

**Análisis De La Relación Entre Gobierno Corporativo Y Las Decisiones De Financiación De
Compañías colombianas Durante 2014 - 2019**

Claudia Torres Reyes

Andrea Torres Reyes



Corporación Universitaria Autónoma del Cauca
Facultad De Ciencias Administrativas, Contables y Económicas
Programa de Administración de Empresas
Popayán
2022

**Análisis De La Relación Entre Gobierno Corporativo Y Las Decisiones De
Financiación De Compañías colombianas Durante 2014 - 2019**

Claudia Torres Reyes

Andrea Torres Reyes

**Trabajo De Grado Presentado Como
Requisito Parcial Para Optar Al Título De
Administrador de Empresas**

Director

Jorge Eduardo Orozco Álvarez

**Corporación Universitaria Autónoma del Cauca
Facultad De Ciencias Administrativas, Contables y Económicas
Programa de Administración de Empresas
Popayán
2022**

NOTA DE ACEPTACIÓN

El Director y Jurados del Trabajo titulado “Análisis De La Relación Entre Gobierno Corporativo Y Las Decisiones De Financiación De Compañías colombianas Durante 2014 - 2019”, elaborado por Claudia Torres Reyes y Andrea Torres Reyes, una vez revisado el escrito final y aprobada la sustentación de este autorizan para que realicen las gestiones administrativas correspondientes a su título profesional.

Mg Jorge Eduardo Orozco Álvarez

Director

Javier Solarte Camayo

Jurado

Wilson Noé Garcés

Jurado

Popayán, abril de 20

CONTENIDO

	Pág.
RESUMEN	9
INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO 1 PROBLEMA	3
1.1. Planteamiento del problema	3
1.2. Justificación	4
1.3. Objetivos	5
1.3.1. Objetivo general	5
1.3.2. Objetivo específico	5
CAPITULO 2 MARCO TEÓRICO	6
2.1. Antecedentes	6
2.2. Bases teóricas	11
2.2.1. Hipótesis de Eficiencia del Mercado	11
2.2.2. Teoría de portafolios	13
2.2.3. Análisis del Gobierno Corporativo	16
2.2.4. Análisis Financiero	18
CAPITULO 3 METODOLOGÍA	20
3.1. Coeficiente de Correlación de Pearson	21
3.2. Datos	22
3.2.1. Bancolombia	22
3.2.2. Ecopetrol	24
3.2.3. Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P	27
3.2.4. Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	31
3.2.5. Banco de Bogotá.	33
CAPITULO 4 RESULTADOS	35
4.1. Evolución de las prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia.	35
4.2. Estimación de la relación de la calidad de las prácticas de gobierno corporativo en el desempeño financiero y las decisiones de financiación de empresas que cotizan en Bolsa de Valores de Colombia durante el periodo de estudio.	38
4.3. Interpretación de los resultados de la investigación desde el punto de vista de las practicas del Gobierno Corporativo.	43

CAPITULO 5 Conclusiones	45
Bibliografía	47
Anexo	51

LISTA DE TABLAS

	Pág.
Tabla 1.	31
Tabla 2.	33
Tabla 3.	39
Tabla 4.	39
Tabla 5.	39
Tabla 6.	39
Tabla 7.	40
Tabla 8.	41
Tabla 9.	42
Tabla 10.	42
Tabla 11.	42
Tabla 12.	43
Tabla 13.	51
Tabla 14.	51
Tabla 15.	51
Tabla 16.	52
Tabla 17.	52

LISTA DE ILUSTACIONES

	Pág.
Ilustración 1.	23
Ilustración 2.	24
Ilustración 3.	26
Ilustración 4.	26
Ilustración 5.	29
Ilustración 6.	30
Ilustración 7.	31
Ilustración 8.	32
Ilustración 9.	33
Ilustración 10.	34

LISTA DE ANEXOS

	Pág.
Anexo 1. Estadísticas Descriptivas por Empresa	51

RESUMEN

La sostenibilidad corporativa se ha consolidado en un enfoque de liderazgo y gestión efectivo para configurar un entorno de confianza, transparencia y plena información necesaria para fortalecer la integridad de los negocios y el bienestar, especialmente en regiones como América Latina, donde la mayoría de los países dependen en forma creciente del compromiso del sector privado frente a la sociedad. En ese sentido, el presente trabajo estudia la relación entre la calidad de las prácticas de gobernanza, el desempeño empresarial y las decisiones de financiamiento de cinco empresas colombianas que cotizan en bolsa. Se hace uso de información histórica de carácter público obtenida de Bloomberg, comprendida entre 2014 y 2019. Los resultados revelan que las prácticas GDS adoptadas por las firmas nacionales en general no conllevan a un mejor funcionamiento de su entorno y frente a sus grupos de interés y por ende, a un mejor desempeño empresarial en el tiempo.

Palabras claves:

Gobierno Corporativo, Bolsa de Valores, Coeficiente de Correlación, Desempeño Empresarial

ABSTRACT

Corporate sustainability has been consolidated into an effective leadership and management approach to shape an environment of trust, transparency and full information needed to strengthen business integrity and well-being, especially in regions such as Latin America, where most countries are increasingly dependent on private sector engagement with society. In this sense, this work examines the relationship between the quality of governance practices, business performance and financing decisions of five Colombian publicly traded companies. Public historical information, obtained from Bloomberg, is used between 2014 and 2019. The results reveal that GDS practices adopted by national firms in general do not lead to a better functioning of their environment and in the face of their stakeholders, and therefore to better business performance over time.

Keywords:

Corporate Governance, Stock Exchange, Correlation Coefficient, Business Performance

INTRODUCCIÓN

Según (Wilson, 2003) la sostenibilidad corporativa se precisa como un paradigma de gestión empresarial fundamentalmente nuevo y en constante evolución, que se erige como un complemento estratégico al modelo tradicional de crecimiento y maximización de beneficios. Si bien la sostenibilidad corporativa reconoce que el crecimiento y la rentabilidad corporativa son resultados esenciales para el devenir organizacional, también requiere que la firma incorpore objetivos sociales, relacionados con el desarrollo sustentable, los grupos de interés y la responsabilidad corporativa. Para (Kantabutra & Ketprapakorn, 2020) la sostenibilidad corporativa configura un enfoque de liderazgo y gestión, que adopta una corporación para crecer de manera rentable y al mismo tiempo generar resultados sociales, ambientales y económicos; propiciando transformaciones organizacionales hacia una cultura organizacional alineada con la visión y los valores organizacionales que propician el desarrollo de prácticas de sostenibilidad corporativa, la implementación de sistemas de evaluación y desempeño en términos de sostenibilidad y mecanismos efectivos para la divulgación de la información.

De acuerdo con (Epstein & Buhovac, 2014), hoy en día las compañías líderes del mercado han reconocido la importancia crítica que tiene el administrar y controlar el desempeño corporativo de carácter social y ambiental. Al respecto han valorado los efectos integrales de sus acciones, desarrollando una declaración de sostenibilidad corporativa y realizado progresos hacia la definición de una política que confronte dicha problemática.

Adicionalmente, han establecido sistemas mejorados para costeo, presupuestario del capital, evaluaciones de desempeño o diseño de producto y desarrollado programas que incluyen la sostenibilidad en la toma de decisiones a nivel táctico, operacional y estratégico. Aunque

resulta evidente que en muchos casos los impulsos que lideran la estrategia de implementación de la sostenibilidad provienen de presiones externas tales como regulación gubernamental, exigencias del mercado, acciones de los competidores o presiones de organizaciones no gubernamentales (ONG).

CAPITULO 1 PROBLEMA

1.1. Planteamiento del problema

La literatura especializada en torno a los análisis sobre gobernanza a nivel de mercados desarrollados ha tomado gran importancia, pues es a través de las ciencias empresariales el canal por donde se explore las relaciones en el contexto propio de los mercados emergentes cuya dinámica empresarial, vigilancia institucional de los mercados y tamaño hace que el patrón de regulación o autorregulación sea muy heterogéneo.

Es así, que el Gobierno Corporativo se concibe como un sistema de gestión que permite que los procesos administrativos sean eficientes en las empresas, buscando mejorar la confianza de los grupos de interés y así los resultados a futuro (Méndez-Beltrán & Rivera-Rodríguez, 2015). Con base en este planteamiento, (Castro & Cano, 2004) señalan que el principal objetivo de la teoría del Gobierno Corporativo es incrementar la confianza de los interesados y eliminar las gestiones fraudulentas de las empresas.

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 se sientan parte del seguimientos y control de las dinámicas de las empresas (Acero & Alcalde, 2012)

La evidencia empírica en las economías y mercados globales sugiere que aquellas empresas que gestionan adecuadamente sus grupos de interés permitiendo que fortalezcan, cumplan y divulguen sus políticas de gobernanza; logran una mayor efectividad y credibilidad institucional. En ese sentido el estudio del Gobierno Corporativo y su efecto en el desempeño de la empresa en mercados desarrollados y emergentes se ha convertido en una preocupación

recurrente para los académicos e investigadores en el campo de la gestión y las finanzas corporativas.

De aquí que el interés y la preocupación de las empresas por mejorar el desempeño financiero, reducir los niveles de riesgo y generar confianza ha soportado que busquen contar con un sistema de Gobierno Corporativo que les permita organizar, gestionar y mejorar sus resultados en diferentes niveles (administrativo, organizacional, financiero, operativo, humano, entre otros) con miras a incrementar la valoración en el mercado.

Bajo este contexto, el Gobierno Corporativo como estrategia de generación de valor de las empresas en el mercado es un tema que ha sido discutido desde diferentes escenarios y contextos, dando lugar a diversas reflexiones de nivel local, nacional e internacional, pero se precisa considerar un estudio a partir de escenarios específicos, como es el caso de Colombia.

Por ello, es válido preguntarse ¿qué relación existe entre gobierno corporativo y las decisiones de financiación de compañías colombianas durante 2014 – 2019?

1.2. Justificación

La puesta en marcha de esta investigación, permite brindar un apoyo en la solución de la necesidad de conocer con mayor detalle cómo inciden las dinámicas de Gobierno Corporativo frente al desarrollo y evolución de las empresas, considerando no sólo aspectos administrativos y operativos sino esencialmente sus beneficios a nivel financiero, puesto que un adecuado diseño e implementación del Gobierno Corporativo se postula como base fundamental para la creación de valor de la empresa.

Teniendo en cuenta lo anterior, este análisis resulta pertinente en el desarrollo de políticas de inversión en el mercado bursátil, es así como resulta importante para analistas de mercados,

inversores, gerentes y demás agentes económicos como una alternativa adicional en las apuestas por generación de ganancias extra del capital.

Finalmente, la aplicación práctica de los conocimientos de administración financiera y gerencial, conjugados con el análisis y caracterización del mercado bursátil nacional en términos de la estructura de prácticas de gobierno corporativo nos permitirá adoptar una posición crítica y estructurada frente al comportamiento gerencial y la relación con los factores generadores de valor de las empresas.

Para este proyecto se aplicaron conocimientos y herramientas económico-financieras adquiridas en la Corporación Universitaria Autónoma del Cauca durante el programa de pregrado de Administración de Empresas.

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo general

Analizar la relación que existe entre la calidad de las prácticas de Gobierno Corporativo y las decisiones de financiación de las compañías colombianas que cotizan en la bolsa durante el periodo comprendido entre los años 2014 a 2019

1.3.2. Objetivo específico

- Identificar la evolución de las prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia.
- Estimar la relación de la calidad de las prácticas de gobierno corporativo y las decisiones de financiación de empresas que cotizan en Bolsa de Valores de Colombia durante el periodo de estudio.
- Interpretar los resultados y formular conclusiones de la investigación desde el punto de vista del Gobierno Corporativo.

CAPITULO 2 MARCO TEÓRICO

2.1. Antecedentes

(Brown & Caylor, 2004) diseñaron un índice con el cual lograrían medir la calidad del gobierno corporativo de una compañía y los posibles riesgos, el Gov-Score se basa en cincuenta y un factores referentes a la gobernanza tanto interna como externa, que abarcan ocho áreas, entre las que se encuentran: auditoría, compensación y Consejo de Administración, áreas muy relevantes en el contexto del gobierno corporativo.

