varios estudios como el de Mussa, Musová y Debnárová (2014), Rostami, Rostami y Kohansala (2016), Mashayekhi y Bazaz (2008) y Hamid, Ting y Kweh (2016), han analizado diferentes aspectos de la implementación de lineamientos de Gobierno Corporativo frente a la toma de decisiones financieras, desempeño financiero, retorno de las acciones, entre otros.

A nivel global, los países se han preocupado por la creación de códigos de buen gobierno corporativo, y Colombia no se ha quedado atrás con esta tendencia, pues existe también una preocupación local por fortalecer la economía desde dentro de las empresas. Como respuesta a esta inquietud, desde el 2007 Colombia cuenta con un Código de Mejores Prácticas Corporativas (o Código País), aplicable de manera obligatoria a las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (Gaitán, 2010).

La importancia del Gobierno Corporativo en Colombia tomó fuerza desde los noventa, cuando se impulsó la apertura económica pretendiendo fomentar una inversión extranjera sostenible. Los principios definidos en el país se basan en el fortalecimiento de las empresas, y con ello el de la economía, promoviendo la transparencia y la competitividad; entendiéndose estos beneficios como un medio para generar crecimiento, pues la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo abre las puertas a nuevos capitales que confían en las empresas, resultando en una mayor valoración de las mismas y desencadenando en impactos positivos para las organizaciones (Guzmán y Trujillo, 2012).

La implementación de prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia se ha hecho más evidente desde comienzos del 2000, cuando se dio la democratización de las primeras empresas estatales (ISA, Ecopetrol e Isagen). Mediante la ley 964 de 2005 se estableció el primer marco regulatorio de prácticas de Gobierno Corporativo, enfocado en la estructura de las juntas directivas y manejo de la información, para la aplicación obligatoria en las empresas emisoras de valores.

En 2007, la Superintendencia Financiera publicó la primera versión de Código de Mejores Prácticas Corporativas (o Código País), que incluyó 41 recomendaciones respecto a la asamblea de accionistas, la junta directiva, la divulgación de información y la solución de controversias. Luego, en 2014, ante el interés del país de integrar la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), el Código País y su encuesta de implementación fueron actualizados en aspectos particulares como: revelación plena de

información, protección de inversionistas, operaciones con partes relacionadas, manejo de conflictos de interés, conformación y funciones de la junta directiva.

La OCDE, en el año 2015, valoró como satisfactorio el desempeño de Colombia frente a la implementación de criterios de Gobierno Corporativo, según los principios detallados a continuación (OCDE, 2004), logrando así para Colombia la aprobación N.º 15 que le permitió convertirse en miembro pleno de dicha organización:

- Debe existir un marco regulatorio eficaz sobre Gobierno Corporativo.
- Se deben proteger los derechos de los accionistas, definiendo funciones clave en el ámbito de la propiedad de las compañías.
- El tratamiento a los accionistas debe ser equitativo, sin importar su peso relativo dentro de la compañía.
- Deben estar definidos los roles y responsabilidades de todas las partes interesadas.
- La información corporativa debe divulgarse manteniendo principios de transparencia.
- Deben definirse claramente las responsabilidades del consejo.

Sin embargo, el Gobierno Nacional, en su rol de propietario, reconoce que aunque la aplicación de estándares de Gobierno Corporativo en sus principales empresas es bueno, aún hay brechas por cerrar en el cumplimiento del marco regulatorio, en temas como: manejo de conflicto de intereses en los diferentes roles del Estado como propietario de las empresas, armonización de los marcos regulatorios aplicables a los sectores público y privado para garantizar la simetría de condiciones de participación y selección de miembros de la junta directiva en empresas del Estado (Ministerio de Hacienda, 2014).

Con el fin de estudiar las ventajas de la implementación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, este proyecto de investigación analiza el efecto de la aplicación del Código de Mejores Prácticas Corporativas en el desempeño financiero de una muestra de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, incluidas en el índice COLCAP. Para el cumplimiento del objetivo general del proyecto se realiza una correlación de la evolución de las variables ROA y ROE, disponibles en los estados financieros anuales de las compañías, comparando cada una con el nivel de implementación del Código País en estas empresas, tomando como referencia la encuesta de Mejores Prácticas Corporativas, reportada anualmente por las empresas a la Superintendencia Financiera de Colombia, obteniendo como resultado la relación entre Gobierno Corporativo y desempeño financiero, lo que permite tener una visión objetiva de la relación planteada inicialmente.

En particular, este proyecto responde a la pregunta: ¿Cuál ha sido el efecto de la implementación del Código de Mejores Prácticas de Colombia en el desempeño financiero de una muestra de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, incluidas en el índice COLCAP? y las siguientes preguntas específicas:

- ¿Cuál ha sido el efecto de la implementación del Código de Mejores Prácticas de Colombia en los indicadores ROE de las empresas objeto del estudio?
- ¿Cuál ha sido el efecto de la implementación del Código de Mejores Prácticas de Colombia en los indicadores ROA de las empresas objeto del estudio?
- ¿En cuál de los indicadores muestra mejores resultados la implementación del mencionado Código?

La respuesta a estas preguntas permite tener evidencia del efecto que ha tenido la implementación del Código de Mejores Prácticas Corporativas en Colombia, en el comportamiento financiero de empresas que emiten valores en el mercado de capitales.

En este sentido, este estudio determina que la relación de las variables que componen el Código País de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo con el desempeño financiero de las empresas de la muestra, medido como ROA, es significativo frente a la implementación de las medidas relacionadas con la Asamblea de Accionistas, la Junta Directiva y la Información. Para el caso del ROE solamente resulta significativa la variable de Junta Directiva.

