



**La Relación Entre El Gobierno Corporativo, El Desempeño Empresarial Y Las  
Decisiones De Financiación En Colombia**

**Por**

**Fabio Andrés Arcos Rodríguez**

**Yudy Viviana Cerón Ruiz**

**Tesis Presentada como Requisito Parcial Para Obtener el Título de**

**Magíster en Administración Financiera**

**Asesor**

**Ph.D. Jimmy Agustín Saravia Matus**

**UNIVERSIDAD EAFIT**

**Medellín, Enero, 2020**

**© 2020 por Fabio Arcos y Yudy Cerón**

**Todos los Derechos Reservados**

## **Resumen**

La evidencia empírica en los mercados financieros sugiere que aquellas compañías que gestionan de manera adecuada sus grupos de interés y que fortalecen y divulgan sus políticas de gobierno corporativo logran mayor efectividad institucional. A partir de lo anterior, este artículo estudia la relación entre la calidad de las prácticas de gobierno corporativo, la valoración y las decisiones de financiación y desempeño financiero de empresas colombianas durante el período 2008-2018 desde una perspectiva mixta que vincula la teoría de la agencia y la dependencia de recursos. En el sentido metodológico, se examinaron firmas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia y se emplearon dos índices de gobernanza que son propiedad de Bloomberg. La investigación utilizó modelos de regresión en un panel de datos no balanceado. Los resultados muestran que existe una relación positiva entre los índices de gobierno corporativo y el desempeño financiero de las firmas, pero negativa frente al endeudamiento total.

**Palabras clave:** gobierno corporativo, valoración, decisiones de financiación, desempeño de la firma, empresas colombianas.

### ***The relationship between corporate governance, valuation, leverage and financial performance in Colombia***

#### ***Abstract***

*Empirical evidence in financial markets suggests that those companies that adequately manage their interest groups, and that strengthen and disseminate their corporate governance policies achieve greater institutional effectiveness. Based on the foregoing, this article studies the relationship between the quality of corporate governance practices and the valuation, financing decisions and financial performance of Colombian companies during the 2008-2018 period, from*

*a mixed perspective that links the theory of Agency and resource dependence. Methodologically, firms that are listed on the Colombian stock exchange were examined and two governance indices owned by Bloomberg were used. The research used regression models in an unbalanced data panel. The results show that there is a positive relationship between corporate governance rates and the financial performance of firms; but negative against total indebtedness.*

**Key words:** *corporate governance, valuation, financing decisions, firm performance, Colombian companies.*

**JEL Classification:** G30, G34.

## Tabla de Contenidos

<b>Lista de Tablas.....</b>	<b>vi</b>
<b>1. Introducción .....</b>	<b>3</b>
<b>2. Revisión de literatura .....</b>	<b>6</b>
<b>3. Metodología .....</b>	<b>12</b>
<b>4. Definición de las variables.....</b>	<b>13</b>
4.1 Modelo econométrico.....	14
<b>6. Conclusiones y discusión de los resultados .....</b>	<b>21</b>
<b>Referencias .....</b>	<b>23</b>

## Lista de Tablas

<b>Tabla 1.</b> Definición de variables.....	14
<b>Tabla 2.</b> Estadísticas descriptivas: número de observaciones (N), media, desviación estándar y valores extremos.....	16
<b>Tabla 3.</b> Correlaciones entre las variables objeto de estudio .....	17
<b>Tabla 4.</b> Desempeño de las firmas e índice de gobernanza (GDS) .....	18
<b>Tabla 5.</b> Desempeño de las firmas e índice de gobernanza (ESG).....	19
<b>Tabla 6.</b> Endeudamiento (total y financiero) e índice de gobernanza (GDS) .....	20
<b>Tabla 7.</b> Endeudamiento (total y financiero) e índice de gobernanza (ESG).....	21

## **1. Introducción**

La evidencia empírica en los mercados globales sugiere que las compañías con gestión adecuada de grupos de interés, fortalecimiento y divulgación de políticas de gobernanza logran mayor efectividad institucional. En ese sentido, el estudio del gobierno corporativo y el efecto en el desempeño de la firma en mercados diversos se han convertido en una preocupación recurrente para los académicos y los investigadores en el campo de la gestión y las finanzas corporativas.

El gobierno corporativo concibe un sistema de gestión que considera optimizar las prácticas directivas en las organizaciones, con la esperanza de mejorar la confianza en los grupos de interés y así los resultados en el futuro (Méndez-Beltrán y Rivera-Rodríguez, 2015). A partir de esta óptica, Castro V. y Cano C. (2004) señalan que el objetivo central de la teoría del gobierno corporativo es incrementar la confianza de los interesados y eliminar las gestiones fraudulentas de las organizaciones. Esto se logra gracias a los nuevos modelos de gestión corporativos y a los efectos de la divulgación de la información, pues, al ser un principio fundamental, hace que los grupos de interés hagan seguimientos y control en el desempeño de las organizaciones (Acero Fraile y Alcalde Fradejas, 2012).

Las prácticas de gobierno corporativo aportan una solución a la crisis de confianza que se percibe en las diferentes organizaciones, tanto en lo público como en lo privado. Su finalidad consiste en asegurar la buena administración de los recursos para proteger los derechos de los grupos de interés. Para ello se genera una dinámica interna que analiza la estructura organizacional, las políticas y la división de funciones, las directrices estratégicas, la administración de riesgos, el manejo de

información y la infraestructura tecnológica para que las políticas de gestión sean más influyentes, tanto en la organización como en el entorno (Méndez-Beltrán y Rivera-Rodríguez, 2015).