(Silva & Leal, 2005) investigaron la relación entre la calidad de las prácticas de gobierno corporativo de una empresa, su valoración y el desempeño, a través de la construcción de un amplio índice de gobierno corporativo específico de la empresa para las empresas que cotizan en Brasil. Los resultados empíricos indican un alto grado de propiedad y concentración de control, así como, una diferencia significativa entre el voto y el capital total de los accionistas más grandes, principalmente a través de la existencia de acciones sin derecho a voto.

(Black, de Carvalho, & Gorga, 2012) indagaron si las prácticas de gobierno corporativo son universales o, por el contrario, dependen de las características del país y de la empresa. Para ello, en primera instancia llevaron a cabo un estudio de caso de Brasil, en el que documentaron las prácticas de gobierno de las empresas brasileñas y su efecto en el valor de mercado a fines de 2004; luego evaluaron los puntos en común y las diferencias entre los cuatro principales mercados emergentes: Brasil, India, Corea y Rusia. Específicamente, encontraron que la gobernanza predice el valor de mercado para las empresas no manufactureras (pero no manufactureras), las empresas pequeñas (pero no grandes) y las empresas de alto crecimiento (pero no de bajo crecimiento). Estos resultados del análisis multipaís sugieren que las

características de los países influyen fuertemente en qué aspectos de la gobernanza predicen el valor de mercado de la empresa y en qué empresas se encuentra esa asociación.

(Escobar-Váquiro, Benavides-Franco, & Perafán-Peña, 2016) profundizan en la definición y asegurara que el gobierno corporativo, la transparencia y la rendición de cuentas son más que un simple conjunto de normas que deben ser cumplidas y la definen como una disciplina empresarial vital para poder mantener relaciones estables y productivas entre quienes hacen parte de una organización y que constituyen los ingredientes claves para la buena salud de las organizaciones. De allí la importancia de demostrar la relación que existe entre la creación de valor de las empresas con las buenas prácticas de gobierno corporativo.

(Lunardi, Becker, Maçada, & Dolci, 2014) analizaron si las compañías brasileñas que adoptaron mecanismos de gobierno de tecnologías (TI) de la información mejoraron su desempeño financiero, empleando comparativamente indicadores de desempeño previos y posteriores a la adopción. Bajo esa perspectiva, utilizaron el método de estudio de eventos para verificar si compañías en el mismo sector económico, formalmente involucradas en el desarrollo de prácticas relacionadas con el gobierno de TI presentaron una mejor evolución que las empresas que no lo implementaron. El universo de muestra se definió como todas las empresas brasileñas que cotizaban en la Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), para un total de 405 empresas. Al respecto, descubrieron que las compañías que adoptaron prácticas de gobierno de TI mejoraron su desempeño en comparación con el grupo de control, particularmente en relación con la rentabilidad. Además, identificaron que los efectos de la adopción de mecanismos de gobierno de TI en el desempeño financiero fueron más pronunciados en el año posterior a la adopción que en el mismo año en que se adoptaron.

(Catapan & Colauto, 2014) realizaron una investigación con el fin de examinar si existe una relación entre el gobierno corporativo y el desempeño financiero de las empresas brasileñas que cotizan en bolsa (BM & FBOVESPA), teniendo en cuenta los años 2010–2012. Por medio de regresiones con datos de panel para analizar la relación, los resultados mostraron una relación directa entre el valor de mercado percibido de las empresas y el nivel de divulgación. Este resultado ilustra que cuanto mayor es la divulgación de la información, más alto es el valor de mercado de las empresas para la muestra seleccionada. Además de la relación significativa entre el valor de mercado y el gobierno corporativo, se encontró una relación entre el Índice de Gobierno Corporativo y dos variables: la Q de Tobin y rendimiento de los activos.

(Hamidu, Haron, & Amran, 2015) aporta varias definiciones debido a la variación del propósito de esta, entre los principales se encuentran el cumplimiento de las obligaciones para con la comunidad que rodea a la empresa, firma, organización o corporación, la construcción de la reputación corporativa y el desarrollo social.

(Wang, Tong, Takeuchi, & George, 2016) establecen que para comprender el entorno institucional de la RSC es importante aceptar que es un fenómeno social que no es independiente del contexto institucional de la empresa, porque examina las actividades sociales corporativas y su influencia sobre las empresas y todas sus partes interesadas.

(Galvis Romero, Morales Russi, Palomino Olaya, & Pérez, 2010) ha encontrado una relación positiva entre gobierno corporativo y creación de valor, así como (Barnuevo Vargas, Díaz Bardales, Elejalde Milart, & Taipe Pazos, 2016), utilizan diversos indicadores de gestión como métodos de valoración. Sin embargo, hasta el momento no se han realizado estudios para medir el valor creado mediante los valores de la cotización de las acciones.

(Quintero, Freire, García, Salazar, & Delgado, 2017) analizaron la relación del índice de gobierno corporativo y el desempeño financiero de las empresas, que generaron emisiones en la Bolsa de Valores de Guayaquil en el periodo 2013.

Mediante la estrategia de investigación no experimental a través del levantamiento de información primaria a 70 empresas, y utilizando una modelación probit para medir la incidencia probabilística acerca del retorno financiero, encontraron que un aumento en el nivel de gobierno corporativo incrementa la probabilidad de obtener un rendimiento financiero superior al promedio del mercado.

(Pillai & Al-Malkawi, 2018) examinaron el impacto de los mecanismos internos de gobierno corporativo en el desempeño de la empresa en los países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG). El estudio utilizó un conjunto de datos de panel a nivel de empresa de 349 compañías financieras y no financieras que cotizaron en las bolsas de valores de los países del CCG para el período 2000-2015. Para ello, se desarrolló un modelo empírico basado en trece hipótesis de investigación comprobables y el método de mínimos cuadrados generalizados (GLS) se utilizó para estimar los parámetros del modelo. Los resultados señalan que las variables de gobernanza como las participaciones gubernamentales, el tipo de auditoría, el tamaño de la junta, la responsabilidad social corporativa y el apalancamiento afectan significativamente el desempeño financiero en la mayoría de los países del CCG.

(Jara, López-Iturriaga, San Martín, & Saona, 2019) analizaron el efecto de la concentración de la propiedad sobre el valor de la empresa en las seis economías más grandes de América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú durante el período 2000-2015, contrastando esta variable frente al papel moderador de la disputabilidad del control y el marco institucional de la gobernanza corporativa. La base de datos combinó series de tiempo con

datos de sección transversal, por consiguiente, el análisis explicativo se apoyó en estimaciones de datos de panel. En términos metodológicos, primero identificaron los problemas específicos de gobierno corporativo que enfrentan las empresas familiares en comparación con sus contrapartes no familiares. En segundo lugar, examinaron una muestra internacional que permitió incluir factores del entorno institucional que podrían dar forma a la relación entre la estructura de propiedad y el valor de la empresa.

Al respecto, demostraron que cuando aumenta la distribución de poder entre varios accionistas grandes (disputabilidad), se mejora el desempeño financiero de las firmas. Más interesante aún, encontraron que estas relaciones son más significativas en las empresas familiares, lo que subraya la relevancia de impugnar el control en este tipo de empresas. También encontraron que el marco legal atenúa el impacto del equilibrio de propiedad. En conjunto, los resultados confirmaron la importancia de estructuras de propiedad equilibradas para evitar simultáneamente los problemas de una concentración excesiva y una dispersión demasiado extendida, creando un escenario más favorable para aumentar el valor de las empresas.

(Baldeón Zapata & Bazán Pino, 2020) analizaron la relación entre la Responsabilidad Social Empresarial y el Gobierno Corporativo de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, para ello tomaron los estados financieros de las empresas que cotizan en la BVL durante el periodo comprendido entre el 2013 a 2017; aplicando análisis estadístico y econométrico, concluyen que el modelo de Waddock & Graves no muestra resultados similares al modelo presentado en esta investigación. Esto se debe en gran medida, a las características propias de las empresas analizadas, además del uso de variables de corto plazo (ROE, ROA y ROS) con poca variabilidad, puesto que la falta de información limitó a cinco años el periodo de estudio.

(Capela Borralho, Gallardo-Vázquez, Hernández-Linares, & Choban de Sousa Paiva, 2020) analizan la calidad de la información financiera de las empresas españolas, comparando las empresas familiares y las no familiares, frente a la calidad de las prácticas de gobierno corporativo, utilizando una muestra de 650 empresas españolas durante el período 2011-2016, encontraron que una mayor calidad de la información financiera en las empresas familiares tiene una relación reforzada por los factores de gobierno corporativo.

2.2. Bases teóricas

La teoría financiera se consolidó a finales del siglo anterior con el desarrollo de tres pilares en paralelo, los teoremas Modigliani-Miller y la teoría del portafolio por un lado y por otro, siendo un análisis más sistémico, la teoría de la hipótesis de los mercados eficientes. En definitiva, un elemento común de estos tres elementos son las aplicaciones de la teoría del equilibrio general de Arrow – Debreu, todos estos aportes en el marco del análisis de las Finanzas Corporativas.

El presente trabajo, se relaciona más estrechamente con las implicaciones que traen consigo el posible cumplimiento de los problemas de agencia, desarrollados en la Teoría de la Agencia desarrollada por Jensen y Meckling en 1976; Bajo este entendido se realiza un paneo sobre las teorías pilares en el análisis de las Finanzas Corporativas, que desencadenan en conjunto el análisis de Agencia.

2.2.1. Hipótesis de Eficiencia del Mercado

La hipótesis de eficiencia del mercado accionario en su forma general, sostiene que los precios de las acciones incorporan rápidamente toda la información disponible, es decir, que intentar predecir el movimiento de los precios a futuro con su información pasada para la construcción de estrategias de inversión resultaría un fracaso.

Según el contenido de la información presente en el mercado se pueden hacer tres distinciones de la hipótesis de eficiencia: débil, semi-fuerte, y fuerte. La hipótesis débil afirma que los precios de las acciones reflejan la información básica presente en el mercado, es decir los datos históricos de precios y volúmenes transados, ocasionando que un inversionista por medio de análisis técnico, por ejemplo, no pueda predecir el comportamiento a futuro del precio de la acción. (Al-jafari, 2013).

La hipótesis semi-fuerte, establece que los precios de las acciones reflejan toda la información pública presente en el mercado, es decir, no solo el comportamiento pasado de las series de precios y volúmenes transados, sino también la información financiera y contable de la empresa, la economía y toda información pública relevante para la valoración de las acciones, por lo tanto el análisis fundamental que se basa en dicha información quede obsoleta para la predicción de los movimientos futuros de precios (Zablotsky, 2001). Finalmente, la hipótesis fuerte, reconoce que los precios de las acciones ya tienen incorporada tanto la información pública antes descrita como la información privada referente a la empresa.

De catalogarse los mercados como eficiente en cualquiera de sus definiciones, “una estrategia de inversión pasiva; es decir, comprar y conservar un fondo de inversiones que replique el índice del mercado resultaría óptimo” (Zablotsky, 2001, pág. 15). La teoría de la

caminata aleatoria esta intrínsecamente relacionada con la hipótesis de eficiencia en el mercado, puesto que los precios poseen este comportamiento aleatorio cuando los mercados son eficientes.

De esta manera, comprobar el comportamiento de caminata aleatoria de las series financiera resulta importante no solo en el análisis del cumplimiento de la hipótesis de eficiencia informacional en la posible búsqueda de rendimiento extraordinarios sino, en el análisis del comportamiento que las decisiones de tipo privado pueden generar los directivos de las empresas en el desarrollo de las políticas de gobierno corporativo.

2.2.2. Teoría de portafolios

Esta teoría parte de una premisa de que los inversionistas buscan optimizar la rentabilidad de sus inversiones y rehúyen del riesgo; se puede afirmar que esta teoría supone un antes y un después en la historia de la inversión, pues por mucha rentabilidad que genere un activo o un conjunto de ellos, si la probabilidad de pérdidas es alta pierde sentido generar expectativas de rentabilidad esperada elevadas.