Sin embargo, los modelos también demuestran que las variables mencionadas tienen un comportamiento contrario al esperado, dado que el efecto de su evolución ha afectado negativamente el desempeño financiero medido como ROA y ROE. Esto puede estar mostrando que la implementación del Código País en las empresas colombianas, más que un desarrollo con efectos positivos para la inversión, representa un aspecto meramente reputacional.

Este documento se encuentra organizado en varias secciones, de la siguiente forma: En la sección 2 se presenta el marco conceptual, donde se muestran aspectos relevantes de la historia y estudios previos realizados sobre el tema en discusión, que proponen un contexto interesante para abordar los interrogantes planteados en este trabajo mediante la definición de dos hipótesis fundamentales. Posteriormente, en la sección 3, se aborda el Método de Solución, donde se plantea la metodología e información a emplear en los análisis cuantitativos. Luego, en la sección 4, se realiza la presentación de resultados, en la cual se detallan los modelos econométricos definidos y sus respectivas regresiones en el software Stata<sup>®</sup>. Finalmente se presentan las conclusiones del estudio en la sección 5.

## **2 Marco conceptual**

El concepto de Gobierno Corporativo nació en Europa y Estados Unidos en la década del setenta, como proceso de reflexión de varios escándalos político-financieros que involucraron empresas del sector privado, resultando en fraudes de grandes proporciones que generaron la necesidad de introducir cambios regulatorios relacionados con ética, transparencia y equidad de poderes entre las partes interesadas, convirtiéndose en códigos de Gobierno Corporativo cuyo objetivo fue crear ambientes empresariales de confianza para la sociedad (Matei y Drumas, 2015).

En el análisis realizado por Lupu (2015) sobre la relación entre Gobierno Corporativo y estabilidad financiera, se concluye que la calidad de las prácticas de Gobierno Corporativo que se implementen en las compañías tiene un impacto palpable en el desarrollo y la estabilidad financiera de una economía. Así mismo, se recomienda contar con un marco

regulatorio de Gobierno Corporativo para reducir el riesgo sistémico de los mercados, debido a la naturaleza misma de las empresas, las cuales pueden tomar posiciones con impactos negativos para sus grupos de interés y la economía del país (manipulación de estados financieros, alto endeudamiento y crecimientos acelerados) si no se les imponen límites o prácticas de gobernanza óptimas. Algunos ejemplos que propone el autor se presentan en la tabla 1.

**Tabla 1.** Ejemplos de iniciativas de reformas en Gobierno Corporativo

Institution/Country	Initiative	Content
Bank for International Settlements	BCBS Principles for Enhancing Corporate Governance	Board practices Compensation Corporate Structures Disclosure and transparency Risk management Senior management
Canadá	Ontario Securities Commission	Board Structure
	Toronto Stock Exchange	Board Structure
European Union	CRD IV and CRR	Board of Directors
		Compensation
Financial Stability Board	FSB Principles and Standards for Sound Compensation Standards	Compensation
United States	Dodd-Frank Act (2010)	Board of Directors Compensation
	SEC proxy rules	Board of Directors Compensation

Fuente: Lupu (2015, p. 542).

En este contexto, la OCDE (2004) ha logrado crear un ambiente común, a través de la estandarización de principios básicos necesarios para la implementación de sistemas de gestión efectivos y sostenibles en las empresas que se desarrollan en una sociedad globalizada, haciendo que todas las partes enfoquen sus decisiones al objetivo principal que es la maximización del valor de la compañía.

A partir de los planteamientos de la OCDE, varios estudios han medido los efectos de la implementación de prácticas de Gobierno Corporativo en diversas regiones del mundo. Es el caso de Villanueva-Villar et al. (2016), quienes decidieron verificar los efectos del Gobierno Corporativo en la creación de valor de las empresas en la bolsa española para el periodo 2005 a 2012, enfocándose en cuatro variables relacionadas con la estructura y composición de las juntas directivas. Los resultados apuntaron a que durante el periodo en

que se agravó la crisis financiera del país, esto es entre 2009-2012, las variables más significativas con un efecto positivo en la creación de valor de las compañías fueron el tamaño e independencia de las juntas directivas. Entre las recomendaciones más importantes de los autores se encuentra que los principios de buenas prácticas de Gobierno Corporativo descritos en los códigos país deben tomar fuerza de ley para obligar su aplicación a todas las empresas.

Otro análisis del caso español, desarrollado por Utrero-González y Callado-Muñoz (2015), evaluó si existe alguna reacción significativa del precio de las compañías frente a los anuncios de Gobierno Corporativo luego de la publicación en España del código Aldama de mejores prácticas en 2003; mostrando que los inversionistas reaccionan a este tipo de prácticas en las compañías y que el nivel de estas señales depende en gran parte de la naturaleza y extensión de las recomendaciones implementadas. Este análisis también determinó que las compañías que divulgan más información no disfrutaban de mayores precios de mercado o retornos en el mediano y largo plazo.

Rodríguez-Fernández (2016), quién analizó el impacto entre varios elementos de Gobierno Corporativo y el comportamiento financiero de empresas listadas en la bolsa española, demostró relaciones bidireccionales positivas entre la aplicación de medidas de responsabilidad social y los resultados financieros de las compañías.

En este mismo sentido, Mussa et al. (2014) analizaron la aplicación de principios básicos de Gobierno Corporativo en compañías que operan en la bolsa de Bratislava, y su impacto en la toma de decisiones financieras, para lo cual crearon un indicador que considera lo relacionado sobre el tema en los informes anuales de gestión, lo contenido en estatutos de Gobierno Corporativo de las empresas, la composición de las juntas directivas y remuneración de sus miembros y la gestión de riesgos y características y remuneración del comité de auditoría. Los resultados del estudio confirmaron una correlación directa entre la aplicación responsable de principios de Gobierno Corporativo y el nivel de deuda de la compañía, así como en la cantidad de dividendos pagados a los accionistas.