En los últimos años, la literatura gerencial ha centrado su atención en las prácticas de gobierno corporativo, al considerarlo un elemento fundamental de los estudios de la teoría de la firma, dado que su dinámica provee a los directivos y a los accionistas de mecanismos que permiten diseñar y establecer normas encaminadas a la minimización de conflictos de interés y a la consecuente mejora y transparencia en la toma de decisiones, lo que se traduce en un mejoramiento del desempeño empresarial a largo plazo (Escobar-Váquiro, Benavides-Franco y Perafán-Peña, 2016). En esa misma línea, Paz-Ares (2004) sostiene que las reglas de buen gobierno pueden ser una pieza fundamental para incrementar el valor bursátil de las empresas y, por consiguiente, para reducir sus costos de capital y ensanchar en términos de tamaño, profundidad y liquidez las bases del mercado de capitales.

La experiencia internacional en la materia permite conjeturar, además, que la velocidad de implantación del buen gobierno es directamente proporcional a la intensidad de la convicción de los emisores acerca de su rentabilidad. Por otra parte, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2005) resalta que el buen gobierno corporativo es un elemento crucial en la búsqueda del crecimiento económico en regiones como América Latina, en las que la mayoría de los países dependen en forma creciente del sector privado como un vehículo eficiente para la creación de bienestar, que, a su vez, está subordinado al incremento de las inversiones, la eficiencia del mercado de capitales y el desempeño de las compañías.

En Latinoamérica, Brasil es el mercado que evidencia los mayores avances, pues posee instituciones enfocadas a estimular y canalizar el interés por formar mejores criterios de buen

gobierno corporativo; otra experiencia relevante es el caso de México, que ha desarrollado numerosos códigos corporativos, además de una amplia legislación en la materia para empresas estatales y privadas que cotizan o no en la Bolsa Mexicana de Valores.

En Colombia, en particular, la discusión sobre la gobernanza revela un notorio desarrollo en las últimas dos décadas gracias a tres hechos sustanciales: la expedición de la resolución 275 de mayo de 2001 de la Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera de Colombia, la ley 964 de 2005 y el establecimiento del proyecto Código País, en el que el Estado Colombiano, por intermedio del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera de Colombia, articulado con la Bolsa de Valores de Colombia y otras entidades privadas, ejerció un papel fundamental (Buitrago Florián y Betancourt Prieto, 2013; Núñez Reyes y Oneto, 2012).

En el mencionado contexto, el presente estudio proyecta profundizar sobre esta dinámica organizacional y determinar la relación entre los índices de gobernanza y el desempeño de la empresa en un mercado emergente, a partir del análisis de empresas que hacen parte de un índice bursátil. El estudio combinó tres perspectivas destacadas: la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976), la teoría de la dependencia de los recursos (Pfeffer y Salancik, 1978) y la teoría del gobierno corporativo en condiciones de incertidumbre (Hölmstrom, 1979). La combinación de estas perspectivas permitió configurar una visión holística y crítica de la relación entre la estructura de gobierno corporativo y el desempeño de la empresa en el ámbito del mercado colombiano.

Este documento es el primero en combinar el alto potencial de los índices corporativos de Bloomberg con una estructura de análisis de panel de datos no balanceados particularmente interactivos con efectos fijos de firma y año en la estimación de la relación entre gobierno y desempeño; además, es de los pocos estudios aplicados en mercados emergentes latinoamericanos.

Se divide en siete secciones; la segunda presenta la revisión de la literatura. La tercera contiene los aspectos metodológicos, en la cuarta se ofrece la definición de las variables y la quinta contiene los modelos econométricos. Por último, se presentan los resultados en la sexta y las conclusiones del estudio en la séptima.

## **2. Revisión de literatura**

En los últimos años, la literatura financiera ha centrado su atención en las prácticas de gobierno corporativo, al considerarlo un elemento fundamental de los estudios de la teoría de la firma, dado que su dinámica provee a los directivos y a los accionistas mecanismos que permiten diseñar y establecer normas encaminadas a la minimización de conflictos de interés y a la consecuente mejora y transparencia en la toma de decisiones, lo que se traduce en un mejoramiento del desempeño empresarial (Escobar-Váquiro et al., 2016). Ahora, si bien es claro que existen múltiples investigaciones sobre gobernanza en mercados desarrollados, es necesario que, a través de la academia, se continúe la exploración dichas relaciones en el contexto propio de un mercado emergente como el colombiano, en la búsqueda del fortalecimiento organizacional y la sostenibilidad de dicho sistema empresarial a través del tiempo.

En primera instancia, Brown y Caylor (2004) diseñaron una medida amplia del gobierno corporativo, Gov-Score, compuesta de 51 factores que abarcan ocho categorías de gobierno corporativo: auditoría, junta de directores, estatutos, educación de directores, compensación de ejecutivos y directores, propiedad, prácticas progresivas y estado de incorporación. Calcularon la medida de gobernanza para 2,327 firmas individuales a partir del 1 de febrero de 2003 mediante la utilización de datos obtenidos de Institutional Shareholder Services (ISS) para Estados Unidos. Con posterioridad relacionaron Gov-Score con el desempeño operativo, la valoración y el pago a

los accionistas y encontraron que las firmas mejor gobernadas son relativamente más rentables, más valiosas y pagan más dividendos a sus accionistas.