Sin embargo, durante una década estos aportes fueron nulos, por dos razones; primero, la escasa importancia que el mercado accionario tenía en el mercado financiero y, en segundo lugar, la complejidad de la solución propuesta sólo sería resuelta en la medida en que se daba el desarrollo de la computación, por consiguiente, el reconocimiento de su trabajo ocurre en 1990 con el otorgamiento del premio nobel.

Por tanto, Markowitz agrega “Dado que el futuro no se conoce con certidumbre, deben descontarse los rendimientos esperados o anticipados” (Romero Moreno, 2011, pág. 3), es aquí donde aparece el concepto de distribución de probabilidad a lo que Markowitz determina un

análisis basado en una regla simple “el inversionista considera deseable el retorno esperado e indeseable la varianza de estos retornos” (Romero Moreno, 2011, pág. 8).

Además, agrega el principio de diversificación¹, esta es la base donde los inversores generalmente prefieren mantener portafolios de activos en vez de activos individuales, debido a que ellos no tienen en cuenta solamente los retornos de dichos activos sino también el riesgo de estos.

Anterior al trabajo de (Markowitz, 1952), los inversores solamente prestaban atención en maximizar el nivel esperado de retornos. Si esto era lo que hacían, entonces un inversor calcularía simplemente el grado esperado de rendimientos de un conjunto de activos y luego invertirá todo su dinero en aquel activo que proporcione la mayor rentabilidad esperada; al desarrollar Markowitz Un modelo basado en la relación entre la tasa de rentabilidad y el riesgo esperado de un portafolio, afirmó que, para cualquier nivel de riesgo, los inversionistas prefieren las altas tasas de rentabilidad a las bajas y, para cualquier nivel de rentabilidad, buscan el menor riesgo por tal afirmación, en el trabajo de selección de inversiones, Markowitz demostró que los inversores deberían actuar de un modo totalmente diferente.

Los inversores deben optar por portafolios de varios activos en vez de invertir en un solo activo. Siguiendo este consejo de mantener un portafolio de activos (Diversificación) un inversor puede reducir el nivel de riesgo al cual está exponiéndose, mientras que mantiene el nivel esperado de rentabilidad. Además, en su teoría enfatiza que la cantidad de activos no hacen un portafolio diversificado, dado que, si corresponden a la misma industria los beneficios de

¹ Por diversificación se entiende invertir en más de un activo, con el fin de reducir el nivel de riesgo asociado con los factores específicos de una compañía, a los cuales se estaría expuesto en el caso de invertir en uno solo activo.

diversificación no se obtendrán, pues estos activos tendrán posiblemente el mismo comportamiento haciendo que la rentabilidad y riesgo se comporten igual independientemente de las cantidades de activos de la misma industria.

Para poder integrar una cartera de inversión equilibrada lo más importante es la diversificación, de esta forma se reduce la variación de los precios. La idea de la cartera es entonces, diversificar las inversiones en diferentes mercados y plazos para así disminuir las fluctuaciones en la rentabilidad total de la cartera y por lo tanto el riesgo. El diversificar ampliando el número de activos en los que se invierte ayuda a reducir el riesgo, pero es claro que nunca se llegará a eliminar este riesgo por completo; siempre existirán factores macroeconómicos que afectan a todas las industrias, hecho que implica una exposición permanente al riesgo, que no es diversificable. Pero también es importante anotar un número elevado de activos en una cartera, pueden ser difíciles de gestionar, siendo así que el número óptimo de activos depende de la capacidad de gestión del riesgo del inversionista.

La cartera se conforma en virtud de la tolerancia al riesgo de cada inversor en particular, elegir el máximo nivel de retorno esperado dependerá del nivel de riesgo escogido, generalmente, se supone que la varianza de una serie financiera es homocedástica. Sin embargo, en los mercados financieros es muy difícil encontrar este comportamiento, por el contrario, las series financieras tienen frecuente el fenómeno de heterocedasticidad, fenómeno en el que se presentan periodos de alta turbulencia seguidos de periodos de relativa calma o estabilidad (Crespo & Fernandez, 2008).

En conclusión y en términos prácticos, la teoría de portafolios plantea que los inversionistas buscan obtener rentabilidades altas con el menor riesgo posible, riesgo que puede

ser incrementado indirectamente por posibles comportamientos anómalos provenientes de la presencia de problemas de agencia en las empresas.

2.2.3. Análisis del Gobierno Corporativo

Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) el gobierno corporativo es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas, de esta manera, la estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa.

El gobierno corporativo también provee la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño; Una mirada funcional del gobierno corporativo la da (Merton & Bodie, 1995) este enfoque reconoce que los servicios financieros tienen muchas formas, pero que si están desagregados, pueden tener altas similitudes. Además, este enfoque distingue seis funciones de los gobiernos corporativos: poner en marcha los recursos y dividir las acciones, transferir recursos a través del tiempo y el espacio, manejar riesgos, generar y proveer información, lidiar con problemas de incentivos y resolver competencias generadas por las riquezas corporativas.

El propósito es alinear lo más cerca posible los intereses de los individuos, corporaciones y sociedad, el gobierno corporativo le concierne mantener el balance entre objetivos económicos y sociales, así como, los propósitos individuales y comunales. Igualmente, (Castro & Cano, 2004) señalan que el objetivo central de la teoría del gobierno corporativo es incrementar la confianza y credibilidad de los grupos interesados y eliminar las gestiones fraudulentas en las organizaciones.

En el 1976, Jensen y Meckling, definen la teoría de la agencia como un contrato en la cual sus propietarios contratan a otras personas para que realicen ciertas actividades en su nombre que no pueden o quieren realizarlas, lo que implica delegación de poder, de cierta forma empoderamiento de las actividades del agente o contratista, y un costo por su labor.

Teniendo en cuenta lo anterior, (Rivas de Alexis & Alexis, 2020) afirman que la teoría asume la existencia de información asimétrica entre los directivos y propietarios/accionistas, asumiendo diferentes niveles de aversión al riesgo derivado de la practica productiva de la empresa. La existencia de asimetría en la información se refiere a que los propietarios no conocen todas las prácticas en tiempo real que los directivos realizan y si están actuando en concordancia con los objetivos planteados.

Esta asimetría de información, junto a prácticas oportunistas, “puede configurarse en una búsqueda del interés propio con dolo, por lo cual, permite identificar dos aspectos de un Problema de Agencia: el Riesgo Moral y la Selección Adversa” (Rivas de Alexis & Alexis, 2020, pág. 9) .

Es así como el riesgo moral aparece cuando un comportamiento oportunista propiciaría que las directivas asuman conductas o acciones que cuyos costos o consecuencias negativas que puedan acarrear estas prácticas, sean soportados por los accionistas. De otro lado, la selección adversa es el resultado de la falta de competencia o capacidad del gerente para realizar las actividades que le designa los propietarios.

Dado lo anterior, resalta a la vista la estrecha relación que existe entre las prácticas de gobierno corporativo y a la Teoría de la Agencia, pues al tratar de alcanzar el máximo beneficio posible asociado a los niveles de riesgo intrínsecos de la actividad productiva, “proveen a los propietarios de mecanismos que permiten establecer normas encaminadas a la minimización de

conflictos de interés, la consecuente mejora y transparencia en la toma de decisiones y por ende, elevar los niveles de desempeño financiero” (Escobar, Perafán, & Benavides, 2016, pág. 1)

2.2.4. Análisis Financiero

El análisis financiero es una herramienta de tipo cuantitativo que facilita el estudio objetivo de los estados financieros de una compañía con el fin de comparar y establecer las relaciones existentes entre los diferentes tipos de cuentas contables y observar los principales cambios en la situación financiera suscitados por los resultados de las distintas operaciones de la empresa.

La interpretación de la información contable, mediante el análisis financiero, permite a la gerencia medir el progreso actual comparando los resultados alcanzados con las operaciones planeadas y los respectivos controles aplicados, además, suministra información sobre la capacidad de pago, el nivel de endeudamiento, y la rentabilidad brindando retroalimentación sobre las fortalezas o debilidades organizacionales desde la perspectiva financiera.

Lo anterior, facilita la comprensión de la situación económica de la empresa y optimiza el proceso de toma de decisiones. En un estudio reciente, (Bodie, Kane, & Marcus, 2004) aseveran que si bien existen ciertas limitaciones al análisis de los estados financieros, los inversores pueden utilizar dicha información como input en el análisis de valoración de las acciones, por tal razón, los datos contables siguen siendo útiles para valorar las perspectivas económicas de la empresa.

2.2.4.1. Endeudamiento

El endeudamiento o apalancamiento financiero, muestra el grado en que se utilizan los recursos de terceros obtenidos a través de deuda para financiar las actividades de la empresa y sostener o aumentar su capacidad operativa. El endeudamiento puede ser de dos tipos: de corto

plazo (cuando las obligaciones son exigibles en un periodo menor de un año) o largo plazo (cuando las obligaciones son exigibles en un periodo mayor de un año).

Fuentes del endeudamiento a corto plazo: entre las fuentes más comunes de financiamiento a corto plazo tenemos las cuentas por pagar a proveedores, pasivos acumulados (impuestos por pagar, pasivos laborales, acreedores varios, y anticipos, entre otros) y obligaciones financieras de corto plazo. Los pasivos de corto plazo conforman la estructura corriente de la empresa.

Fuentes del endeudamiento a largo plazo: entre las fuentes más comunes de financiamiento a largo plazo tenemos las Obligaciones financieras de largo plazo, bonos, hipotecas por pagar y el leasing financiero. Los pasivos de largo plazo junto con el patrimonio conforman la estructura de capital de la empresa. Finalmente, la estructura corriente más la estructura de capital dan origen a la estructura financiera de la empresa, y de igual forma, permiten testear el comportamiento de las decisiones de financiamiento, bajo ese entendido se tomarán el nivel de endeudamiento total y financiero de las firmas, como variables que capturarán el apalancamiento financiero de las empresas.

CAPITULO 3 METODOLOGÍA

La presente investigación se postula como un caso de análisis de la relación entre el gobierno corporativo y la estructura de capital, específicamente para el caso de las 5 compañías con mejor liquidez del mercado colombiano, las cuales hacen parte del índice bursátil COLCAP. Es en esencia 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 en el contexto de mercados emergentes.

Los datos del estudio se obtuvieron de la plataforma financiera Bloomberg profesional service, la cual es una fuente secundaria, objetiva y relevante de información global. La información respectiva de las firmas corresponde a datos trimestrales entre 2014 y 2019.

Con el fin de medir la calidad de la gobernanza, se utilizó un índice de gobierno corporativo de propiedad de Bloomberg. El Índice de Gobierno Corporativo (GDS) refleja las medidas de impacto del gobierno basadas en la gestión corporativa recolectada por Bloomberg para calcular el desempeño de gobernanza. De esta manera se toma en cuenta siete (7) facetas: Remuneración, Independencia, Auditoría, Derechos de los accionistas, Diversidad, Atrincheramiento y Junta directiva, para cada empresa en todas las industrias con el fin de medir la cantidad de datos de gobernanza que una empresa declara a Bloomberg por medio de una encuesta patentada de datos corporativos.

Como variables a contrastar se toman para medir las decisiones de financiamiento se tomaron el nivel de endeudamiento total y financiero de las firmas.

De acuerdo con lo afirmado por (Silva & Leal, 2005) y (Benavides & Mongrut, 2010), una mejor calidad de la gobernanza corporativa en las empresas implica un mayor rendimiento

de la empresa, de esta manera para desarrollar el planteamiento empírico se postula la hipótesis de comportamiento que a mayor calidad de las prácticas de Gobierno Corporativo (GDS) afectan el comportamiento del nivel de endeudamiento de las firmas, tanto total como financiero.

Con el fin de contrastar la hipótesis mencionada, se realizó la aplicación de coeficientes de correlación de Pearson, por medio de los cuales se estimó el grado de asociación lineal entre el índice GDS y las variables de análisis.

