
MEDICIÓN DE LA APLICACIÓN DE PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA

Por: Diógenes Lagos Cortés¹ - Carlos Enrique Vecino Arenas²

RESUMEN

La aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo genera confianza pública en los mercados y valor agregado para las empresas. Dada su importancia en el mercado de capitales, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) ha liderado un programa de gobierno corporativo que tiene entre sus objetivos analizar sobre bases comparables la conducta corporativa de las empresas. Aunque en Colombia existe un código de gobierno corporativo que aplica para todos los emisores de valores, realizar esta comparación no resulta fácil debido a la inexistencia de un índice de medición. Para suplir esta necesidad y usando la encuesta código país, se construye un índice que mide el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) de Colombia, en el periodo 2007-2010. Los resultados muestran que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo aún está lejos de alcanzar niveles altos. Sin embargo, se observa una tendencia

-
1. Candidato a Magister en Ingeniería Industrial en Universidad Industrial de Santander, Administrador de Empresas de la Universidad Nacional de Colombia. Docente Universidad Industrial de Santander y Universidad de Santander. Miembro del grupo de investigación FINANCE, Universidad Industrial de Santander. Miembro del grupo de investigación GESTIÓN, Universidad de Santander. E-mail: diogenes.lagos@correo.uis.edu.co, dlagosc@unal.edu.co.
 2. Ph.D. Université de Montreal-HEC Montreal, Master of Science-University of Illinois. Profesor asociado, Escuela de Estudios Industriales y Empresariales, Universidad Industrial de Santander. Director del grupo de investigación FINANCE, Universidad Industrial de Santander. E-mail: cve-cino@uis.edu.co.

Artículo recibido: 18 de junio de 2011. Aprobado: 6 de septiembre de 2011.

creciente en los índices de aplicación. Se encontró que las empresas que tienen mejores prácticas de gobierno corporativo están más interesadas en continuar adoptando las medidas del código país.

Palabras Clave: Gobierno corporativo, índices de gobierno corporativo, medición de gobierno corporativo, conducta corporativa.

Clasificación JEL: G10; G30; M10

ABSTRACT

The implementation of good corporate governance practices generates public confidence in the markets and value-added to the companies. Given its importance in the capital market, the Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) has pioneered a program of corporate governance that has among its objectives to analyze on a comparable basis the corporate behavior of the companies. Although in Colombia there is a code of corporate governance that applies to all issuers of securities, making this comparison it is not easy due to the absence of an index measure. To meet this need and using the survey Código País, constructs an index that measures the level of implementation of corporate governance practices in companies registered in the Registro Nacional de Emisores y Valores (RNVE) in Colombia, in the period 2007-2010. The results show that the implementation of corporate governance practices is still far from reaching levels high. However, there is a growing trend in application rates. It was found that the companies that have the best corporate governance practices are more interested in continue to take the measures of the Código País.

Key words: Corporate governance, corporate governance indices, measuring corporate governance, corporate behavior.

JEL Classification: G10; G30; M10

1. INTRODUCCIÓN

El gobierno corporativo³ se ha consolidado como una herramienta importante para garantizar la estabilidad de los mercados financieros, a tal punto que los principios emitidos por la Organización para la Cooperación

3. La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) define el gobierno corporativo como el sistema (conjunto de normas y órganos internos) mediante el cual se dirige y controla la gestión de una persona jurídica, bien sea de manera individual o dentro de un conglomerado. El gobierno corporativo provee un marco que define derechos y responsabilidades, dentro del cual interactúan los órganos de gobierno de una entidad entre los que se destacan el máximo órgano de dirección, la junta o consejo directivo, los representantes legales y demás administradores, el revisor fiscal y los correspondientes órganos de control.

y el Desarrollo Económico (OCDE)⁴, son considerados por el foro de estabilidad financiera como una de las 12 normas fundamentales para garantizar sistemas financieros sanos (OCDE, 2005). Según Claessens (2006), el auge del gobierno corporativo se debe principalmente a dos situaciones: (i) las crisis financieras ocurridas en Brasil, Rusia y Asia durante 1998, y (ii) los grandes escándalos corporativos presentados en Estados Unidos y Europa. Estos acontecimientos han sido asociados con deficiencias en gobierno corporativo. Por ejemplo, algunos economistas como Stiglitz en 1998, Greenspan en 1999 y Harvey y Roper en 1999, citados en Mitton (2002), consideran la existencia de débiles prácticas de gobierno corporativo como una de las causas de la crisis financiera asiática ocurrida entre 1997 y 1998.