Más tarde, Iqbal, Nawaz y Ehsan (2019) examinaron la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño financiero de instituciones de microfinanzas (IMF) en Asia. Emplearon un conjunto de datos de panel con 173 entidades en 18 países asiáticos para el período 2007-2011. A la par, construyeron un índice de gobierno corporativo basado en siete medidas relacionadas con el tamaño y la composición del directorio, las características del CEO y el tipo de propiedad. Después estimaron la relación bidireccional entre este índice y cada uno de cinco indicadores de desempeño financiero diferentes. De esa forma, identificaron que la rentabilidad y la sostenibilidad de las IMF tiende a mejorar con las prácticas de buen gobierno. Además, encontraron que las IMF más rentables y sostenibles tienen mejores sistemas de gobierno.

Por otra parte, Mertzanis, Basuony y Mohamed (2019) examinaron el impacto de las instituciones sociales, el gobierno corporativo específico de la empresa y las características de propiedad en el desempeño de la compañía en los países del Medio Oriente y el Norte de África (región MENA). En el análisis utilizaron un conjunto único de datos financieros y de gobierno de 225 empresas que cotizan en las bolsas de valores de 11 países de la región MENA para el período 2007-2017 y aplicaron modelos de regresión para probar las hipótesis de investigación. Este estudio sugiere que la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño de la firma depende de la medición utilizada para el desempeño empresarial. Lo anterior implica que algunas características específicas de la empresa, como el tamaño de la junta directiva y la propiedad interna e institucional y los niveles de apalancamiento y liquidez son indicadores sólidos del desempeño de la firma a través de varios modelos de análisis. Sin embargo, si se considera el impacto en la contabilidad y otras medidas de desempeño basadas en el mercado, los resultados difieren de manera sustancial.

En forma análoga, Chang, Chou y Huang (2014) se enfocaron en forma específica en estudiar los efectos de la calidad del gobierno corporativo en la velocidad de ajuste hacia una estructura de capital óptima. Este estudio considero en paralelo dos efectos de la deuda que se derivan de la teoría de la agencia: la defensa de la adquisición y los efectos disciplinarios de la deuda en la velocidad de ajuste a la estructura de capital óptima. La investigación hacia enfocó en empresas estadounidenses y abarcó el período 1993-2009. La muestra final incluyó 4,297 observaciones por año y se observó cada firma durante al menos dos años consecutivos. De acuerdo con esta perspectiva, encontraron que el gobierno corporativo tiene un efecto distintivo en la velocidad de ajuste de la estructura de capital. En ese orden, este estudio halló que las firmas de gobernanza débiles sobreendeudadas se ajustan con mayor lentitud hacia el apalancamiento objetivo, en comparación con sus contrapartes de gobernanza fuertes. Esto implica que las firmas de gobierno débiles que enfrentan más amenazas de adquisición tienen menos probabilidades de disminuir el apalancamiento y la deuda de uso como medida de defensa de adquisición. En contraste, las firmas de gobernanza débiles con bajo endeudamiento tienden a ajustarse con mayor lentitud hacia el apalancamiento objetivo que sus contrapartes de gobernanza fuertes. Por lo tanto, el gobierno corporativo parece una herramienta efectiva para aliviar el problema de la agencia del uso de la deuda.

Con un enfoque similar al de Chang et al. (2014), Bhagat, Bolton y Subramanian (2011) profundizaron en el estudio de los efectos de las características del administrador en la estructura del capital de la firma a partir del diseño de un modelo microeconómico estructural que incluyó empresas globales con datos disponibles en Compustat, ExecuComp, Centro de Investigación de Responsabilidad del Inversor (IRRC) y Centro de Investigación en Precios de Seguridad (CRSP) durante el período 1993-2007. Evaluaron el papel de los contratos óptimos del administrador a

través de valores financieros que conducen a una estructura de capital dinámica, que refleja los efectos de los impuestos, los costos de bancarrota y los conflictos de la agencia entre el administrador y los accionistas. Identificaron que la deuda de largo plazo disminuye con la capacidad del administrador, la participación accionaria interna y el riesgo de largo plazo de la empresa, pero aumenta con su nivel de riesgo de corto plazo, en tanto que la deuda de corto plazo disminuye con la capacidad del gerente, aumenta con su participación en el capital y disminuye con el riesgo de corto plazo. De manera complementaria, Bae, Kang y Wang (2010) investigaron la relación entre un índice corporativo de tratamiento a los empleados y la estructura de capital de la firma. La muestra estuvo integrada por empresas que cotizan en bolsa en Estados Unidos entre 1991 y 2007, cubiertas por la base de datos Sócrates KLD. Encontraron que las compañías que tratan a sus empleados de manera justa mantienen bajos índices de apalancamiento. Este resultado fue robusto ante una variedad de especificaciones de modelos y problemas de endogeneidad.

Con posterioridad, Buvanendra, Sridharan y Thiyagarajan (2017) exploraron los determinantes más importantes de la velocidad de ajuste (SOA) hacia la estructura de capital óptima de las empresas cotizadas en Sri Lanka e India para el período 2003 a 2013. Un total de 90 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombo (CSE) hicieron parte de la muestra y fueron elegidas en función de la coherencia y la disponibilidad de datos. Las empresas de los sectores de banca, finanzas, seguros y servicios públicos fueron eliminadas debido a su peculiar naturaleza financiera y comercial. Se empleó un análisis de panel de datos para estudiar los factores que influyen en la velocidad de ajuste a partir cinco factores específicos de la empresa (rentabilidad, tamaño, crecimiento, tangibilidad y escudo fiscal) y cinco variables de gobierno corporativo (tamaño de la junta directiva, dualidad del CEO, compensación, propiedad familiar y porcentaje de ejecutivos no directores). Hallaron que la velocidad de ajuste de las relaciones de apalancamiento varía con el

tamaño de la brecha de apalancamiento de la compañía, su flujo de caja operativo, su mecanismo de gobierno, su acceso a los mercados de capital y algunos elementos relacionados con las condiciones del mercado. También identificaron que los comportamientos de ajuste de las empresas dependen del país, puesto que las empresas de Sri Lanka experimentaron un ajuste más rápido de la estructura de capital que las indias.