Este tema ha sido de interés para muchos países asiáticos, como parte de su desarrollo económico después de la crisis de 1997; así lo demuestra Rostami et al. (2016), quienes midieron el efecto del Gobierno Corporativo en el ROA y en el retorno de las acciones de las compañías listadas en la bolsa de Teherán (TSE), con resultados muy concluyentes. Para su análisis se enfocaron en seis componentes de Gobierno Corporativo, encontrando una relación positiva entre el comportamiento del ROA, frente a la concentración de la propiedad, independencia de la junta directiva y dualidad y tenencia del Gerente General (CEO, por su sigla en inglés), mientras que se confirmó una relación negativa frente a características de propiedad estatal y tamaño de las juntas directivas. En cuanto al retorno de las acciones, la relación con propiedad estatal, independencia de la junta y dualidad y tenencia del CEO resultó positiva, mientras que fue negativa para los elementos de concentración de la propiedad y tamaño de la junta.

Otro análisis del caso iraní, realizado por Mashayekhi y Bazaz (2008), basado en el estudio de los indicadores ROA y ROE de algunas firmas con operaciones en la TSE para el periodo 2005-2006, muestra que variables como el tamaño de la junta afectan negativamente el desempeño de la empresa y, por el contrario, la presencia de directores

independientes fortalece sus resultados. Se concluyó que la participación de entes gubernamentales en la junta afecta negativamente a la compañía.

Sin embargo, también vale la pena mencionar el estudio de Zabri, Ahmad y Wah (2016), quienes analizaron el desempeño de cien empresas listadas en la bolsa de Malasia, en términos de ROA y ROE, luego de implementar prácticas de Gobierno Corporativo. Tras enfocarse en dos indicadores: tamaño de la junta directiva e independencia de la misma, los resultados demostraron que el primero de ellos tiene una relación negativa muy débil con el ROA de las compañías e insignificante para el ROE, mientras que el segundo indicador no muestra relevancia en el desempeño de las empresas.

En todo caso, Hamid et al. (2016) enfrentaron el caso malasio desde otro punto de vista, mediante un análisis multivariado para determinar si los intereses de accionistas pequeños, de 73 de las 100 compañías más importantes del país, estaban protegidos por los principios de Gobierno Corporativo, encontrando que la independencia del comité de auditoría es vital para reducir riesgos en este sentido. El autor concluye que es importante contar con la separación de las posiciones del CEO y el presidente de la junta directiva de la empresa, encargando estas responsabilidades a dos personas distintas.

En el ámbito local, la apertura económica desarrollada por el gobierno colombiano, durante los años noventa, promovió la llegada de inversión extranjera al país, acompañada de instituciones como la Corporación Financiera Internacional (IFC), que entre sus objetivos tiene fomentar la inversión sostenible en el sector privado en países emergentes. Como estrategia, la IFC ofreció apoyo para la implementación de lineamientos de Gobierno Corporativo aceptados a nivel global (Guzmán y Trujillo, 2012).

Luego, en su interés por ampliar el espectro de aplicación de los lineamientos de Gobierno Corporativo, la Superintendencia de Sociedades, la Cámara de Comercio de Bogotá y Confecámaras, lanzaron en el 2009 la Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia, esperando fortalecer la competitividad de dichas firmas en nuestro país y abordar los problemas de corrupción interna.

Este documento es producto de un trabajo conjunto con las empresas, las cuales, mediante el diligenciamiento de encuestas aportaron la información necesaria para construir un contexto de la aplicación de lineamientos de Gobierno Corporativo en el país; y a partir de allí se concertaron los 36 principios que componen la guía. Vale la pena resaltar el diagnóstico inicial que muestra las principales irregularidades de las sociedades comerciales en Colombia para el periodo 1997-2007, el cual se presenta en la figura 1.

**Figura 1.** Principales irregularidades de las sociedades comerciales en Colombia para el periodo 1997-2007



Fuente: Superintendencia de Sociedades, Cámara de Comercio de Bogotá y Confecámaras (2009, p. 12).

Sin embargo, según Gaitán (2010), si bien el sistema de Gobierno en Colombia muestra una evolución notable en la implementación del código de buen gobierno, frente a los requerimientos de la OCDE, el autor hace un recorrido por los puntos principales de su



contenido y concluye que el 60 % de las empresas registradas en la Superintendencia Financiera de Colombia, a julio de 2009, implementó el código sin realizar revisiones ni actualizaciones posteriores.

Por su parte, Cortés y Vecino (2011), construyeron un índice para medir la aplicación del código país de mejores prácticas de Gobierno Corporativo en las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) de Colombia, para el periodo 2007-2010, con resultados que demuestran una implementación aún baja de dichos principios, aunque con tendencia creciente. La estructura del índice propuesto por los autores se presenta en la tabla 2.

**Tabla 2.** Estructura del Índice de Gobierno Corporativo Código País

Índice	Subíndices	Subíndices específicos
IGCCP	Asamblea General de Accionistas	Convocatoria de la Asamblea
		Celebración de la Asamblea
		Derechos y Trato Equitativo de los Accionistas
	Junta Directiva	Tamaño, Conformación y Funcionamiento
		Deberes y Derechos del Miembro de la Junta Directiva
		Comités de Apoyo
	Revelación de información Financiera y no Financiera	Solicitudes de información
		Información del Mercado
		Revisor Fiscal
	Resolución de Controversias	Resolución de Controversias

Fuente: Cortés y Vecino (2011, p. 241).