Debido a la creciente importancia del gobierno corporativo, se hace necesario contar con una herramienta que permita medir el nivel de aplicación de estas prácticas en las empresas. Para ello se han desarrollado diferentes intentos de cuantificar, mediante un índice, el estado de aplicación de prácticas de gobierno corporativo. Aunque estos índices presentan características similares, referentes a los contenidos que tratan de medir, también son evidentes las diferencias que poseen, principalmente en cuanto a la forma en que se recolecta la información y las ponderaciones que se otorgan a cada medida. El presente artículo realiza dos contribuciones: En primer lugar, desarrolla una herramienta que permite medir sobre bases comparables⁵ la aplicación de prácticas de gobierno corporativo de las empresas inscritas en el RNVE⁶ en Colombia.

4. La OCDE es una organización de cooperación internacional, fundada en 1960 y tiene como objetivo promover políticas destinadas a: (i) lograr el mayor crecimiento sostenible posible de la economía y del empleo, y a aumentar el nivel de vida en los países miembros, manteniendo la estabilidad financiera y contribuyendo así al desarrollo de la economía mundial; (ii) contribuir a una sana expansión económica tanto en los Estados miembros como en los no miembros en vías de desarrollo económico; y (iii) contribuir a la expansión del comercio mundial sobre una base multilateral y no discriminatoria, de acuerdo con las obligaciones internacionales.
5. A pesar de la existencia del código país (donde se recomienda la aplicación de una serie de prácticas de gobierno corporativo) y de la encuesta código país (que recolecta información referente al nivel de aplicación de estas prácticas), el programa de gobierno corporativo liderado por la SFC no cuenta con una herramienta que le permita a los participantes del mercado de valores comparar el nivel de aplicación de estas prácticas en cada una de las empresas. La SFC presenta cada año un análisis de la encuesta código país. Sin embargo, la forma en que se analizan los resultados de dicha encuesta no permite cumplir a cabalidad el objetivo de reducir la distancia entre emisores de valores e inversionistas, de tal forma que los segundos cuenten con transparencia y oportunidad frente a la administración de sus recursos, al tiempo que puedan analizar la conducta corporativa y administrativa de un emisor con otro, sobre bases comparables.
6. El Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) tiene por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen. Además de certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores clases y tipos de valores. La inscripción en este registro es requisito para aquellas entidades que deseen realizar una oferta pública de sus valores.

En segundo lugar, este documento presenta un análisis de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas inscritas en el RNVE para el periodo comprendido entre los años 2007 y 2010.

El artículo se divide en cinco partes: La primera es la introducción al tema del documento. En la segunda parte, se revisan algunos índices de gobierno corporativo, construidos para diferentes países y se hace una reflexión a cerca de la validez de los mismos, identificando las ventajas y desventajas que se presentan en cada uno de éstos. Partiendo de esta revisión, en la tercera parte se presenta la metodología usada para la construcción de un índice que mide el nivel de aplicación de las prácticas de gobierno corporativo definidas en el código país. Este índice es usado para la interpretación de los resultados de la encuesta código país en la cuarta parte. Para ello se agrupan las empresas bajo tres criterios: origen del capital, actividad en el mercado bursátil y el sector económico al que pertenecen. Finalmente, en la quinta parte se presentan las conclusiones y recomendaciones de este trabajo.

2. MEDICIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO

2.1 Índices de gobierno corporativo

Medir el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo es una tarea compleja, ya que implica condensar en una medida cuantitativa las múltiples dimensiones que abarca el gobierno de una empresa. Este tema ha sido abordado tanto por académicos como por instituciones relacionadas con el mercado financiero, quienes han construido índices que intentan medir los niveles de aplicación de buenas prácticas definidas en diversos códigos de gobierno corporativo. El principal problema que tiene la construcción de un índice de gobierno corporativo es el grado de subjetividad que puede contener. Según Bhagat, Bolton y Romano (2008), el objetivo de la construcción de un índice de gobierno corporativo es comparar las medidas de gobierno de una empresa, contra las que el constructor del índice considera como mejores prácticas. Esto implica cierto grado de subjetividad al momento de definir las medidas de gobierno corporativo que van a ser objeto de la medición. Debido a esto, es común encontrar grandes diferencias entre los aspectos de gobierno corporativo que se intentan medir en cada índice; algunos índices se centran en aspectos específicos del gobierno corporativo y otros lo hacen de forma más general. Por ejemplo, Gompers, Ishii y Metrick (2003) centran su atención en un solo aspecto del gobierno corporativo de una empresa, los derechos de los accionistas. Otros autores utilizan un enfoque diferente, estudian el gobierno corporativo desde una visión más amplia. Por ejemplo, Byun (2007) centra su interés en cinco aspectos del gobierno corporativo: derechos de los accionistas, junta directiva, divulgación de información, comités de auditoría y políticas de dividendos. Sin