3.1. Coeficiente de Correlación de Pearson

El coeficiente de correlación de Pearson de acuerdo con (Gujarati, 2010) es una medida de dependencia o asociación lineal entre dos variables aleatorias; este coeficiente de correlación es independiente de la escala de medida de las variables, a diferencia de la covarianza.

De esta forma, mediante la siguiente fórmula se realiza la estimación del índice de correlación:

$$r = \frac{\sum x_i y_i - n \bar{x} \bar{y}}{(n-1) s_x s_y} = \frac{n \sum x_i y_i - \sum x_i \sum y_i}{\sqrt{n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2} \sqrt{n \sum y_i^2 - (\sum y_i)^2}} \quad [1]$$

El valor del índice de correlación varía en el intervalo $[-1,1]$, indicando el signo el sentido de la relación:

- Si $r = 1$, existe una correlación positiva perfecta. El índice indica una dependencia total entre las dos variables denominada relación directa: cuando una de ellas aumenta, la otra también lo hace en proporción constante.
- Si $0 < r < 1$ entonces existe una correlación positiva.

- Si $r = 0$ entonces no existe relación lineal, pero esto no necesariamente implica que las variables son independientes: pueden existir todavía relaciones no lineales entre las dos variables.
- Si $-1 < r < 0$, existe una correlación negativa.
- Si $r = -1$, existe una correlación negativa perfecta. El índice indica una dependencia total entre las dos variables llamada relación inversa: cuando una de ellas aumenta, la otra disminuye en proporción constante.

3.2. Datos

En este apartado se desarrolló una breve descripción de las empresas en cuanto a puntos clave que permitan, para continuar con el desarrollo de la actividad.

3.2.1. Bancolombia

Han pasado 142 años desde el nacimiento de Bancolombia, una organización en la que se ha conservado, el propósito de ser un motor de desarrollo económico y social de los países en los que está presente.

Durante este tiempo, la innovación en la experiencia de los clientes ha sido una meta constante y son muchas las evidencias del trabajo en este sentido. De esa manera, desde 1969 ofrecen al mercado la primera tarjeta de crédito en toda América del Sur y en 1985 implantaron su red de cajeros electrónicos.

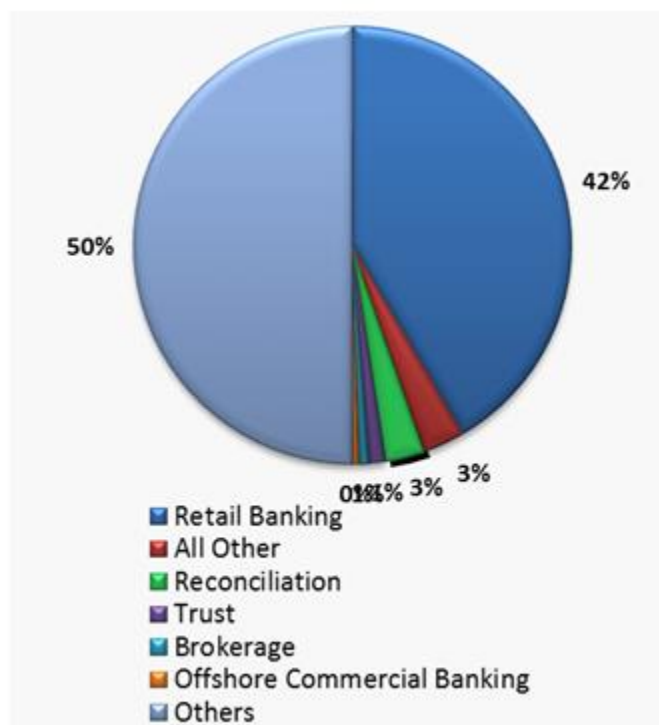
En 1996 la entidad fue pionera en el sistema financiero colombiano, con la apertura de la primera Sucursal Virtual personas, permitiendo que en 1999 inaugurara la Sucursal Virtual Empresas, la cual propició el primer sistema de pagos por Internet en Colombia; un año después, en 2000, presentamos la E-Card MasterCard, la primera tarjeta de crédito virtual en el país para realizar compras por Internet. En 2006 se instaló el primer corresponsal bancario en Colombia,

un canal que sirvió como canal de exportación a El Salvador, y con la APP, lanzada en 2012, se facilita un promedio de 230 millones de transacciones al año.

De esta manera, Bancolombia busca ser líder y marcar tendencia en el mercado por su novedosa y vanguardista oferta de servicios, que se adapta rápidamente a las necesidades de los clientes y supera la propuesta de sus competidores.

Ilustración 1.

Segmentación del Mercado Bancolombia



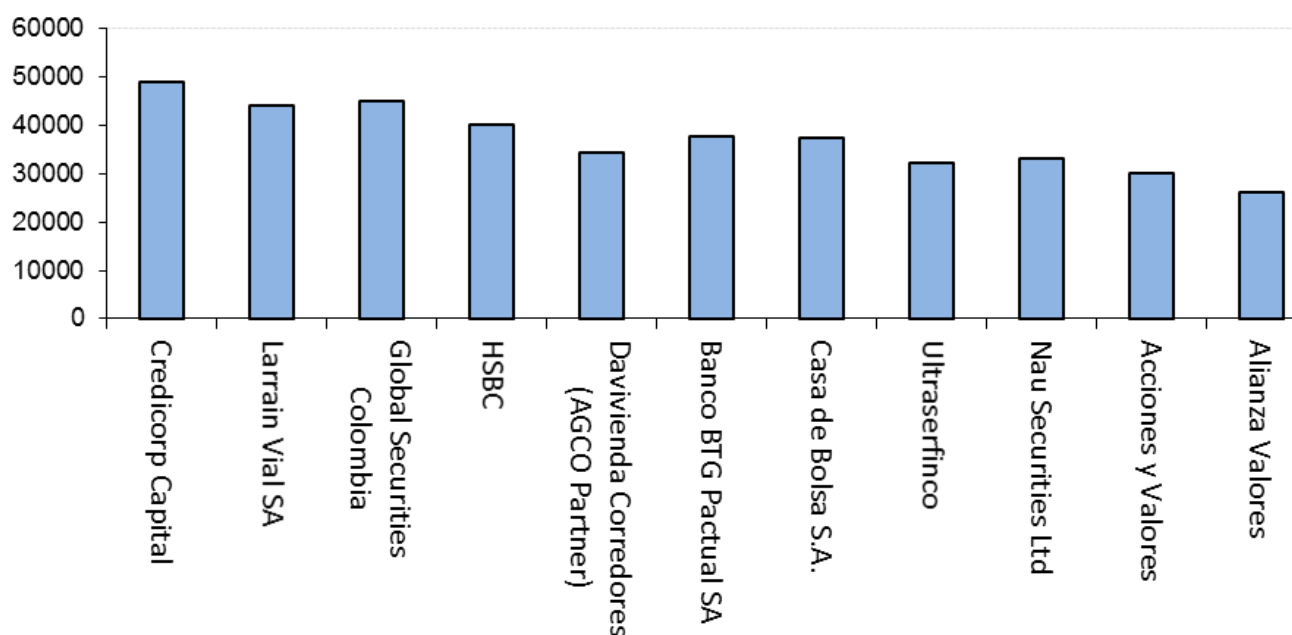
Fuente: Bloomberg Professional Service

Bancolombia S.A. atrae depósitos y ofrece servicios bancarios al por menor y comerciales; Como se observa en la ilustración 1, el principal segmento de para aplicación de las operaciones comerciales son los préstamos minoristas y servicios bancarios de captación de dinero con un 50%; adicionalmente, Bancolombia ofrece préstamos de autos, personales y

estudiantiles, tarjetas de débito y crédito, servicios de corretaje, transferencias de fondos, arrendamiento y financiamiento de operaciones externas, seguros y fondos de pensiones.

Ilustración 2.

Target Price² de Analistas de Bolsa para Bancolombia S.A.



Fuente: Bloomberg Profesional Service

En la ilustración 2, se presenta las valoraciones realizadas por los principales analistas de bolsa para la acción de Bancolombia durante el tercer trimestre de 2019. Credicorp Capital es el analista que mejor tasa la acción con un valor cercano a los \$50.000 pesos, por otro lado, Alianza Valores estima que el valor intrínseco de la acción esta alrededor de los \$30.000 pesos.

3.2.2. Ecopetrol

El 25 de agosto de 1951, tras la reversión al Estado Colombiano de la Concesión de Mares dio origen a la Empresa Colombiana de Petróleos. La empresa asumió los activos revertidos de la Tropical Oil Company que en 1921 inició la actividad petrolera en Colombia con

² Target Price hace referencia al precio que estima un analista profesional, es decir, lo que en su opinión debería ser el precio de la acción de una empresa.

la puesta en producción del Campo La Cira-Infantas en el Valle Medio del Río Magdalena, localizado a unos 300 kilómetros al nororiente de Bogotá.

Ecopetrol emprendió actividades en la cadena del petróleo como una Empresa Industrial y Comercial del Estado, encargada de administrar el recurso hidrocarburífero de la nación, y creció en la medida en que otras concesiones revirtieron, e incorporó su operación.

En 1970 adoptó su primer estatuto orgánico que ratificó su naturaleza de empresa industrial y comercial del Estado, vinculada al Ministerio de Minas y Energía, cuya vigilancia fiscal es ejercida por la Contraloría General de la República.

La empresa funciona como sociedad de naturaleza mercantil, dedicada al ejercicio de las actividades propias de la industria y el comercio del petróleo y sus afines, conforme a las reglas del derecho privado y a las normas contenidas en sus estatutos, salvo excepciones consagradas en la ley (Decreto 1209 de 1994).

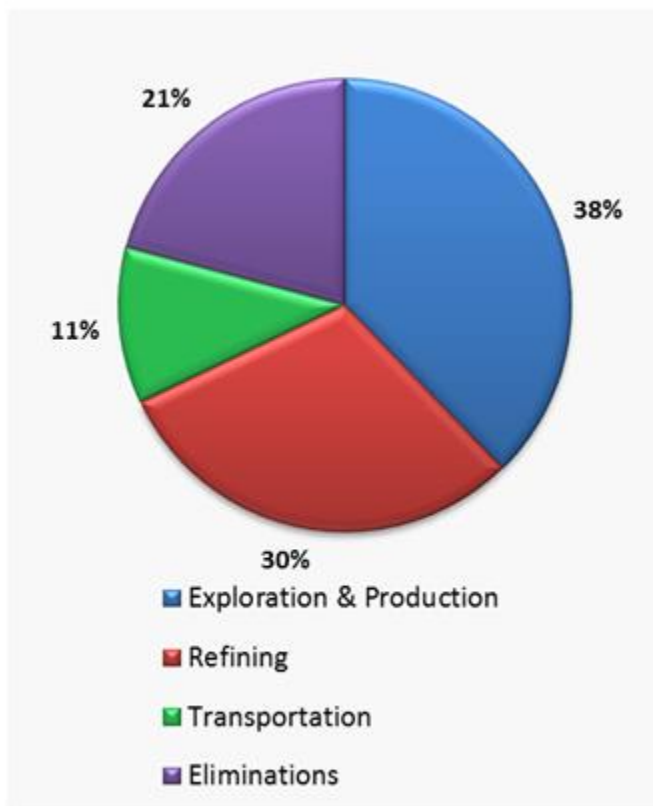
Con la transformación de la Empresa Colombiana de Petróleos en la nueva Ecopetrol S.A., la Compañía se liberó de las funciones de Estado como administrador del recurso petrolero y para realizar esta función fue creada la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH).

A partir de 2003, Ecopetrol S.A. inició una era en la que, con mayor autonomía, ha acelerado sus actividades de exploración, su capacidad de obtener resultados con visión empresarial y comercial y el interés por mejorar su competitividad en el mercado petrolero mundial.

Ecopetrol SA es una petrolera, la cual tiene participación en campos petroleros en el Centro, Sur, Oeste y Norte de Colombia, así como en refinerías, puertos para realizar exportaciones e importaciones en ambas costas y la red de transporte de oleoductos y poliductos a través del territorio de Colombia.

Ilustración 3.

Segmentación del Mercado Ecopetrol S.A.