Estos mismos autores, en 2014, analizaron, mediante modelos de regresión, el impacto de la aplicación del Código País frente al costo de deuda en empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, encontrando evidencia de:

una relación inversa entre el nivel de aplicación de prácticas de Gobierno Corporativo y el costo de la deuda en emisores no financieros (empresas pertenecientes al sector real y de servicios públicos). Para el caso de los emisores financieros, no se encuentra evidencia de esta situación (Cortés y Vecino, 2014, p. 73).

Se resalta la preocupación del gobierno colombiano por la implementación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, como lo demuestra el aval en 2015 por parte de la OCDE, para el país, frente a la implementación de sus principios en este ámbito. En particular, el Ministerio de Educación Nacional inició, en el año 2013, la generación de una guía para la implementación de códigos de buen gobierno, en la cual queda muy clara la importancia de contar con un código establecido, basándose en el Modelo Integrado de

Planeación y Gestión y el Modelo de Gestión Ética para las entidades del Estado, obteniendo como resultado una propuesta para la creación del Código de Buen Gobierno para las Instituciones de Educación Superior (Ministerio de Educación Nacional, 2013).

Con base en lo anterior, para este estudio en particular se consideró importante analizar los efectos de la implementación del Código País en una muestra de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, incluidas en el COLCAP, en cuanto al desempeño de sus indicadores ROA y ROE reflejados en sus estados financieros, para el periodo 2002-2014.

## **2.1 Hipótesis**

Tomando como referencia lo expuesto anteriormente, en particular las experiencias europeas y asiáticas sobre mediciones específicas de correlación entre la implementación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en el ámbito empresarial y el desempeño financiero, este estudio se orientará a evaluar las siguientes hipótesis:

- Existe relación entre el desempeño financiero de la compañía y la implementación del Código País de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo.
- La implementación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo mejora la situación financiera de las compañías, medida como el desempeño de los indicadores ROA y ROE.

## **3 Método de solución**

Este estudio se basó en analizar el comportamiento de los indicadores retorno sobre los activos ROA y retorno sobre el patrimonio ROE de una muestra de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, incluidas en el índice COLCAP, luego de haber implementado prácticas de Gobierno Corporativo, en particular las recomendaciones del Código País.

El análisis estará enfocado desde el punto de vista cuantitativo y estadístico de la información recolectada de cada una de las empresas de la muestra, relacionándola con el momento de la implementación del Código de acuerdo con la encuesta de Mejores Prácticas Corporativas reportada anualmente.

Para recopilar la información se utilizaron fuentes como páginas web de las compañías, de la Superintendencia Financiera de Colombia y fuentes directas cuando fue necesario. Se consideraron datos para el periodo 2002 a 2014, los cuales permiten tener una ventana temporal que incluye momentos antes de la implementación del Código País y luego de este hito, además de información cualitativa que ayuda a evaluar el estado actual del código de Gobierno Corporativo de las empresas objeto del análisis.

## 4 Presentación y análisis de resultados

La muestra de empresas, seleccionada para el estudio, tuvo como principal criterio de elección la disponibilidad pública de información financiera (ROA y ROE) desde el año 2002 hasta el 2014; para realizar un análisis con información suficiente en un periodo antes y después de la entrada en vigencia del primer Código País de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo. A continuación, se relaciona la muestra definida para el estudio.

**Tabla 3.** Muestra de empresas seleccionadas para el estudio

Empresa	Participación COLCAP
BANCOLOMBIA S. A.	13,84 %
ECOPETROL S. A.	7,70 %
GRUPO ARGOS S. A.	6,30 %
GRUPO NUTRESA S. A.	6,29 %
GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.	5,30 %
CEMENTOS ARGOS S. A.	5,28 %
INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA S. A. E. S. P.	5,20 %
ALMACENES ÉXITO S. A.	3,50 %
CORPORACIÓN FINANCIERA COLOMBIANA S. A.	3,31 %

Fuente: elaboración propia.

Para el análisis se plantearon las siguientes variables. La definición de cada una de ellas y su posterior valoración, está basada en los principales aspectos evaluados en la Encuesta de Mejores Prácticas Corporativas, reportada anualmente por las empresas de la muestra a la Superintendencia Financiera de Colombia, durante el periodo 2007 a 2014, y que la literatura reconoce como importante para este tipo de estudios. Estas variables se utilizan como variables independientes en los modelos econométricos descritos más adelante.

**ROA:** Rentabilidad sobre Activos (%)

**ROE:** Rentabilidad sobre Equity (%)

**Asamblea:** implementación de medidas del Código País relacionadas con la asamblea de accionistas (%)

**Junta Directiva:** implementación de medidas del Código País relacionadas con la Junta Directiva (%)

**Información:** implementación de medidas del Código País relacionadas con la Revelación de Información Financiera y No Financiera (%)

**Controversias:** implementación de medidas del Código País relacionadas con la Resolución de Controversias (%)

Para describir la metodología de valoración empleada en el cálculo de la implementación de las variables anteriormente definidas, es pertinente resaltar que la Encuesta de Mejores Prácticas Corporativas consta de 79 preguntas cerradas obligatorias, con posibilidad de responder SÍ, NO o NO APLICA, más una pregunta abierta opcional.<sup>1</sup> Las preguntas están diseñadas de tal forma que las respuestas SÍ implican cumplimiento del Código País y las respuestas NO determinan los incumplimientos. En este sentido, la tabulación consistió en dar el valor de uno (1) a las respuestas calificadas como SÍ, cero (0) a las respuestas calificadas como NO y vacío a las calificadas como NO APLICA. De esta manera, se determinó el promedio de implementación para cada variable según las preguntas que aplicaran a cada una.

Los temas evaluados para cada variable se detallan en la tabla 4.