En Latinoamérica, Silva y Leal (2005) investigaron la relación entre la calidad de las prácticas de gobierno corporativo de una empresa y su valoración y desempeño, a partir de la construcción de un índice amplio de gobierno corporativo específico para compañías cotizadas en la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). La muestra final del estudio estuvo integrada por 131 firmas, con información para los años 1998 a 2002. Emplearon análisis de panel de datos y permitieron flexibilidad en la modelación de las diferencias en el comportamiento de las empresas a lo largo del tiempo. Los resultados indicaron que menos del 4% de las empresas brasileñas presentaban buenas prácticas de gobierno corporativo y que las compañías con mejor gobierno corporativo evidenciaban un desempeño financiero significativamente mayor. De manera análoga, identificaron la existencia de una relación positiva entre la Q de Tobin y las mejores prácticas de gobierno corporativo; no obstante, los resultados no fueron estadísticamente significativos.

Núñez Reyes, Perrotini Hernández y López-Herrera (2018) examinaron la relación entre la emisión de deuda corporativa y un esquema de gobierno corporativo que incide en el desarrollo de los mercados financieros a través de la reducción de las asimetrías de información y los conflictos de interés. Para ello, analizaron el mercado de deuda internacional corporativa y evaluaron las normas sobre gobierno corporativo vigentes en el Brasil y en los cuatro países del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), a saber, Chile, Colombia, México y Perú, por medio del indicador de la CEPAL, la CAF y el BID relativo a la emisión de deuda. La evidencia empírica fue evaluada

mediante un modelo probit para datos de panel y un modelo probit combinado. Los resultados evidenciaron que el cumplimiento de las normas sobre gobierno corporativo puede tener efectos favorables en la probabilidad de que una empresa logre emitir bonos internacionales de manera exitosa.

En el país, Lagos Cortés (2013) examinó la aplicación de las prácticas de gobierno corporativo, definidas en el código de mejores prácticas corporativas (Código País), en los emisores de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante el período 2007-2011, con el objetivo de determinar si existía alguna relación entre la aplicación de dichas prácticas y el monto demandado de títulos valores por los participantes del mercado. Para tal fin, seleccionó 49 emisores de valores que hicieron 116 procesos de emisión de bonos o acciones y procesó las variables a través de dos modelos de regresión. Al respecto, encontró evidencia que soporta la existencia de una relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el monto total demandado por los inversionistas en el mercado; esta relación fue significativa y ha evolucionado en sentido positivo, en lo primordial, en los emisores no financieros. De igual manera, identificó que las prácticas de gobierno corporativo relacionadas con la junta directiva ejercen mayor influencia en la demanda de activos financieros; sin embargo, son aplicadas en menor medida por los emisores nacionales.

Por último, Benavides Franco y Mongrut Montalván (2010) estudiaron los efectos sobre el desempeño contable y las decisiones de financiamiento de las empresas colombianas después de formular un código de gobierno corporativo. Para ello, estructuraron una base de datos con información de 43 emisores colombianos para el período 1997-2006. Con posterioridad, a partir de un análisis de panel de datos no balanceado evaluaron las hipótesis de mejor desempeño y mayor apalancamiento después de emitir un código. Al respecto, encontraron que el rendimiento de los activos de las compañías después de la introducción del código mejoró en más del 1%. Además,

identificaron que el apalancamiento de las empresas aumentó, en más del 5%, cuando se incluyó la calidad del código en el análisis. Dichos resultados sugieren que la introducción de un código de gobierno corporativo es una medida efectiva en los mercados financieros.

A partir de los resultados de los anteriores trabajos, y en consonancia con la literatura financiera existente, se definieron las siguientes hipótesis de investigación:

**H1:** una mayor calidad de la gobernanza corporativa implica un mejor desempeño financiero de la empresa.

**H2:** una mayor calidad de la gobernanza corporativa está asociada con menores niveles de endeudamiento (total o financiero) de la empresa.

### **3. Metodología**

La presente investigación constituye un caso de aplicación, en el marco de las finanzas corporativas, al estudio de la relación entre el gobierno corporativo, el desempeño de la firma y la estructura de capital, en forma específica para el caso de compañías colombianas que cotizan en bolsa y hacen parte del índice bursátil Colcap. Es un estudio de tipo cuantitativo, comparativo y longitudinal que tiene como finalidad vincular temáticas contemporáneas como los índices de gobierno corporativo, el desempeño financiero de la empresa y las decisiones de financiación.

Los datos del estudio se obtuvieron de la plataforma financiera Bloomberg Professional Service (2019), que es una fuente objetiva que contiene información global y relevante para todas las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. La información respectiva de las firmas corresponde a datos anuales entre 2008 y 2018, con corte el 31 de diciembre, para un total aproximado de 121 observaciones por variable cada año.