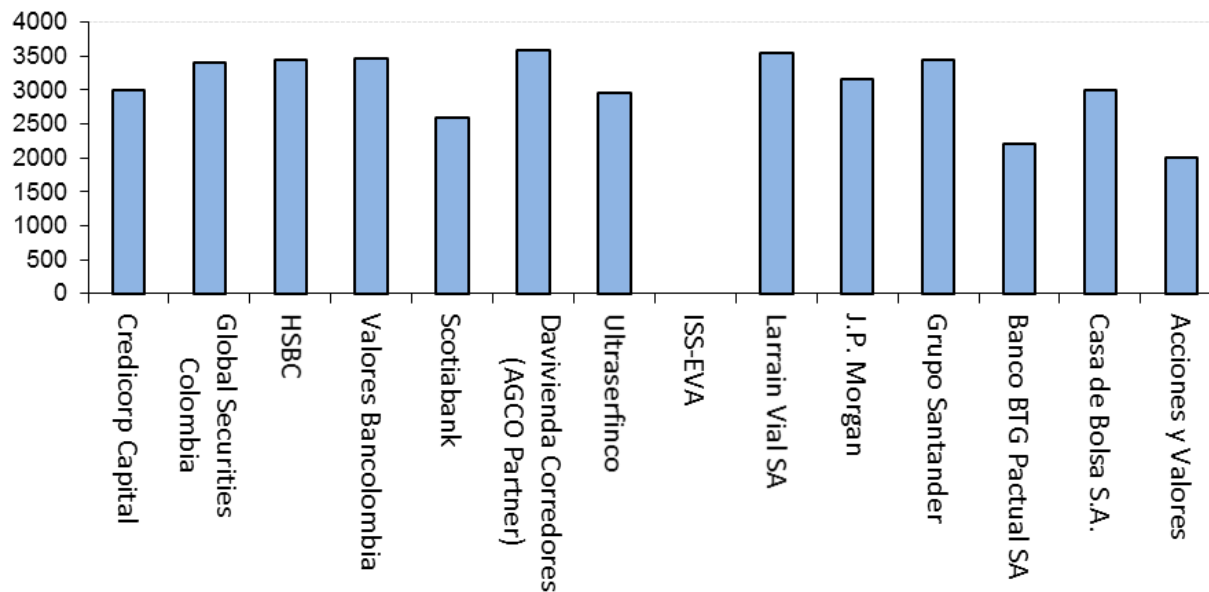


Fuente: Bloomberg Profesional Service

El principal segmento de operaciones para Ecopetrol S.A. es la exploración y explotación de crudo y gas con un 38%, en segunda posición se encuentra la refinación del crudo con un 30% de sus operaciones, reportado una utilidad neta de a 31 de diciembre de 2017 con un valor de \$ 7,401,922 millones de pesos; para la vigencia 2018 las utilidades netas fueron de \$12,533,832 millones de pesos, representando un incremento del 71% para este ejercicio.

Ilustración 4.

Target Price de Analistas de Bolsa Ecopetrol S.A.



Fuente: Bloomberg Profesional Service

En la ilustración 4, se presenta las valoraciones realizadas por los principales analistas de bolsa para la acción de Ecopetrol S.A. durante el tercer trimestre de 2019. Davivienda corredores es el analista que mejor tasa la acción con un valor cercano a los \$3.600 pesos, por otro lado, Acciones y Valores estima que el valor intrínseco de la acción esta alrededor de los \$2.000 pesos.

3.2.3. Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P

Interconexión Eléctrica S.A (ISA) nació el 14 de septiembre de 1967, cuando el presidente de la República de Colombia, Carlos Lleras Restrepo, vio la inminente necesidad de impulsar la integración de los sistemas eléctricos del país, con el fin de abastecer la demanda futura nacional.

Respaldados por el Banco Mundial, se unieron la Corporación Autónoma Regional del Cauca (CVC), la Central Hidroeléctrica del Río Anchicayá (CHIDRA), la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá (EEB), las Empresas Públicas de Medellín (EPM), el Instituto de Aprovechamiento de Aguas y Fomento Eléctrico (ELECTRAGUAS) y la Central Hidroeléctrica

de Caldas (CHEC) para crear ISA, una nueva empresa que se encargaría de la construcción, el mantenimiento y administración de la red de transmisión a alto voltaje.

ISA es un grupo empresarial reconocido por la excelencia de sus operaciones en los negocios de Energía, Vías y Telecomunicaciones; los cuales se desarrollan orientados por la ética y bajo prácticas de gobierno corporativo que son ejemplo en la región.

Las empresas de ISA enfrentan el futuro apalancadas en la innovación, la transformación digital y su capacidad para trabajar con otros; están comprometidas con la protección del planeta, la mitigación y adaptación al cambio climático, el uso racional de los recursos, el desarrollo de programas que generen impacto positivo al medio ambiente; la calidad, confiabilidad y disponibilidad de los servicios prestados.

La naturaleza jurídica de Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. -ISA- corresponde a una empresa de servicios públicos mixta, constituida como sociedad anónima por acciones, de carácter comercial, del orden nacional y vinculada al Ministerio de Minas y Energía, regida por las leyes 142 y 143 de 1994 y con domicilio en la ciudad de Medellín (Colombia).

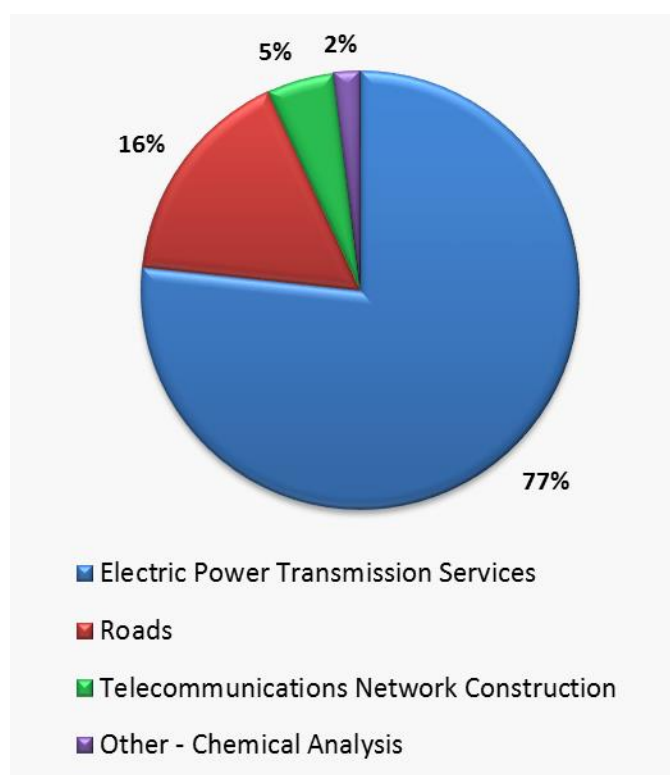
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. transporta electricidad de alto voltaje en la red nacional de Colombia. La empresa opera y supervisa subestaciones y redes eléctricas, y ofrece servicios de análisis químico y mantenimiento.

La Compañía tiene inversionistas estatales y privados, sus acciones y bonos se transan en la Bolsa de Valores de Colombia y cuenta con ADR´s Nivel I que se negocian en el mercado Over the Counter (OTC) de Estados Unidos. Aplica altos estándares de transparencia, eficiencia y gobierno corporativo que brindan protección y confianza a sus inversionistas y le permiten el ritmo de crecimiento.

El 2018 fue un año retador, no sólo por la desaceleración del crecimiento en la región que nos ubicó en un contexto de negocios muy exigente, sino por la volatilidad del ambiente sociopolítico, las dinámicas electorales en mercados muy relevantes para la operación de la empresa y los altos niveles de inconformidad social comprometían la continuidad del normal desarrollo de las actividades.

Ilustración 5.

Segmentación del Mercado Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P



Fuente: Bloomberg Profesional Service

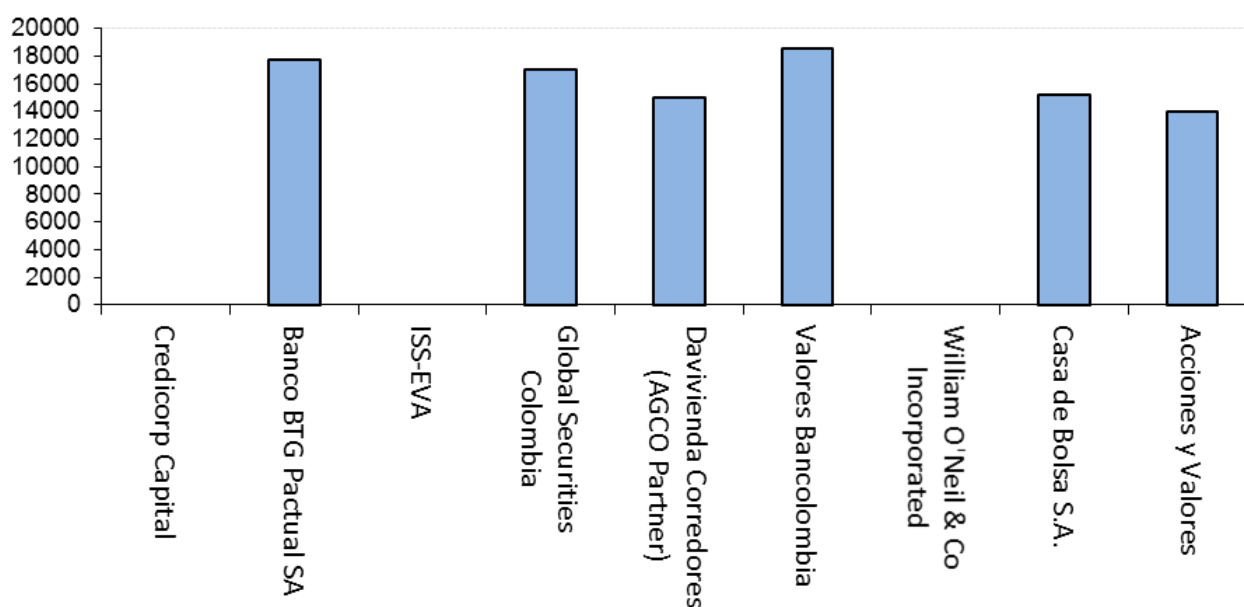
En contraste con este panorama, ISA obtuvo resultados financieros sobresalientes que ratifican su liderazgo y solidez -mejores incluso a los alcanzados en 2017, el que había sido hasta ese momento el mejor en la historia de la Compañía- derivados principalmente de una acertada gestión operativa, coherencia en las decisiones previas de negocio y la consolidación de un portafolio rentable.

Durante el 2018, ISA generó ingresos por \$7,2 billones, lo que significó un crecimiento del 4%; alcanzando una utilidad neta de \$1,5 billones que se traduce en un incremento del 6%; el EBITDA acumuló \$4,8 billones, presentando un crecimiento de 8,4%, y un margen EBITDA de 66,5% (73,0% sin las actividades de construcción); finalmente, los activos se situaron en \$45 billones con un aumento de 3,6%; todo esto en comparación con 2017.

Así ISA y sus empresas, contribuyen a mejorar la calidad de vida de más de 170 millones de personas en Colombia, Brasil, Chile, Perú, Bolivia, Argentina y Centro América, a través de la operación de 43 filiales y subsidiarias.

Ilustración 6.

Target Price de Comisionistas de Bolsa Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P



Fuente: Bloomberg Professional Service

En la ilustración 6, se presenta las valoraciones realizadas por los principales analistas de bolsa para la acción de Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. durante el tercer trimestre de 2019. Valores Bancolombia es el analista que mejor tasa la acción con un valor por encima a los

\$18.000 pesos, por otro lado, Acciones y Valores estima que el valor intrínseco de la acción esta alrededor de los \$14.000 pesos.

3.2.4. Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.

Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P. genera, transmite, distribuye y comercializa energía eléctrica, gas natural y otros combustibles líquidos en Colombia. De acuerdo con los datos suministrados por Bloomberg, los principales Holders (ver tabla 1) de la empresa son la ciudad de Bogotá, Fondo de Pensiones Porvenir y Fondo de Pensiones Protección.