importar el enfoque que se use, un índice de gobierno corporativo intentará reflejar mediante un número a nivel de empresa, el estado de aplicación de las prácticas consideradas de interés para determinado estudio.

Uno de los primeros índices de gobierno corporativo es construido por Credit Lyonnais Security Asia (CLSA) para el año 2000, donde se analizan 495 empresas provenientes de 25 países emergentes. Este índice se construye a partir de una encuesta que contiene 57 preguntas, divididas en siete grupos de medidas relacionadas con el gobierno de la empresa: disciplina, transparencia, independencia, rendición de cuentas, responsabilidad, justicia y responsabilidad social. Dicha encuesta ha sido utilizada por diversos autores, quienes han construido índices para estudiar aspectos específicos de gobierno corporativo en países emergentes. Por ejemplo, Klapper y Love (2004) reducen su estudio a 374 empresas en 14 países para analizar la relación entre el índice de gobierno corporativo y los sistemas legales en cada país de la muestra. Durnev y Kim (2005) hacen dos exclusiones en la muestra utilizada por CLSA: (i) excluyen a las empresas que prestan servicios financieros, por considerar que el sector financiero se encuentra bajo una regulación especial; y (ii) excluyen a las empresas, para las cuales no se haya podido validar información clave. De esta manera el estudio de Durnev y Kim se reduce a 344 empresas, y se centra en políticas de divulgación y protección de los accionistas.

Otra medición de gobierno corporativo es desarrollada por Gompers et al. (2003), quienes intentan obtener una representación de la relación de poder entre los accionistas y la alta dirección a través de un índice. Los autores analizan información de 1.500 empresas en los Estados Unidos para los años 1990, 1993, 1995 y 1998. El índice Gompers se compone de 24 medidas divididas en cinco grupos: tácticas para retrasar oferentes hostiles, derechos de voto, protección para la dirección, otras defensas frente a Opas⁷ y leyes estatales. Otros índices miden la aplicación de medidas recomendadas por instituciones que lideran el ámbito del gobierno corporativo. Por ejemplo, Leal y Carvalhal-da-Silva (2005) evalúan la aplicación de prácticas de gobierno corporativo sugeridas por el Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC), la OCDE⁸ y la Comisión Nacional de Valores de Brasil

-
7. Una OPA es una operación financiera realizada por un accionista o un extraño a la empresa mediante la cual da a conocer públicamente a los accionistas de una sociedad cotizada en bolsa su deseo de adquirir el control de la misma. La operación se considera hostil cuando se hace sin conocimiento o aceptación previa de sus órganos sociales.
 8. Los principios de la OCDE se centran en seis temas de gobierno corporativo: garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo, derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad, tratamiento equitativo de los accionistas, papel de las partes interesadas en el gobierno corporativo, revelación de datos y transparencia, y finalmente, responsabilidades del consejo.

(CVM). El índice se divide en cuatro grupos de medidas: divulgación, composición y funcionamiento de la junta directiva, ética y conflictos de intereses y derechos de los accionistas. Garay, González, González y Hernández (2006) aplican la encuesta utilizada por Leal y Carvalhal-da-Silva (2005), para desarrollar un índice de gobierno corporativo con igual estructura para 46 empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas.

En muchos países, las bolsas de valores se han convertido en un jugador importante en temas de gobierno corporativo, liderando iniciativas que proveen información para la medición del gobierno corporativo. Por ejemplo, Black, Jang y Kim (2006) construyen un índice de gobierno corporativo para 515 empresas coreanas, basados en la encuesta realizada por Korea Stock Exchange (KSE) en el año 2001. El índice evalúa la aplicación de 39 medidas, divididas en cinco grupos: derechos de los accionistas, funcionamiento del consejo, estructura del consejo, divulgación de información y estructura de propiedad. Esta encuesta también es utilizada por Byun (2007) para construir un índice de gobierno corporativo, utilizando 1.647 casos de empresas, inscritas en la bolsa de valores de Corea durante el periodo 2001-2004. El índice se divide en cinco grupos: protección de los derechos de los accionistas, consejo de administración, divulgación de información, comités de auditoría y políticas de dividendos.