Para medir la calidad de la gobernanza, se toma como referencia el Análisis Ambiental, Social y de Gobernanza (ESG). De acuerdo con Bloomberg L. P. (2019), los datos que componen el análisis ESG se obtienen de diversas fuentes de registros de la empresa, tales como los informes corporativos de responsabilidad social, los informes anuales y el sitio web de la empresa, lo que proporciona un panorama frente al desempeño ambiental, social y de gobernanza de la firma. De esta manera, Bloomberg cuenta con información de 11,000 empresas en más de 100 países. El índice ESG captura diferentes indicadores cualitativos y cuantitativos que los inversionistas y los analistas pueden usar para evaluar qué tan bien se está adaptando su compañía a un entorno cambiante a partir de su compromiso con la responsabilidad social, la transparencia y la rendición de cuentas.

En forma complementaria, la métrica utilizada por Bloomberg para calcular el desempeño de gobernanza se consolida en el índice GDS, que toma en cuenta siete dimensiones (remuneración, independencia, auditoría, derechos de los accionistas, diversidad de la junta directiva, atrincheramiento y *overboarding*) para cada empresa en todas las industrias, lo que permite llevar a cabo un análisis objetivo frente al comportamiento interno de las diversas firmas involucradas. El índice GDS es uno de los componentes principales para el cálculo del índice ESG.

#### **4. Definición de las variables**

La tabla 1 presenta la definición de las variables utilizadas en este documento. Como variables dependientes se tienen: la rentabilidad del activo ROA, la rentabilidad del patrimonio, ROE y los niveles de apalancamiento de las firmas (total y financiero). La variable independiente de interés es la calidad de gobernabilidad de las firmas, aproximada mediante los índices GDS y ESG.

Además, se incluyeron tres variables de control: las ventas (en logaritmos), el margen neto (en porcentaje) y la tangibilidad de los activos (en porcentaje).

**Tabla 1.** Definición de variables

<b>Variables financieras</b>	
<b>Desempeño</b>	
ROA	Utilidad neta sobre activos
ROE	Utilidad neta sobre patrimonio
<b>Endeudamiento</b>	
Endeudamiento financiero	Pasivos financieros sobre total de activos
Endeudamiento total	Total de pasivos sobre total de activos
<b>Gobierno Corporativo</b>	
ESG	Índice ambiental, social y de gobierno de Bloomberg
BDS	Índice de gobierno corporativo de Bloomberg
<b>Control</b>	
Tamaño	Logaritmo de las ventas (en millones de COP)
Tangibilidad	Activos tangibles sobre total de activos
Margen sobre ventas	Utilidad neta sobre ventas totales

Fuente: elaboración propia

#### 4.1 Modelo econométrico

La primera hipótesis para contrastar en este documento consiste en que una mejor calidad de la gobernanza corporativa en la empresa implica un mayor rendimiento de ella. Para el efecto se utilizó una especificación econométrica inspirada en los modelos plasmados en Silva y Leal (2005) y Benavides Franco y Mongrut Montalván (2010):

$$Perform_{it} = \alpha_0 + \beta_1 I_{it} + \mathbf{x}'_{it} \boldsymbol{\gamma} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

Donde  $Perform_{it}$  representa el índice de desempeño financiero de las firma, aproximado con la rentabilidad financiera ROA o la rentabilidad ROE,  $I_{it}$  representa el índice de gobernanza para una

empresa  $i$  en el momento  $t$ , aproximado mediante los índices GDS y ESG,  $\mathbf{x}'_{it}$  es un vector de controles (activos, ventas, tangibilidad y margen neto de la firma),  $\varepsilon_{it}$  un término de perturbación aleatoria y  $\alpha_0$ ,  $\beta_1$  y  $\boldsymbol{\gamma}$  son parámetros por estimar. La significancia estadística y la magnitud del parámetro  $\beta_1$  revela el impacto del  $I$  sobre el desempeño de la empresa. Además de los controles mencionados, tal como se hace en Benavides Franco y Mongrut Montalván(2010), se deben tener en cuenta los diversos choques agregados que pueden afectar de manera más o menos homogénea a las compañías, tales como el nivel de actividad económica del país (PIB), la inflación, la tasa de cambio, etc. Para ello incluyeron en el modelo efectos fijos de tiempo ( $v_t$ ), con lo que se controlaría todo factor que varíe a través del tiempo, pero no entre firmas:

$$Perform_{it} = \alpha_0 + \beta_1 I_{it} + \mathbf{x}'_{it} \boldsymbol{\gamma} + v_t + u_{it} \quad [2]$$

En este mismo sentido, es probable que existan factores no observables en la empresa que sean relevantes en la ecuación por estimar. Para controlarlos se especificó otro modelo que incluye, además de efectos fijos de tiempo, los fijos de la compañía ( $\epsilon_i$ ):

$$Perform_{it} = \alpha_0 + \beta_1 I_{it} + \mathbf{x}'_{it} \boldsymbol{\gamma} + \epsilon_i + v_t + u_{it} \quad [3]$$

Por último, la segunda hipótesis plantea que la gobernabilidad también afecta el nivel de endeudamiento de las firmas, ya sea el total o el financiero. Esta hipótesis se contrastó de manera análoga a como se hizo con las primeras dos:

$$debt_{it} = \alpha_0 + \beta_1 I_{it} + \mathbf{x}'_{it} \boldsymbol{\gamma} + v_t + u_{it} \quad [4]$$

$$debt_{it} = \alpha_0 + \beta_1 I_{it} + \mathbf{x}'_{it} \boldsymbol{\gamma} + \epsilon_i + v_t + u_{it} \quad [5]$$

Donde  $debt_{it}$  es el nivel de endeudamiento (financiero o total) de las firmas.

## 5. Resultados

La tabla 2 presenta algunas estadísticas descriptivas de las variables descritas en la tabla 1. En ella se ofrecen el número de observaciones disponibles por variable, la media, la desviación estándar y los valores extremos.