**Tabla 4.** Aspectos evaluados en las variables del Código País

<b>Asamblea</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Convocatoria de la Asamblea</li> <li>• Celebración de la Asamblea</li> <li>• Aprobación Operaciones Relevantes</li> <li>• Derecho y Trato Equitativo a los Accionistas</li> </ul>
<b>Junta Directiva</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tamaño, Conformación y Funcionamiento</li> <li>• Deberes y derechos del miembro de Junta Directiva</li> <li>• Comités de apoyo</li> </ul>
<b>Información: revelación de Información Financiera y No Financiera</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Solicitudes de información</li> <li>• Información al mercado</li> <li>• Revisor Fiscal</li> </ul>
<b>Controversias: resolución de Controversias</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Resolución de Controversias</li> </ul>

Fuente: elaboración propia.

Es importante resaltar que, debido a que la información de cada variable, para cada una de las empresas analizadas, se tenía en resolución de tiempo anual, la mejor alternativa para lograr la significancia de los modelos fue realizar los análisis agrupando la información como tipo panel, evaluando el desempeño de todas las empresas de la muestra de manera global. Esta opción proporcionó resultados que pueden interpretarse de forma integral como representativos de la economía nacional.

En la tabla 5 se relacionan las principales características estadísticas de las variables a modelar, incluyendo las variables de control seleccionadas para complementar los modelos econométricos, como son el nivel de ventas de las compañías y la relación deuda/activos.

<sup>1</sup> Se empleó el formato de preguntas disponible hasta el año 2014.

**Tabla 5.** Características estadísticas de las variables a modelar

variable	N	mean	p50	min	p25	p75	max	sd
ROA	115	0.0600	0.0400	-0.0100	0.0200	0.0600	0.470	0.0700
ROE	115	0.110	0.0700	-0.0400	0.0400	0.170	0.440	0.0900
Activos	115	2,96E+10	1.26e+07	1850689.00	6149356.00	3.430e+07	1.780e+08	3.800e+07
Ventas	115	8169187.73	4217494.00	218618.59	2297199.00	8409851.00	7,04E+10	1.310e+07
Asamblea	71	0.900	0.920	0.670	0.830	1	1	0.100
JD	71	0.850	0.890	0.470	0.830	0.920	0.970	0.120
Información	71	0.750	0.870	0.360	0.610	0.910	0.960	0.170
Controversias	71	0.790	0.670	0.330	0.670	1	1	0.210

Fuente: elaboración propia.

De los resultados se puede observar que, según los valores mínimos obtenidos, en algunas empresas de la muestra las variables de Información y Controversias presentan un nivel de avance por debajo del 40 %, lo que lleva a concluir que aún existe un amplio margen de mejora frente a los criterios que determinan la implementación integral del Código País. Ejemplo de ello es el caso del Grupo Éxito, en el cual se han tomado decisiones de autocompra de acciones sin que esta operación fuera atractiva para los inversionistas minoritarios.

A lo largo del desarrollo de los modelos se verá claramente cómo el elemento de Controversias no tiene resultados significativos en ninguna de las combinaciones posibles de las variables estudiadas.

## 4.1 Identificación de los modelos econométricos y sus regresiones

Como primera medida, se determinó la matriz de correlaciones de las variables que se emplearían en los modelos, para identificar aquellas que de acuerdo con este indicador no debían integrar el mismo modelo explicativo. Los resultados encontrados, representados en la tabla 6, demostraron que las variables explicativas del Código País: Asamblea, Junta Directiva, Información y Controversias, tienen una alta correlación entre ellas, con lo cual los modelos a definir debían incorporar estas variables por separado.

**Tabla 6.** Matriz de correlaciones variables a modelar

	ROA	ROE	Activos	Ventas	Asamblea	JD	Información	Controversias	DeudaFra/Activos
ROA	1								
ROE	0.5603*	1							
Activos	0.3614*	0.3035*	1						
Ventas	0.3653*	0.3416*	0.6205*	1					
Asamblea	-0.3903*	-0.0363	-0.0501	0.221	1				

<b>JD</b>	-0.6372*	-0.233	-0.261*	0.0133	0.7504*	1		
	0	0.0501	0.0277	0.912	0			
<b>Información</b>	-0.3927*	-0.0904	0.0954	0.197	0.8167*	0.7255*	1	
	0.000700	0.454	0.429	0.0995	0	0		
<b>Controversias</b>	-0.112	0.0892	0.134	0.2362*	0.5918*	0.4640*	0.4916*	1
	0.353	0.460	0.267	0.0473	0	0	0	
<b>DeudaFra/Activos</b>	-0.3166*	-0.2910*	0.1921*	0.0234	0.2965*	0.0881	0.4227*	0.118
	0.000600	0.00160	0.0397	0.804	0.0120	0.465	0.000200	0.326

\* Significancia < 5 %

Fuente: elaboración propia.

Teniendo en cuenta lo anterior, la selección de los modelos econométricos se realizó bajo el criterio de significancia global e individual de las variables modeladas, según las combinaciones posibles. Así mismo, se definieron algunos modelos con rezago para evaluar el efecto tiempo en los análisis.

Para las regresiones se empleó el software Stata<sup>®</sup> en su versión 12.0

#### 4.1.1 Modelos simples explicativos de ROA

A continuación, se detallan los modelos que se encontraron explicativos para la variable ROA, frente al comportamiento de los elementos implementados por el Código País y sus respectivos resultados de regresión consignados en la tabla 7.