Tabla 1.

Holderes Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.

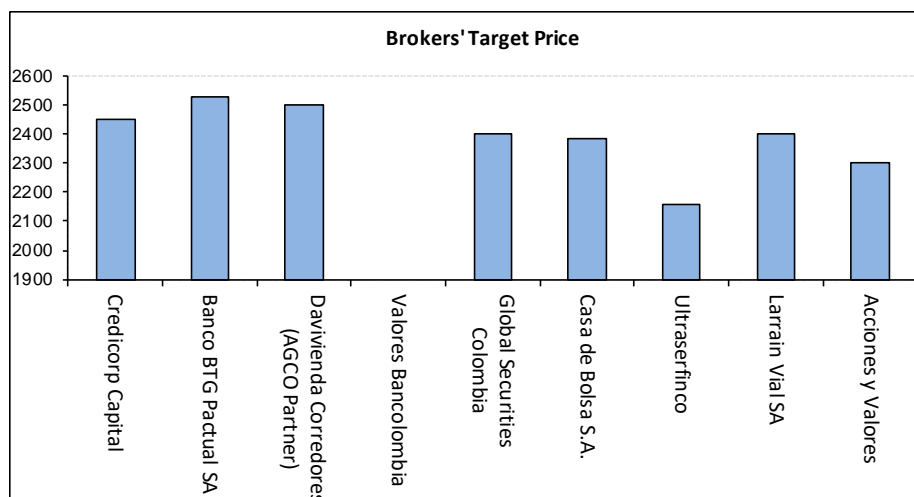
Holder Name	% Out
CITY OF BOGOTA	76.28
FDO PENSIONES OBLIG	7.31
FDO PENS OBLIG PROT	5.26
CORP FINANCIERA COLO	3.56
BLACKROCK	2.2

Fuente: Bloomberg Profesional Service

En la ilustración 7, se presenta las valoraciones realizadas por los principales analistas de bolsa para la acción de Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P. durante el último trimestre de 2019. Ultraserfinco estima que el valor intrínseco más bajo de la acción está cercano a los \$2.200 pesos, por otro lado, Banco BTG estima que el valor intrínseco de la acción esta alrededor de los \$2.500 pesos siendo esta la valoración más alta.

Ilustración 7.

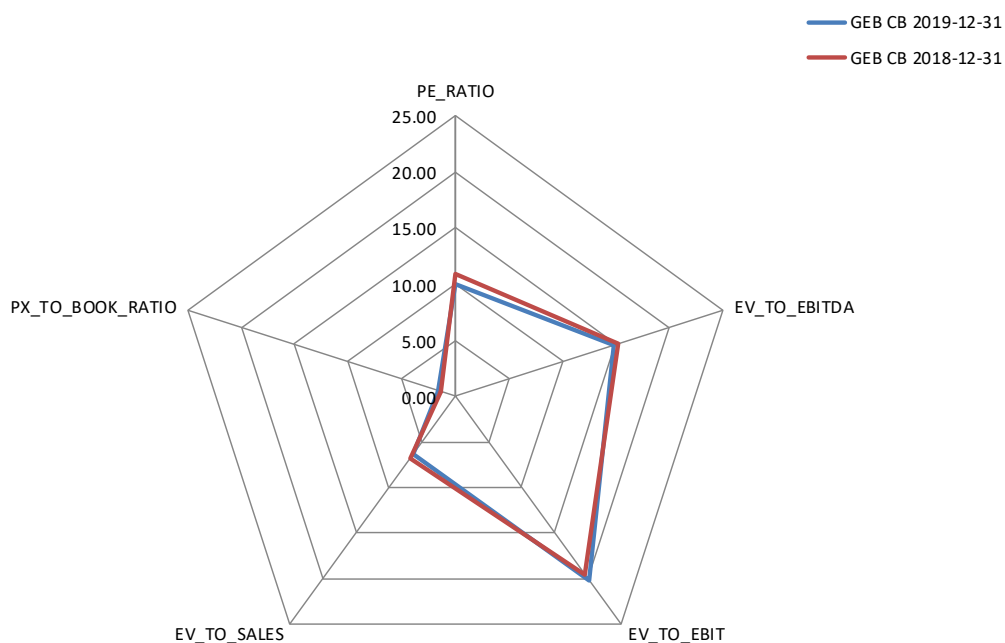
Target Price de Analistas de Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.



Fuente: Bloomberg Profesional Service

Ilustración 8.

Comparativa de indicadores Financieros Relevantes Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.



Fuente: Bloomberg Profesional Service

En el marco de una estrategia de inversión en valor el análisis de la ilustración 8 resulta importante; esta araña del valor permite realizar un análisis inter temporal del comportamiento en los principales indicadores de crecimiento de la valoración de la empresa en el cumplimiento del Objeto Básico Financiero (OBF); como se observa en el diferencial 2018 – 2019, Grupo

Energía Bogotá S.A. E.S.P. un comportamiento similar, es decir, expresa una relativa estabilidad financiera, y comportamiento bursátil.

3.2.5. *Banco de Bogotá.*

Banco de Bogotá es un banco comercial con 263 sucursales en Colombia. Presta primordialmente tanto a empresas como individuos, aunque no sea un prestamista hipotecario. Las subsidiarias son activas en arrendamiento y fondos de pensiones en Colombia y en banca en Panamá, las Bahamas, Miami y New York. De acuerdo con los datos suministrados por Bloomberg, los principales Holders (ver tabla 2) de la empresa Son Blackrock, Fiduciaria Bogotá S.A. y Dimensional Fund ADV.

Tabla 2.

Holderes Banco de Bogotá.

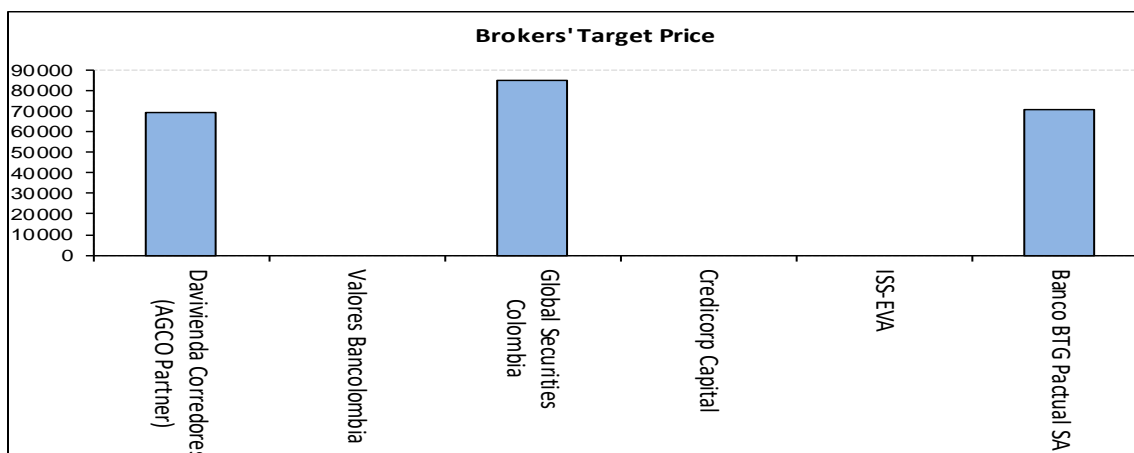
Holder Name	% Out
BLACKROCK	0.82
FIDUCIARIA BOGOTA SA	0.08
DIMENSIONAL FUND ADV	0.08
SVENSKA HANDELSBANKE	0.04
MIRAE ASSET GLOBAL I	0.02

Fuente: Bloomberg Profesional Service

En la ilustración 9, se presenta las valoraciones realizadas por los principales analistas de bolsa para la acción de Banco de Bogotá. durante el último trimestre de 2019. Banco BTG estima que el valor intrínseco más bajo de la acción en \$70.000 pesos, por otro lado, Global Securities Colombia estima que el valor intrínseco de la acción por encima de los \$80.000 pesos siendo esta la valoración más alta.

Ilustración 9.

Target Price de Analistas de Banco de Bogotá.

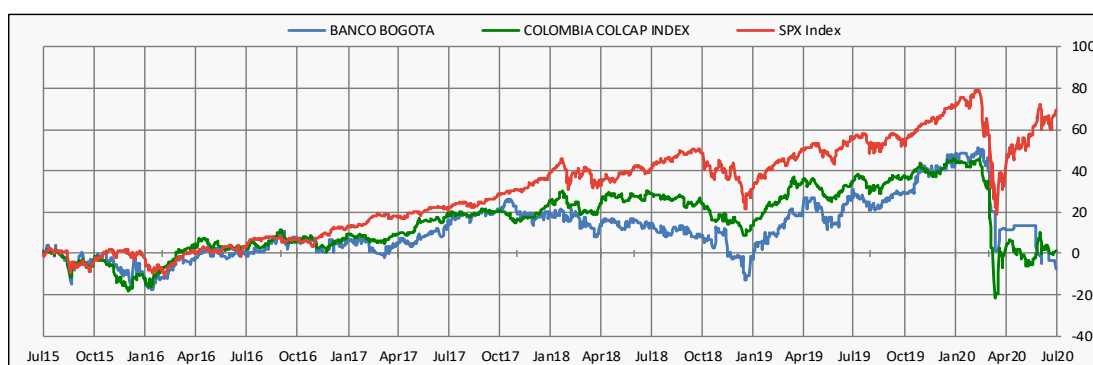


Fuente: Bloomberg Profesional Service

En la ilustración 10, se observa el comportamiento de la acción de Banco de Bogotá (en azul), el índice COLCAP (en verde) y el principal Benchmark para análisis financiero, el índice Stand and Poor (S&P Index en rojo); durante el periodo de análisis, se observa un comportamiento cercano al comportamiento del COLCAP y el Benchmark, por lo cual se considera como un activo útil en los procesos de inversión.

Ilustración 10.

Comportamiento de Acción Banco de Bogotá. vs. COLCAP Index and S&P Index



Fuente: Bloomberg Profesional Service

CAPITULO 4 RESULTADOS

4.1. Evolución de las prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) tuvo sus inicios en 1961. Está integrada por países de todo el mundo, con la finalidad de buscar el mayor crecimiento sostenible, una sana expansión económica y del mercado mundial. A partir de 1998 se establecieron normas y lineamientos relacionados con el tema de gobierno corporativo, dando origen, en 1999 a lo que se conoce como los principios de gobierno corporativo de la OCDE.

También fueron acogidos por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional como componentes básicos dentro de sus lineamientos. Según la OCDE, los principios constituyen un apoyo, orientación y sugerencias a los gobiernos inversionistas e instituciones en general para la implementación de las normatividades aplicadas al establecimiento de un buen gobierno, en concordancia con el entorno político, económico, social, legal y cultural de cada país.

Según (Pachón, 2007), para Colombia no existe un único cuerpo normativo en donde esté estructurado el marco regulatorio relativo al gobierno corporativo; Desde el año 1999 se dieron los primeros indicios de lo que sería el Gobierno Corporativo en Colombia y su posterior aplicación en las empresas, con la iniciativa de la Confederación de Cámaras de Comercio (CONFECAMARAS) por dar a conocer las generalidades en este tema, especialmente en el mercado de valores; donde se evidencia mayor protección a los inversionistas, es decir, aspectos de GC relativos a las juntas directivas. también por medio del Código de Comercio se incorporaron regulaciones que dan respaldo a los inversionistas, lo expuesto anteriormente soporta la afirmación de que no existía un solo código en el país hasta el año 2001 cuando, con la

Resolución 275 se consolidó la normatividad sobre el gobierno corporativo. Las gestiones de divulgación por parte de CONFECAMARAS impulsaron la creación de la Ley 964 de 2005 denominada la Ley del Mercado Público de Valores.