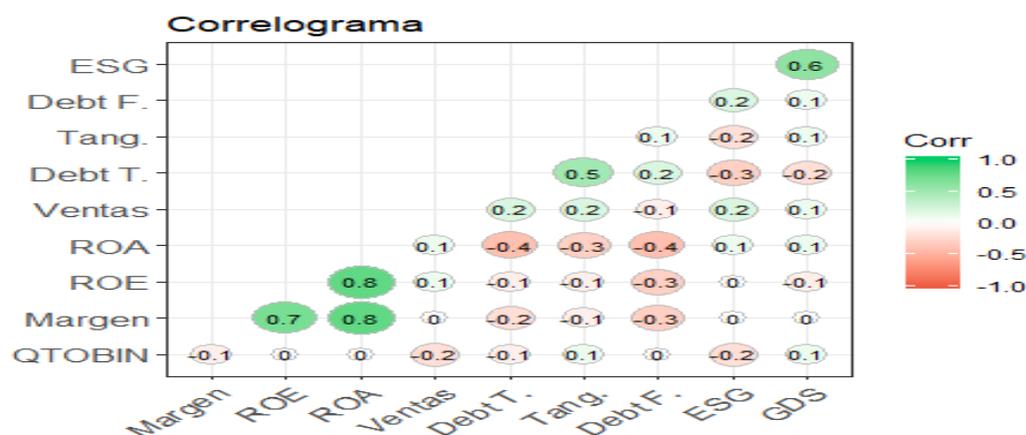
**Tabla 2.** Estadísticas descriptivas: número de observaciones (N), media, desviación estándar y valores extremos

Estadística		Desviación Valor			
descriptiva	N	Media	estándar	mínimo	Máximo
ROA	171	0.033	0.169	-0.389	0.203
ROE	171	0.105	0.707	-0.703	0.331
Endeudamiento					
total	180	0.590	0.216	0.036	0.935
Endeudamiento					
financiero	174	0.249	0.122	0.000	0.644
ESG	152	36.714	13.943	2.066	63.071
GDS	152	47.709	11.013	8.929	76.786
Ventas	168	28.228	3.417	18.703	31.931
Tangibilidad	151	0.905	0.087	0.352	1.000
Margen	166	0.091	0.152	-0.742	0.573

Fuente: elaboración propia

La tabla 3 presenta las correlaciones entre las variables. Como se puede observar, el índice GDS se correlacionó de manera negativa con el ROE y positiva con el ROA y con el endeudamiento financiero. Por otra parte, el índice ESG se correlacionó en forma negativa con la Q de Tobin y positiva con el ROA y con el endeudamiento financiero. Ambos índices se correlacionaron de manera negativa con el nivel de endeudamiento total.

**Tabla 3.** Correlaciones entre las variables objeto de estudio



Fuente: elaboración propia

Los resultados de los modelos econométricos se presentan en la tabla 4. En ella se ofrecen las ecuaciones estimadas, en las que se relacionó el desempeño de las firmas, aproximado con los ratios ROA y ROE, frente al índice de gobernanza GDS. Se vislumbra que las regresiones con la variable ROA tuvieron un poder explicativo de 67% (columna 1) y 90% (columna 2) y las efectuadas con la variable ROE de 61% y 78%, por lo que, las variables explicativas capturaron una parte importante de la variabilidad de las variables dependientes, en especial con la variable ROA. Por otro lado, las variables de control margen y tangibilidad siempre fueron significativas; el primero tuvo un coeficiente siempre positivo, mientras que el segundo lo tuvo negativo en la primera columna y positivo en las demás. Por otro lado, se encontró una relación positiva y

significativa entre el índice GDS y el ROA; sin embargo, no se halló relación significativa con el ROE.

**Tabla 4.** Desempeño de las firmas e índice de gobernanza (GDS)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	ROE	ROE
Ventas	-0.001 (0.001)	0.013* (0.007)	0.000 (0.002)	0.057*** (0.020)
Tangibilidad	-0.117*** (0.027)	0.066** (0.032)	0.179*** (0.060)	0.230** (0.097)
Margen	0.203*** (0.018)	0.268*** (0.023)	0.486*** (0.040)	0.547*** (0.068)
GDS	0.012*** (0.003)	0.005** (0.003)	-0.002 (0.006)	0.003 (0.008)
Constante	0.132*** (0.034)	-0.427** (0.187)	-0.131* (0.075)	-1.741*** (0.560)
N	121	121	121	121
r <sup>2</sup>	0.675	0.902	0.611	0.779
Efectos fijos	Tiempo	Tiempo y firmas	Tiempo	Tiempo y firmas

Notas: errores estándar entre paréntesis. \*:  $p < 0.10$ , \*\*:  $p < 0.05$ , \*\*\*:  $p < 0.01$

Fuente: elaboración propia

En la tabla 5 se presentan regresiones similares, en las que se intercambié el índice GDS por el ESG. Como se puede observar, en términos cualitativos los resultados son casi idénticos. Es decir, las variables de control tangibilidad y margen siempre fueron significativas, mientras que las ventas lo fueron en las columnas 1, 2 y 4. De nueva cuenta, el índice de gobernabilidad estuvo relacionado

en sentido positivo con el ROA, pero, una vez se controló por efectos fijos de tiempo y firmas, la relación no fue significativa con el ROE (columna 4).