- (1)  $\ln(\text{ROA}) = \beta_1 + \beta_2 \ln(\text{Ventas}) + \beta_3 \ln(\text{Deuda/Activos}) + \beta_4 \ln(\text{Asamblea})$
- (2)  $\ln(\text{ROA}) = \beta_1 + \beta_2 \ln(\text{Ventas}) + \beta_3 \ln(\text{Deuda/Activos}) + \beta_4 \ln(\text{JD})$
- (3)  $\ln(\text{ROA}) = \beta_1 + \beta_2 \ln(\text{Ventas}) + \beta_3 \ln(\text{Deuda/Activos}) + \beta_4 \ln(\text{Información})$

**Tabla 7.** Resultados regresiones modelos ROA simples

VARIABLES	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA
<b>lnVentas</b>	0.426*** (0.0913)	0.415*** (0.0740)	0.448*** (0.0906)
<b>LnDeuda/Activos</b>	-0.365*** (0.126)	-0.497*** (0.0984)	-0.275** (0.130)
<b>lnAsamblea</b>	-3.180*** (0.779)		
<b>lnJD</b>		-3.383*** (0.444)	
<b>lnInformación</b>			-1.686*** (0.387)
<b>Constant</b>	-11.11*** (1.510)	-11.45*** (1.228)	-11.42*** (1.496)
<b>Observations</b>	68	68	68
<b>R-squared</b>	0.418	0.615	0.434

<b>Efecto tiempo</b>	no	no	no
<b>Efecto sector</b>	no	no	no

Desviación estándar en paréntesis

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: elaboración propia.

Los resultados encontrados demuestran que la primera hipótesis planteada en el apartado 2.1 de este documento es aceptable, dado que la implementación de las medidas del Código País relacionadas con la Asamblea de Accionistas, la Junta Directiva y la Información son significativas frente al desempeño financiero de las compañías evaluadas, medido con el indicador ROA.

Sin embargo, los resultados de los coeficientes obtenidos de dichas variables contrastan con lo esperado en la segunda hipótesis del apartado 2.1, ya que se encuentra que la evolución en la implementación de los aspectos relacionados con la Asamblea de Accionistas, la Junta Directiva y la Información, ha producido resultados negativos en el indicador ROA de las empresas de la muestra.

Por otro lado, como se anunció previamente frente a la variable Controversias, no se encontraron modelos significativos que explicaran variaciones en la variable ROA frente a la evolución de la variable Controversias. En todo caso, es pertinente resaltar que esta es una de las variables de menor grado de desarrollo en la muestra de empresas analizadas.

#### 4.1.2 Modelos explicativos de ROA con efectos temporales

A continuación, se detallan los modelos que se encontraron explicativos para la variable ROA, frente al comportamiento de los elementos implementados por el Código País, considerando efectos temporales. Los resultados de las regresiones se consignaron en la tabla 8.

- (1)  $\ln(\text{ROA}) = \beta_1 + \beta_2 * \ln(\text{JD}) + \beta_3 * \ln(\text{Ventas}) + \beta_4 * \ln(\text{Deuda/Activos})$  i.AO, vce (robust)
- (2)  $\ln(\text{ROA}) = \beta_1 + \beta_2 * \ln(\text{Asamblea}) + \beta_3 * \ln(\text{Ventas}) + \beta_4 * \ln(\text{Deuda/Activos})$  i.AO, vce (robust)
- (3)  $\ln(\text{ROA}) = \beta_1 + \beta_2 * \ln(\text{Información}) + \beta_3 * \ln(\text{Ventas}) + \beta_4 * \ln(\text{Deuda/Activos})$  i.AO, vce (robust)
- (4)  $\ln(\text{ROA}) = \beta_1 + \beta_2 * \ln(\text{Controversias}) + \beta_3 * \ln(\text{Ventas}) + \beta_4 * \ln(\text{Deuda/Activos})$  i.AO, vce (robust)

**Tabla 8.** Resultados regresiones modelos ROA con rezagos de tiempo

VARIABLES	(1) ROA	(2) ROA	(3) ROA	(4) ROA
<b>lnJD</b>	-3.468*** (0.382)			
<b>lnVentas</b>	0.400***	0.416***	0.442***	0.430***

	(0.0740)	(0.106)	(0.0981)	(0.106)
<b>lnDeuda/Activos</b>	-0.479***	-0.349**	-0.261	-0.526***
	(0.127)	(0.143)	(0.158)	(0.131)
<b>lnAsamblea</b>		-3.270***		
		(0.975)		
<b>lnInformación</b>			-1.704***	
			(0.492)	
<b>lnControversias</b>				-0.152
				(0.384)
<b>Constant</b>	-11.22***	-10.92***	-11.25***	-10.92***
	(1.240)	(1.840)	(1.691)	(1.834)
<b>Observations</b>	68	68	68	68
<b>R-squared</b>	0.636	0.434	0.452	0.303
<b>Efecto tiempo</b>	sí	sí	sí	sí
<b>Efecto sector</b>	no	no	no	no

Errores estándar robustos en paréntesis

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: elaboración propia.

Las regresiones de los modelos con rezago mantienen la consistencia de los resultados de los modelos simples, en el sentido que confirman que sí existe relación entre el desempeño financiero de la compañía y la implementación del Código País de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. Así mismo, se demuestra que dicha relación es negativa, distinto a la expectativa que se tenía frente a la segunda hipótesis del apartado 2.1.

### 4.1.3 Modelos simples explicativos de ROE

A continuación, se detallan los modelos que se encontraron explicativos para la variable ROE, frente al comportamiento de los elementos implementados por el Código País y sus respectivos resultados de regresión consignados en la tabla 9.