Con base en dicha resolución, entidades directamente vinculadas al sistema financiero, lideradas por la Superintendencia Financiera de Colombia, emprendieron en 2005 el desarrollo de un código de mejores prácticas corporativas, el cual integra temas como la asamblea general de accionistas, junta directiva, revelación de información y solución de controversias. Se buscó con ello apoyar las iniciativas del gobierno nacional y las tendencias mundiales, en 2006 la Superintendencia Financiera de Colombia propició un escenario hacia el desarrollo de buenas prácticas de gobierno de tal manera que generen beneficios para el sistema económico y financiero del país; Por tanto, se establece que la regulación de gobierno corporativo se encuentra dispersa en normas mercantiles³ y en el estatuto orgánico del sistema financiero⁴.

Para el caso de esta investigación enmarcada en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, existe una regulación específica, en la cual solo existe obligatoriedad de implementar el Gobierno Corporativo para dichas empresas.

Se pueden observar algunas características que han propiciado el lento desarrollo en materia de gobierno corporativo en el país (Pachón, 2007), (Cano, Orduz, & Hoyos, 2007)

- Propensión de las empresas colombianas hacia el endeudamiento
- Mercado de Valores de Colombia orientado con énfasis hacia la renta fija

³ El derecho mercantil es un conjunto de normas que regulan los actos de comercio. Se regula la actividad entre las empresas y los consumidores.

⁴ DECRETO <LEY> 663 DE 1993; Estatuto Orgánico Del Sistema Financiero "Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración"

- Alto grado de concentración accionaria
- Desconfianza y poca credibilidad en la eficiencia de la justicia
- Inestabilidad Jurídica. Modificación en la legislación tributaria e incertidumbre en cuanto a los fallos
- Improvisación en la formulación de las normas y poca o ninguna consulta a las empresas afectadas por las regulaciones

De lo anterior, se da a conocer que en un principio las regulaciones respecto a la aplicación de modelo de Gobierno Corporativo al interior de las organizaciones no eran muy exigentes, excepto en las empresas emisoras de valores, ya que se convertía en un respaldo importante al momento de una negociación, por lo que, la primera etapa del proceso de Gobierno Corporativo en el país se da por cumplimiento. Tiempo después se hace la transición del cumplimiento a la autorregulación por medio de un mecanismo que se crea para el año 2007 y es el Código de Mejores Prácticas de Colombia que se denominó Código País, que se desarrolla mediante encuestas de elementos de aplicación de Gobierno Corporativo para las empresas emisoras de valores y es presentada ante la Superintendencia Financiera, con el fin de realizar una revisión de lo registrado allí y de esta manera obtener una perspectiva de la aplicación de prácticas de Gobierno Corporativo.

Es así como Código País es una compilación de recomendaciones de mejores prácticas de Gobierno Corporativo para emisores del sector real y financiero, que busca crear una serie de medidas a través del consenso de un equipo de trabajo integrado por todos los participantes del mercado de capitales: inversionistas, emisores, proveedores de infraestructura y supervisores y revelar año tras año el cumplimiento, regulación y mejoras de dichas prácticas.

4.2. Estimación de la relación de la calidad de las prácticas de gobierno corporativo y las decisiones de financiación de empresas que cotizan en Bolsa de Valores de Colombia durante el periodo de estudio.

De acuerdo con lo descrito en la metodología, se tomó la información anual para el Endeudamiento Financiero, Endeudamiento Total e Índice de Gobierno Corporativo (GDS) para una muestra de 5 empresas ya descritas en un apartado anterior.

En las tablas 13 a 17 (ver anexo 1) se presentan las estadísticas descriptivas por empresas de las variables seleccionadas para realizar el contraste; las series de datos presentan un comportamiento leptocúrtico, sesgadas y no normales, características también típicas de las series financieras.

Teniendo en cuenta tanto el proceso generador de datos de cada serie como el comportamiento estadístico característico de las series financieras se realiza la estimación del coeficiente de correlación con el cual se realizó el contraste de las hipótesis planteadas en el apartado de metodología con el fin de encontrar evidencia que permita a nivel exploratorio dictaminar el comportamiento de las 5 empresas con mejor liquidez del mercado Colombia referente a la incidencia del gobierno corporativo en el manejo de la empresa.

De esta manera en las tablas 3 a 7 se presenta los índices de correlación por empresas, en los cuales se realiza el contraste del índice GDS contra las variables que capturan las decisiones de financiamiento (Endeudamiento total y financiero).

Tabla 3.*Índices de Correlación Variables Ecopetrol*

	GDS	Endeudamiento Financiero	Endeudamiento Total
GDS	1		
Endeudamiento Financiero	0,513406008	1	
Endeudamiento Total	0,423750831	0,976571938	1

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 4.*Índices de Correlación Variables Bancolombia*

	GDS	Endeudamiento Financiero	Endeudamiento Total
GDS	1		
Endeudamiento Financiero	-0,03927628	1	
Endeudamiento Total	-0,26392606	0,91743856	1

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 5.*Índices de Correlación Variables ISA*

	GDS	Endeudamiento Financiero	Endeudamiento Total
GDS	1		
Endeudamiento Financiero	-0,22331089	1	
Endeudamiento Total	0,08818801	0,93729436	1

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 6.*Índices de Correlación Variables Banco de Bogotá*

	GDS	Endeudamiento Financiero	Endeudamiento Total
GDS	1		
Endeudamiento Financiero	-1,992E-14	1	
Endeudamiento Total	2,6629E-15	0,74524301	1

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 7.*Índices de Correlación Variables GEB*

	GDS	Endeudamiento Financiero	Endeudamiento Total
GDS	1		
Endeudamiento Financiero	-0,07603529	1	
Endeudamiento Total	-0,29618637	0,8376335	1

Fuente: Elaboración Propia

Con base los cálculos realizados de los coeficientes de correlación, resulta importante determinar si tal valor obtenido muestra una relación real o, por el contrario, tan solo las estimaciones presentan dicha relación como consecuencia del azar en el comportamiento de las variables. En otras palabras, resulta importante evidenciar la significancia estadística⁵ de dicho coeficiente de correlación.

De esta manera aplicando la prueba de significancias estadística se obtienen las siguientes hipótesis de contraste:

$$H_0: r_{xy} = 0$$

$$H_1: r_{xy} \neq 0$$

De esta manera, siguiendo a (Camacho Martinez, 2020) en la hipótesis nula se plantea que el valor estimado proviene de una población cuya correlación es cero, por tanto, las variables no están relacionadas, es decir, muestran una relación como consecuencia del azar.

De otro lado, la hipótesis alternativa muestra que no existe información estadística suficiente que permita aceptar que la relación proviene del azar, por ende, el valor estimado en el coeficiente de correlación refleja un comportamiento de la realidad.

⁵ De acuerdo con (Camacho Martinez, 2020) un coeficiente de correlación será significativo si y solo si, se puede afirmar que es diferente de cero. Es decir, en términos estadísticos, averiguar si la significación de un cierto coeficiente de correlación es la probabilidad de que el valor estimado proceda de una población.

En consecuencia, dado un cierto coeficiente de correlación r_{xy} obtenido en una determinada muestra se trata de comprobar si dicho coeficiente es posible que se encuentre dentro de la distribución muestral especificada por la Hipótesis nula. A efectos prácticos, se calcula el número de desviaciones tipo que se encuentra el coeficiente obtenido del centro de la distribución, según la formula conocida:

$$t = \frac{r_{xy} - 0}{S_r} \quad [2]$$

$$S_r = \sqrt{\frac{1 - r_{xy}^2}{N - 2}} \quad [3]$$

Con lo anterior, tomando como referencia un nivel de significancia del 95%, y siguiendo una distribución t- Student el valor de referencia para el valor absoluto de todos los t calculados con la ecuación 2 será de 2.132; de esta manera para todos los t calculados mayores a el valor de referencia se rechaza la hipótesis nula.

De esta manera la estimación de los valores t para cada una de las correlaciones por empresa se presentan a continuación:

Tabla 8.

Estimación de los Valores t - Student Variables Ecopetrol

	GDS	Endeudamiento Financiero
Endeudamiento Financiero	1,19654722	
Endeudamiento Total	0,93566074	9,076318783

Fuente: Elaboración Propia

En la tabla 8, se evidencia que a un 5% de significancia los coeficientes de correlación del índice GDS con respecto a las variables Endeudamiento financiero y total para la empresa Ecopetrol no son significativos, por tal razón para los valores estimados no existe información suficiente que permita rechazar que la relación proviene del azar.

Tabla 9.*Estimación de los Valores t - Student Variables Bancolombia*

	GDS	Endeudamiento Financiero
Endeudamiento Financiero	-0,07861321	
Endeudamiento Total	-0,54725624	4,611663655

Fuente: Elaboración Propia

En la tabla 9, se evidencia que a un 5% de significancia los coeficientes de correlación del índice GDS con respecto a las variables Endeudamiento financiero y total para la empresa Bancolombia, no son significativos es decir que, no existe información suficiente que permite rechazar que la relación proviene del azar.

Tabla 10.*Estimación de los Valores t - Student Variables ISA*

	GDS	Endeudamiento Financiero
Endeudamiento Financiero	-0,45819239	
Endeudamiento Total	0,17706589	5,378422352

Fuente: Elaboración Propia

En la tabla 10, se evidencia que a un 5% de significancia los coeficientes de correlación del índice GDS con respecto a las variables Endeudamiento financiero y total para la empresa Isa, no son significativos, por tal razón para los valores estimados no existe información suficiente que permita rechazar que la relación proviene del azar.

Tabla 11.*Estimación de los Valores t - Student Banco de Bogotá*

	GDS	Endeudamiento Financiero
Endeudamiento Financiero	-3,984E-14	
Endeudamiento Total	5,32582E-15	2,235305538

Fuente: Elaboración Propia

En la tabla 11, se evidencia que a un 5% de significancia los coeficientes de correlación del índice GDS con respecto a las variables Endeudamiento financiero y total para la empresa Banco de Bogotá no son significativos, por tal razón para los valores estimados no existe información suficiente que permita rechazar que la relación proviene del azar.

Tabla 12.

Estimación de los Valores t - Student Variables GEB

	GDS	Endeudamiento Financiero
Endeudamiento Financiero	-0,15251207	
Endeudamiento Total	-0,62020107	3,06694771

Fuente: Elaboración Propia

En la tabla 12, se evidencia que a un 5% de significancia los coeficientes de correlación del índice GDS con respecto a las variables Endeudamiento financiero y total para la empresa Grupo de Energía de Bogotá no son significativos, por tal razón para los valores estimados no existe información suficiente que permita rechazar que la relación proviene del azar.

4.3. Interpretación de los resultados de la investigación desde el punto de vista del Gobierno Corporativo.

Analizando la hipótesis que a mayor calidad de las prácticas de Gobierno Corporativo (GDS) afectan negativamente el comportamiento del nivel de endeudamiento de las firmas, tanto total como financiero; la evidencia permite afirmar que para las empresas Bancolombia, Isa y GEB se cumple la hipótesis, puesto que el índice de correlación es negativo.

Ecopetrol mostro un comportamiento contrario en el que se evidencia que, a mayores calificaciones de gobierno corporativo más endeudamiento total y financiero presenta; Nuevamente Banco de Bogotá muestra resultados donde no tiene relación el comportamiento del índice de gobierno con los indicadores de endeudamiento.

Referente a la significancia estadística referente a las estimaciones de los coeficientes de correlación presentadas en las tablas 8 a 12, se evidencia que a un 5% de significancia los coeficientes de correlación estimados entre los índices GDS de las empresas con respecto a las variables Endeudamiento financiero y total en todos los casos fueron no significativas, por lo cual se puede inferir que no existe una relación real entre los indicadores de gobierno corporativo y las políticas de endeudamiento de las empresas.

Cabe resaltar el caso de Bancolombia, en el que las medidas de desempeño y el índice de gobierno corporativo resulta tener una relación significativa por lo cual se puede afirmar que la relación estimada es de un comportamiento real.

CAPITULO 5 CONCLUSIONES

En nuestro trabajo no realizamos cuatro correlaciones, realizamos solo una, ya que no encontramos más datos para realizar el resto de correlaciones.

Este documento constituye una contribución adicional a la literatura en el campo de la gestión que documenta la relación entre las prácticas gobierno corporativo, el desempeño financiero y las decisiones de financiamiento de la empresa en el marco de los mercados emergentes latinoamericanos. Se analizó una muestra de 5 firmas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia e integran el índice bursátil COLCAP. La calidad de las prácticas de gobierno corporativo se midió a partir de un índice GDS propiedad de Bloomberg.