**Tabla 5.** Desempeño de las firmas e índice de gobernanza (ESG)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	ROE	ROE
Ventas	-0.002** (0.001)	0.015** (0.007)	0.001 (0.002)	0.057*** (0.021)
Tangibilidad	-0.087*** (0.029)	0.086*** (0.031)	0.164*** (0.058)	0.239** (0.094)
Margen	0.223*** (0.019)	0.268*** (0.023)	0.485*** (0.038)	0.548*** (0.068)
ESG	0.006** (0.003)	0.008** (0.003)	-0.010* (0.005)	0.002 (0.010)
Constante	0.147*** (0.036)	-0.505*** (0.190)	-0.132* (0.073)	-1.752*** (0.574)
N	121	121	121	121
r <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.628	0.903	0.622	0.779
Efectos fijos	Tiempo	Tiempo y firmas	Tiempo	Tiempo y firmas

Notas: errores estándar entre paréntesis. \*:  $p < 0.10$ , \*\*:  $p < 0.05$ , \*\*\*:  $p < 0.01$

Fuente: elaboración propia

En la tabla 6 se presentan las regresiones del nivel de endeudamiento de las firmas, total y financiero. Las primeras dos columnas revelan que empresas con un mayor GDS por lo general tienden a endeudarse menos. No obstante, las columnas 3 y 4 sugieren que dicha disminución en el nivel de endeudamiento no es vía una reducción en el endeudamiento financiero, pues no se

encontró relación significativa entre el último y el DGS. Según estos resultados, la tangibilidad de los activos puede ejercer un efecto positivo, negativo o nulo (no significativo) según la columna que se examine, por lo que no se halló un resultado concluyente. Algo similar ocurrió con las ventas y el margen.

**Tabla 6.** Endeudamiento (total y financiero) e índice de gobernanza (GDS)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Endeudamiento total	Endeudamiento total	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero
Ventas	-0.001 (0.005)	0.134*** (0.029)	-0.014*** (0.004)	-0.022 (0.021)
Tangibilidad	1.711*** (0.159)	0.172 (0.137)	0.302** (0.124)	-0.178* (0.103)
Margen	0.334*** (0.107)	-0.271*** (0.097)	-0.003 (0.083)	-0.271*** (0.072)
GDS	-0.088*** (0.015)	-0.022** (0.011)	-0.003 (0.012)	-0.010 (0.008)
Constante	-0.929*** (0.198)	-3.350*** (0.795)	0.391** (0.155)	0.882 (0.594)
N	121	121	121	121
r <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.539	0.925	0.142	0.874
Efectos fijos	Tiempo	Tiempo y firmas	Tiempo	Tiempo y firmas

Notas: errores estándar entre paréntesis. \*:  $p < 0.10$ , \*\*:  $p < 0.05$ , \*\*\*:  $p < 0.01$

Fuente: elaboración propia

En la tabla 7 se presentan las mismas regresiones de la tabla 6, con el intercambio del índice GDS por el ESG. Muchos de los resultados fueron similares a los anteriores; no obstante, hubo una

diferencia importante: en la columna 3 se encontró una relación positiva y significativa entre este índice y el nivel del endeudamiento financiero.

**Tabla 7.** Endeudamiento (total y financiero) e índice de gobernanza (ESG)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Endeudamiento total	Endeudamiento total	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero
Ventas	0.012** (0.005)	0.119*** (0.029)	-0.015*** (0.004)	-0.026 (0.022)
Tangibilidad	1.438*** (0.156)	0.083 (0.130)	0.343*** (0.118)	-0.218** (0.099)
Margen	0.204** (0.103)	-0.262*** (0.094)	-0.018 (0.077)	-0.271*** (0.072)
ESG	-0.088*** (0.014)	-0.041*** (0.014)	0.035*** (0.011)	-0.015 (0.011)
Constante	-1.039*** (0.196)	-2.914*** (0.795)	0.383** (0.147)	1.033* (0.607)
N	121	121	121	121
r <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.547	0.929	0.219	0.874
Efectos fijos	Tiempo	Tiempo y firmas	Tiempo	Tiempo y firmas

Notas: errores estándar entre paréntesis. \*:  $p < 0.10$ , \*\*:  $p < 0.05$ , \*\*\*:  $p < 0.01$

Fuente: elaboración propia

## 6. Conclusiones y discusión de los resultados

Este artículo, constituye una contribución importante a la literatura financiera referente a la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño de la empresa en el marco de los mercados

emergentes. Se analizó una muestra de empresas colombianas que cotizan en bolsa y hacen parte del índice bursátil Colcap. La calidad de la gobernanza se midió por intermedio de dos índices propiedad de Bloomberg que integran variables que representan mecanismos internos y externos de gobierno corporativo. Además, se implementaron técnicas econométricas de análisis, estructuradas a partir de panel de datos no balanceados particularmente interactivos con efectos fijos de firma y año para inferir las relaciones de causalidad entre las variables objeto de estudio en aras de contar con modelos de predicción robustos que generen un mayor acervo informativo e interpretativo sobre la dinámica implícita entre el desempeño empresarial y la incorporación de sistemas de gestión.

Los resultados obtenidos permitieron evidenciar que las diferentes actividades estratégicas asociadas con una mayor calidad del gobierno corporativo son determinantes en la obtención de un desempeño organizacional efectivo. Lo anterior corroboró la hipótesis 1 del presente estudio. Los dos índices de gobernabilidad (ESG y GDS) empleados en la investigación se correlacionaron de manera positiva con la rentabilidad de las firmas, estimada a través del ROA. Además, las regresiones de los índices ESG y GDS con la variable ROA tuvieron un poder explicativo de 67% y 90% y las efectuadas con la variable ROE de 61% y 78%, por lo que se puede afirmar que las variables explicativas capturaron una parte importante de la variabilidad de las variables dependientes. Este hallazgo se suma a la amplia lista de investigaciones en el campo de las finanzas que han corroborado esta relación positiva, tanto en mercados desarrollados como emergentes. (Benavides Franco y Mongrut Montalván, 2010; Brown y Caylor, 2004; Escobar-Váquiro et al., 2016; Iqbal et al., 2019, entre otros).