- (1)  $ROE = \beta_1 + \beta_2 * Ventas + \beta_3 * Asamblea + \beta_4 * DeudaFra/Activos$ , robust
- (2)  $ROE = \beta_1 + \beta_2 * Ventas + \beta_3 * JD + \beta_4 * DeudaFra/Activos$
- (3)  $ROE = \beta_1 + \beta_2 * Ventas + \beta_3 * Información + \beta_4 * DeudaFra/Activos$ , robust
- (4)  $ROE = \beta_1 + \beta_2 * Ventas + \beta_3 * Controversias + \beta_4 * DeudaFra/Activos$ , robust

**Tabla 9.** Resultados regresiones modelos ROE simples

VARIABLES	(1) ROE	(2) ROE	(3) ROE	(4) ROE
<b>Ventas</b>	2.48e-09*** (5.73e-10)	2.43e-09*** (5.29e-10)	2.49e-09*** (5.87e-10)	2.39e-09*** (5.80e-10)
<b>Asamblea</b>	-0.0446 (0.0887)			
<b>DeudaFra/Activos</b>	-0.293** (0.120)	-0.291*** (0.103)	-0.280** (0.110)	-0.313*** (0.106)
<b>JD</b>		-0.154** (0.0714)		



<b>Información</b>			-0.0334 (0.0528)	
<b>Controversias</b>				0.00780 (0.0457)
<b>Constant</b>	0.159** (0.0750)	0.251*** (0.0619)	0.142*** (0.0407)	0.116*** (0.0434)
<b>Observations</b>	71	71	71	71
<b>R-squared</b>	0.302	0.345	0.303	0.300
<b>Efecto tiempo</b>	no	no	no	no
<b>Efecto sector</b>	no	no	no	no

Errores estándar robustos en paréntesis

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: elaboración propia.

Para el caso del ROE, los resultados encontrados demuestran que la primera hipótesis planteada en el apartado 2.1 de este documento es aceptable solamente para la variable de Junta Directiva. Las variables de Asamblea, Información y Controversias no resultaron explicativas del indicador ROE en ninguna de las opciones posibles frente a las variables de control elegidas.

En este mismo sentido, se observa que la implementación de las medidas del Código País, relacionadas con la Junta Directiva, han producido resultados negativos en el indicador ROE de las empresas de la muestra.

#### 4.1.4 Modelos explicativos de ROE con efectos temporales

A continuación, se detallan los modelos que se encontraron explicativos para la variable ROE, frente al comportamiento de los elementos implementados por el Código País, considerando efectos temporales. Los resultados de las regresiones se consignaron en la tabla 10.

- (1)  $ROE = \beta_1 + \beta_2 * Ventas + \beta_3 * Asamblea + \beta_4 * DeudaFra/Activos \text{ i.AO}$ , vce (robust)
- (2)  $ROE = \beta_1 + \beta_2 * Ventas + \beta_3 * JD + \beta_4 * DeudaFra/Activos \text{ i.AO}$ , vce (robust)
- (3)  $ROE = \beta_1 + \beta_2 * Ventas + \beta_3 * Información + \beta_4 * DeudaFra/Activos \text{ i.AO}$ , vce (robust)
- (4)  $ROE = \beta_1 + \beta_2 * Ventas + \beta_3 * Controversias + \beta_4 * DeudaFra/Activos \text{ i.AO}$ , vce (robust)

**Tabla 10.** Resultados regresiones modelos ROE con rezagos de tiempo

VARIABLES	(1) ROE	(2) ROE	(3) ROE	(4) ROE
<b>Ventas</b>	2.64e-09*** (5.32e-10)	2.62e-09*** (5.35e-10)	2.68e-09*** (5.46e-10)	2.55e-09*** (5.45e-10)
<b>Asamblea</b>	0.00945 (0.0908)			
<b>DeudaFra/Activos</b>	-0.273**	-0.260**	-0.258**	-0.280***

<b>JD</b>	(0.113)	(0.107) -0.125* (0.0632)	(0.109)	(0.103)
<b>Información</b>			-0.0136 (0.0577)	
<b>Controversias</b>				0.0476 (0.0521)
<b>Constant</b>	0.123* (0.0729)	0.228*** (0.0522)	0.137*** (0.0383)	0.104** (0.0403)
<b>Observations</b>	71	71	71	71
<b>R-squared</b>	0.360	0.388	0.360	0.370
<b>Efecto tiempo</b>	sí	sí	sí	sí
<b>Efecto sector</b>	no	no	no	no

Errores estándar robustos en paréntesis

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: elaboración propia.

Las regresiones de los modelos con efectos temporales mantienen la consistencia de los resultados de los modelos simples, en el sentido que confirman que no existe relación entre el desempeño financiero de la compañía, medido como ROE, y la implementación del Código País de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo.

Así, adicional a los modelos anteriores, y considerando como causa posible de la no significancia de los modelos problemas de endogeneidad, debido a que en la literatura se reconoce que la rentabilidad de las firmas puede afectar las variables de Gobierno Corporativo, pero que también mejores prácticas de Gobierno Corporativo mejoran la rentabilidad, se corrió un modelo dinámico que incorpora variables instrumentales expresadas como retardos de la variable endógena tipo GMM, como se muestra en la tabla 11.

Los resultados de la tabla 11 confirman la relación entre la medida de desempeño utilizando el ROE y la variable JD, lo que demuestra que los resultados son robustos, y aunque las empresas declaran cumplimiento de algunos de los estándares propuestos en el Código País, estos tienen un efecto negativo en la rentabilidad.

**Tabla 11.** Resultados regresión modelo dinámico tipo GMM

<b>VARIABLES</b>	<b>(1) ROE</b>
<b>JD</b>	-1.060** (0.540)
<b>Ventas</b>	2.40e-09*** (6.40e-10)
<b>DeudaFra/Activos</b>	-0.179 (0.156)
<b>Constant</b>	1.008**

	(0.462)
<b>Observations</b>	71
<b>Efecto tiempo</b>	sí
<b>Efecto sector</b>	no

Errores estándar robustos en paréntesis

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fuente: elaboración propia.