Adicionalmente, se implementaron técnicas de análisis estadístico exploratorio como lo son los índices de correlación lineal de Pearson para panel de datos no balanceados.

Los resultados obtenidos permiten evidenciar que las diferentes actividades estratégicas asociadas a una mayor calidad de las prácticas de gobierno corporativo no son determinantes en la obtención de un buen desempeño organizacional.

Con el fin de estimar la significancia estadística de los cálculos realizados para los coeficientes de correlación, se aplica un análisis de pruebas de hipótesis en la cual se contrasta si tal valor obtenido muestra una relación real. Bajo este entendido, los resultados mostraron que para los coeficientes estimados entre el índice GDS y el endeudamiento no existe suficiente información que permita afirmar que dichos parámetros reflejan un comportamiento de la realidad; para los valores estimados de Bancolombia, las medidas de desempeño y el índice de gobierno corporativo resultan tener una relación estadísticamente significativa y dicha relación es fuertemente negativa, por lo cual, se puede afirmar que las decisiones en materia de gobierno corporativo afecta induce una reducción sistemática de la rentabilidad de la empresa.

Finalmente, al margen de la significancia estadística, la investigación encontró evidencia contradictoria en las empresas objeto de análisis, puesto que 3 de las 5 empresas mostraron que con mejor calificación en el índice GDS mantienen bajos niveles de endeudamiento.

Lo anterior significa que, las empresas que utilizan criterios GDS generan retornos más sostenibles en el largo plazo convirtiéndose en más atractivas para los inversionistas, por lo que, hacen menos uso del endeudamiento financiero; en la medida que los valores adicionales como el fortalecimiento de actividades directivas que generan confianza y transparencia en el mercado son claves para mejorar el desempeño de las empresas en el largo plazo.

En todo caso, se insiste desarrollar un proceso de exploración de la incidencia de las políticas de gobierno corporativo en el desempeño financiero y el endeudamiento de las empresas con un flujo de datos más amplio en el tiempo que permita obtener una mayor variabilidad de los datos.

BIBLIOGRAFÍA

- Acero, I., & Alcalde, N. (2012). Gobierno Corporativo y Rendición de Cuentas: ¿Existe Algún Efecto Sobre la Performance Empresarial? *Elsevier Enhanced Reader*.
- Al-jafari, M. (2013). The Random Walk Behavior and Weak-Form Efficiency of the Istanbul Stock Market 1997 – 2011: empirical evidence. *International Journal of Management*.
- Baldeón Zapata, A., & Bazán Pino, L. (2020). Relación entre la Responsabilidad Social Empresarial y el Gobierno Corporativo y los principales indicadores financieros de las empresas que han cotizado en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2013 – 2017". *Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Lima, Perú*.
- Barnuevo Vargas, D., Díaz Bardales, M., Elejalde Milart, O., & Taipe Pazos, E. (2016). *Gobierno corporativo y generación de valor en empresas distribuidoras de electricidad: Casos de Perú, Chile, Colombia y Argentina, 2011-2015*. PUCP.
- Benavides, J., & Mongrut, S. (2010). Governance codes: Facts or fictions? a study of governance codes in Colombia. *Estudios Gerenciales*.
- Benavides, J., Berggrun, L., & Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letters*.
- Black, B., de Carvalho, A., & Gorga, E. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2004). *Principios de inversiones*. Madrid: McGraw-Hill.
- Bohórquez, L. (2011). Gobierno Corporativo y control interno: algunas limitaciones y desafíos.
- Brown, L., & Caylor, M. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. *SSRN Scholarly Paper*.
- Brown, L., & Caylor, M. (2004). Corporate Governance Study: The Correlation between Corporate Governance and Company Performance. *Institutional Shareholder Services*.
- Buitrago, H., & Betancourt, M. (2013). El gobierno corporativo como pilar fundamental para la sostenibilidad de la economía. *usbcali*.
- Buvanendra, S. S. (2017). Firm characteristics, corporate governance and capital structure adjustments: A comparative study of listed firms in Sri Lanka and India. *IIMB Management Review*.
- CAF. (2005). Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo.
- Camacho Martinez, C. (2020). *COEFICIENTE DE CORRELACIÓN LINEAL DE PEARSON*. Obtenido de <https://personal.us.es/vararey/adatos2/correlacion.pdf>
- Cano, M. A., Orduz, A., & Hoyos, R. (2007). Gobierno Corporativo Principales desarrollos en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. *Universidad de Medellín*.

- Capela Borralho, J. M., Gallardo-Vázquez, D., Hernández-Linares, R., & Choban de Sousa Paiva, I. (2020). El efecto de factores de gobierno corporativo en la calidad de la información financiera en empresas familiares y no familiares. *Revista De Contabilidad*.
- Castro, R., & Cano, M. (2004). Buen Gobierno Corporativo, solución a la crisis de confianza. *Contaduría universidad de Antioquia*.
- Catapan, A., & Colauto, R. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y administración*, 137-164.
- Cortés, D. L. (2013). Análisis de las prácticas de gobierno corporativo en la Bolsa de Valores de Colombia. *AD-minister*, 25-43.
- Crespo, J., & Fernandez, C. (2008). Descubriendo el mercado (I): Medidas de posición Central en Bolsa. *Revista mensual de bolsas y mercados españoles*, 61 - 64.
- Epstein, M. J., & Buhovac, A. R. (2014). A new day for sustainability. . *Strategic finance*.
- Escobar, N., Perafán, H., & Benavides, J. (2016). Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teoricos y evidencia empirica. *Cuadernos de contabilidad*.
- Escobar-Váquiro, N., Benavides-Franco, J., & Perafán-Peña, H. F. (2016). Corporate Governance and Financial Performance: Theoretical Concepts and Empirical Evidence. *Cuadernos de Contabilidad*, 203-254.
- Fama, E. (1965). The Behavior of Stock Market Prices. *Journal of Business*, 34-105.
- Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*.
- Fama, E. (1995). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal*.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000). Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt.
- Galvis Romero, A., Morales Russi, M., Palomino Olaya, A., & Pérez, Á. E. (2010). Impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero en los bancos de Colombia.
- Gujarati, D. (2010). *Econometria*. Mexico D.C.: MacGraw Hill.
- Hamidu, A., Haron, H., & Amran, A. (2015). Corporate Social Responsibility: A Review on Definitions, Core Characteristics and Theoretical Perspectives. *Mediterranean Journal Of Social Sciences*.
- Iqbal, S., Nawaz, A., & Ehsan, S. (2019). Financial performance and corporate governance in microfinance: Evidence from Asia. *Journal of Asian Economics*, 1-13.
- Jara, M., López-Iturriaga, F., San Martín, P., & Saona, P. (2019). Corporate governance in Latin American firms: Contestability of control and firm value. *BRQ Business Research Quarterly*, 257-274.
- Kantabutra, S., & Ketprapakorn, N. (2020). Toward a theory of corporate sustainability: A theoretical integration and exploration. *Journal of Cleaner Production*.

- Lunardi, G. L., Becker, J. L., Maçada, A. C., & Dolci, P. C. (2014). The impact of adopting IT governance on financial performance: An empirical analysis among Brazilian firms. *International Journal of Accounting Information Systems*.
- Markowitz, H. M. (1952). On the increasing importance of multiple criteria decision aid methods for portfolio selection. *Journal of Financial*.
- Mejía, D., Castaño, J., Orozco, S., & Castro, C. (2020). Corporative Governance, a Pillar for Financial Performance. *Revista Universitaria Empresa*, 40-64.
- Méndez-Beltrán, J. A., & Rivera-Rodríguez, H. A. (2015). Relación entre gobierno corporativo y posicionamiento organizacional: Instituciones de educación superior en América Latina. *Educación y Educadores*, 435-455.
- Merton, R., & Bodie, Z. (1995). The Global Financial System: A Functional Perspective. *Harvard Business School Press*.
- Mertzanis, C., Basuony, M. A., & Mohamed, E. K. (2019). Social institutions, corporate governance and firm-performance in the MENA region. *Research in International Business and Finance*, 75-96.
- Núñez, G., & Oneto, A. (2015). Corporate governance in Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru: the determinants of risk in corporate debt issuance. *Documentos de Proyectos*.
- OECD. (2004). Principles of Corporate Governance.
- Pachón, F. V. (2007). Aproximaciones al gobierno corporativo en Colombia: incursión y desarrollos actuales. *Criterio jurídico*.
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H.-A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*.
- Quintero, C., Freire, E., García, J., Salazar, J., & Delgado, L. (2017). El índice de gobierno corporativo y su relación con el desempeño financiero: Un estudio de empresas que emitieron en la bolsa de valores de Guayaquil en el 2013. *Revista Espacios*.
- Rivas de Alexis, J., & Alexis, V. (2020). Gestión de las organizaciones cooperativas: un análisis desde la teoría de la agencia. *Guacamaya*.
- Romero Moreno, C. (2011). La teoría moderna de portafolio. Un ensayo sobre sus formulaciones originales y sus repercusiones contemporáneas. *ODEON*.
- Silva, A., & Leal, R. P. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*.
- Wang, H., Tong, L., Takeuchi, R., & George, G. (2016). Corporate social responsibility: An overview and new research directions. *Thematic issue on corporate social responsibility*.
- Wilson, M. (2003). Corporate Sustainability: What is it and where does it come from? *Ivey Business*.
- Zablotsky, E. (2001). Eficiencia Del Mercado De Capitales. Una Ilustración. *Documentos De Trabajo*.

ANEXO

Anexo 1. Estadísticas Descriptivas por Empresa

Tabla 13.

Estadísticas Descriptivas Ecopetrol

	GDS	Endeudamiento Financiero	Endeudamiento Total
Media	64,28571667	0,581185695	0,456776023
Mediana	64,2857	0,5718731	0,442942115
Máximo	69,6429	0,63224994	0,540584843
Mínimo	58,9286	0,530226974	0,387886733
Sesgo	2,91241E-05	0,299529235	0,374833482
Curtosis	-0,24789854	-1,60176374	-2,203975162

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 14.

Estadísticas Descriptivas Bancolombia

	GDS	Endeudamiento Financiero	Endeudamiento Total
Media	52,67855	0,88345317	0,62443216
Mediana	53,5714	0,88206524	0,62682053
Máximo	53,5714	0,89424462	0,66965956
Mínimo	48,2143	0,87798785	0,575011
Sesgo	-2,44948974	1,32557538	-0,19646279
Curtosis	6	1,67113822	-0,57322824

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 15.

Estadísticas Descriptivas ISA

	GDS	Endeudamiento Financiero	Endeudamiento Total
Media	54,7619167	0,57825406	0,46564415
Mediana	56,25	0,5771556	0,46784294
Máximo	60,7143	0,59473889	0,48945178
Mínimo	48,2143	0,56083648	0,42444496
Sesgo	-0,352769	0,07689896	-1,00412581

Curtosis	-2,3352022	-1,47799811	0,83076266
-----------------	------------	-------------	------------

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 16.

Estadísticas Descriptivas Banco de Bogotá

	GDS	Endeudamiento Financiero	Endeudamiento Total
Media	33,9286	0,87602645	0,59016338
Mediana	33,9286	0,87788544	0,58680618
Máximo	33,9286	0,88140636	0,62958008
Mínimo	33,9286	0,86431946	0,56553295
Sesgo	-1,36930639	-1,83488235	1,04461015
Curtosis	-3,33333333	3,72757095	1,15520384

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 17.

Estadísticas Descriptivas GEB

	GDS	Endeudamiento Financiero	Endeudamiento Total
Media	55,35715	0,51671407	0,43775659
Mediana	54,4643	0,50679591	0,43626035
Máximo	64,2857	0,55471118	0,45650565
Mínimo	50	0,48446378	0,42303082
Sesgo	0,43300543	0,59751736	0,21789088
Curtosis	-1,87502613	-1,72603531	-2,48037189

Fuente: Elaboración Propia