La investigación encontró que las empresas con mejor calificación en los índices de gobernabilidad mantienen bajos índices de endeudamiento total, lo que reafirmó la hipótesis 2 de la investigación.

Esta relación negativa entre apalancamiento y gobierno corporativo, según Bae et al. (2010), se puede explicar en términos reputacionales, es decir, es más fuerte en compañías que tienen altos incentivos para mantener su reputación en los mercados financieros.

## Referencias

- Acero Fraile, I., y Alcalde Fradejas, N. (2012). Gobierno corporativo y rendición de cuentas: ¿existe algún efecto sobre la performance empresarial? *Revista de Contabilidad*, 15(1), 143-178. doi: 10.1016/S1138-4891(12)70041-9
- Bae, K.-H., Kang, J.-K., & Wang, J. (2010). *Employee treatment and firm leverage: a test of the stakeholder theory of capital structure*. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 130-153. doi: 10.1016/j.jfineco.2010.10.019
- Benavides Franco, J., & Mongrut Montalván, S. (2010). Governance codes: facts or fictions? A study of governance codes in Colombia. *Estudios Gerenciales*, 26(117), 85-102. doi: 10.1016/S0123-5923(10)70135-2
- Bhagat, S., Bolton, B., & Subramanian, A. (2011). Manager characteristics and capital structure: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), 1581-1627. doi: 10.1017/S0022109011000482
- Bloomberg L.P. (2019) Environmental, Social & Governance Analysis. Recuperado septiembre 9 de 2019 desde la terminal Bloomberg.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). *Corporate governance and firm performance*. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273. doi: 1016/j.jcorpfin.2008.03.006
- Buitrago Florián, H. K., y Betancourt Prieto, M. del M. (2013). El gobierno corporativo como pilar fundamental para la sostenibilidad de la economía. *Gestión & Desarrollo*, 10(1), 195-205. Recuperado de <https://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/gyd10-cap11.pdf>

- Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiyagarajan, S. (2017). Firm characteristics, corporate governance and capital structure adjustments: a comparative study of listed firms in Sri Lanka and India. *IIMB Management Review*, 29(4), 245-258. doi: 10.1016/j.iimb.2017.10.002
- Castro V., R. M., y Cano C., M. A. (2004). Buen gobierno corporativo, solución a la crisis de confianza: cambios en la contabilidad y la auditoría, aporte de los estándares internacionales, apuntes de la comparación de los casos Parmalat-Enron. *Revista Contaduría de la Universidad de Antioquia*, 44, 17-51. Recuperado de <https://aprendeenlinea.udea.edu.co/revistas/index.php/cont/article/view/25665>
- Chang, Y.-K., Chou, R. K., & Huang, T.-H. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: new evidence. *Journal of Banking & Finance*, 48, 374-385. doi: 10.1016/j.jbankfin.2014.04.026
- Escobar-Váquiro, N., Benavides-Franco, J., & Perafán-Peña, H. F. (2016). Corporate governance and financial performance: theoretical concepts and empirical evidence. *Cuadernos de Contabilidad*, 17(43), 203-254. doi: 10.11144/Javeriana.cc17-43.gcdf
- Hölmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10, 74-91. doi: 10.2307/3003320
- Iqbal, S., Nawaz, A., & Ehsan, S. (2019). Financial performance and corporate governance in microfinance: evidence from Asia. *Journal of Asian Economics*, 60, 1-13. doi: 10.1016/j.asieco.2018.10.002
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X

- Lagos Cortés, D. (2013). Análisis de las prácticas de gobierno corporativo en la Bolsa de Valores de Colombia. *Ad-Minister*, (23), 25-43. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5412985>
- Méndez-Beltrán, J. A., y Rivera-Rodríguez, H. A. (2015). Relación entre gobierno corporativo y posicionamiento organizacional: instituciones de educación superior en América Latina. *Educación y Educadores*, 18(3), 435-455. doi: 10.5294/edu.2015.18.3.4
- Mertzanis, C., Basuony, M. A. K., & Mohamed, E. K. A. (2019). Social institutions, corporate governance and firm-performance in the MENA region. *Research in International Business and Finance*, 48, 75-96. doi: 10.1016/j.ribaf.2018.12.005
- Núñez Reyes, G., y Oneto, A. (coords.) (2015). Corporate governance in Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru: the determinants of risk in corporate debt issuance. Documentos de proyectos N° 654 (LC/W.654), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Recuperado de <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/37721>
- Núñez Reyes, G., Perrotini Hernández, I, y López-Herrera, F (2018). Gobierno corporativo y deuda internacional de empresas latinoamericanas. *Revista CEPAL*, 126, 31-45. Recuperado el 11 de diciembre de 2019 de <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/44301>
- Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD (2004). OECD principles of corporate governance. París: OECD. Recuperado de [www.oecd.org: http://www.oecd.org/daf/ca/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm](http://www.oecd.org/daf/ca/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm)
- Paz-Ares, C. (2004, enero). *El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor*. Barcelona: InDret, working paper N° 82. Recuperado de [http://www.indret.com/pdf/182\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/182_es.pdf)

Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: a resource dependence perspective*. Nueva York, NY: Harper & Row

Silva, A. L. C. da, y Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18. Recuperado de <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/1143>