## 5 Conclusiones

La implementación del Código País de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo se puede medir a través del nivel de implementación de las variables que lo componen, siendo estas: Asamblea, Junta Directiva, Información y Controversias, situación que es determinable mediante la encuesta diseñada por la Superintendencia Financiera para tal fin.

En todo caso, los cambios de fondo realizados, en el 2015, a la encuesta de Mejores Prácticas Corporativas, reportada anualmente por las empresas a la Superintendencia Financiera de Colombia, hace comparables únicamente los años 2007 al 2014, que fue el periodo seleccionado para este estudio. Esto dificulta realizar un análisis continuo de un periodo de tiempo más relevante, resultando en un bajo número de observaciones.

Al relacionar las variables que componen el Código País de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo con el desempeño financiero de las empresas de la muestra, medido como ROA, mediante modelos econométricos que introducen variables de control a los modelos como las ventas y la relación Deuda Financiera/Activos, se pudo determinar que la implementación de las medidas relacionadas con la Asamblea de Accionistas, la Junta Directiva y la Información es significativa. Para el caso del ROE solamente resultó significativa la Junta Directiva.

Sin embargo, los modelos demostraron que las variables mencionadas tienen un comportamiento contrario al esperado, dado que el efecto de su evolución ha afectado negativamente el desempeño financiero medido como ROA y ROE. Esto puede estar mostrando que la implementación del Código País, en las empresas colombianas, más que un desarrollo con efectos positivos para la inversión, representa un aspecto meramente reputacional frente a los grupos de interés.

El país ha realizado un esfuerzo importante en la adopción de medidas de Gobierno Corporativo, que le han merecido reconocimientos a nivel internacional, logrando incluso la certificación de este aspecto por parte de la OCDE. Sin embargo, el beneficio/costo de esta labor no ha sido positivo en términos económicos.

## 6 Referencias

Cortés D., y Vecino C. (2011). Medición de la aplicación de Prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia. *TENDENCIAS Universidad de Nariño*, XII(2),230-253. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3854869.pdf>

- Cortés D., y Vecino C. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios Gerenciales* 30, 73-84. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0123592314000527>
- Gaitán, S. (2010). Corporate Governance in Colombia. Current trends. *AD-MINISTER Universidad EAFIT* 15. Recuperado de <http://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/administer/article/view/207>
- Guzmán, A., y Trujillo, M. (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en sociedades cerradas*. Bogotá: CESA.
- Guzmán A., y Trujillo M. (2016). *Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia*. Bogotá: CESA.
- Hamid, M., Ting, I. & Kweh, Q. (2016). The Relationship Between Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholder's Interest. *Procedia Economics and Finance* 35, 99-106. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567116000149>
- Lupu, I. (2015). The Indirect Relation Between Corporate Governance and Financial Stability. *Procedia Economics and Finance*, 22, 538-543. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115002543>
- Matei, A. & Drumasu, C. (2015). Corporate Social Innovation in The Romanian Public Sector. *Procedia Economics and Finance* 23, 406-411. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115003378>
- Mashayekhi, B. & Bazaz, M. (2008). Corporate Governance and Firm Performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(2), 156-172. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1815566910700333>
- Ministerio de Educación Nacional (2013). Guía para la creación e implementación de códigos de buen gobierno en las instituciones de educación superior. Recuperado de [http://www.mineduacion.gov.co/1621/articles-330454\\_archivo\\_pdf\\_10\\_Guia\\_Creacion.pdf](http://www.mineduacion.gov.co/1621/articles-330454_archivo_pdf_10_Guia_Creacion.pdf)
- Ministerio de Hacienda (2014). BOLETÍN DE PRENSA 161 Colombia avanza en Gobierno Corporativo de cara a ingreso a la OCDE. Recuperado de <file:///C:/Users/laura/Downloads/20141118boletindeprensa161mhpcocde.pdf>
- Mussa, H., Musová, Z. & Debnárová, L. (2014). Responsibility in The Corporate Governance Framework and Financial Decision Making Process. *Procedia Economics and Finance* 23, 1023-1029. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115003718>

- Organization for Economic Cooperation and Development – OCDE (2004). Principios de Gobierno Corporativo. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Rodríguez-Fernández, M. (2016). Social Responsibility and Financial Performance: The Role of Good Corporate Governance. *BRQ Business Research Quarterly* 19, 137-151. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2340943615000791>
- Rostami, S., Rostami, Z. & Kohansala, S. (2016). The Effect of Corporate Governance Components on Return on Assets and Stock Return of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Procedia Economics and Finance* 36, 137-146. Recuperado de <https://es.scribd.com/document/308706044/The-Effect-of-Corporate-Governance-Components-on-Return-on-Assets-and-Stock-Return-of-Companies-Listed-in-Tehran-Stock-Exchange>
- Superintendencia de Sociedades, Cámara de Comercio de Bogotá y Confecámaras (2009). *Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia*. Recuperado de <http://www.supersociedades.gov.co/web/documentos/guia%20colombiana%20de%20gobierno%20corporativo.pdf>
- Utrero-González, N. & Callado-Muñoz, F. (2015). Do investors react to corporate governance news? An empirical analysis for the Spanish market. *Business Research Quarterly* 19, 13-25. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2340943615000559>
- Villanueva-Villar, M., Rivo-López, E. & Lago-Peñas, S. (2016). On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. *Business Research Quarterly* 19, 233-245. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2340943616300329>
- Zabri, S., Ahmad, K. & Wah, K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance* 35, 287-296. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567116000368>