De forma similar a lo hecho por CLSA, la Corporación Andina de Fomento (CAF)⁹ ha desarrollado políticas referentes a gobierno corporativo para sus países miembros. La CAF posee una aplicación que le permite a las empresas medir el grado de cumplimiento de los estándares de gobierno corporativo, definidos en los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo. Este índice se basa en 51 medidas, divididas en cinco grupos: derechos y trato equitativo de los accionistas, asamblea general de accionistas, el directorio, información financiera y no financiera y resolución de controversias.

En Colombia son pocos los índices de gobierno corporativo que se han construido, Gutiérrez y Pombo (2007) calculan para el año 2004 un índice de gobierno corporativo a partir del cuestionario aplicado por CLSA. Los autores realizan algunas modificaciones a este cuestionario para adecuarlo al contexto colombiano¹⁰. Este índice comprende seis criterios: independencia,

9. CAF es un banco de desarrollo constituido en 1970 y conformado en la actualidad por 18 países de América Latina, El Caribe y Europa, así como por 14 bancos privados de la región andina. La Institución promueve un modelo de desarrollo sostenible, mediante operaciones de crédito, recursos no reembolsables y apoyo en la estructuración técnica y financiera de proyectos del sector público y privado de Latinoamérica.

10. Algunas preguntas fueron eliminadas debido a que el marco legal colombiano no contempla esas medidas, otras preguntas fueron eliminadas debido a la baja tasa de respuesta o debido a que eran confusas. Las 31 preguntas resultantes fueron agrupadas en los seis criterios originales del CLSA.

rendición de cuentas, justicia, responsabilidad, transparencia y disciplina. De otra parte, Langebaek y Ortiz (2007) construyen un índice para medir el grado de aplicación de 20 prácticas de gobierno corporativo durante el año 2005 en 57 empresas colombianas. Las medidas incluidas en este índice se dividen en cuatro grupos: trato equitativo de los accionistas, organización y funcionamiento de las asambleas, la administración y la junta directiva y revelación de información financiera y no financiera.

2.2 Validez de los índices de gobierno corporativo

Como se mencionó anteriormente, un índice de gobierno corporativo intenta cuantificar el grado de aplicación de diversas prácticas definidas previamente por el autor como su objeto de interés. Este y otros aspectos, hacen que en un índice gobierno corporativo, independiente de la estructura que se use para su construcción, siempre contenga algún grado de subjetividad. En los índices de gobierno corporativo existen por lo menos, tres aspectos que han sido objeto de críticas. En estos aspectos se pone en duda si realmente estos índices reflejan la situación de aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas:

- 1) Aspectos relacionados con las medidas incluidas: Según Bhagat et al. (2008), cuando se construye un índice de gobierno corporativo se desconocen principalmente dos aspectos. Primero, que los componentes de gobierno corporativo varían a través de las empresas¹¹ y segundo, que éstos en algunos casos son sustitutos y no complementarios. Los países y empresas definen códigos de gobierno corporativo que han sido originados a partir de estándares internacionalmente aceptados, como los principios de gobierno corporativo de la OCDE y otras instituciones relacionadas con el tema¹². Estos códigos incluyen principios que son de adopción voluntaria; por lo cual, cada empresa, dependiendo de su situación específica, decide cuales normas adopta y cuáles no. Esta situación no se refleja en los índices de gobierno corporativo, ya que miden de igual forma a todas las empresas. Para Bhagat et al. (2008), la obligatoriedad de la regulación en materia de gobierno corporativo es

11. La OCDE reconoce que no existe un modelo único de gobierno corporativo, pero si es posible identificar elementos comunes. Los principios de la OCDE, toman estos elementos comunes como referencia y han sido formulados para que abarquen los diferentes modelos existentes. Estos principios pueden ser empleados al momento de desarrollar marcos legales y reglamentarios en materia de gobierno corporativo que reflejen su propio entorno económico, social, legal y cultural (OCDE, 2005).

12. En el caso colombiano, el código país es producto de la revisión de los principios de gobierno corporativo de la OCDE y los lineamientos para un código andino de gobierno corporativo de la CAF, además de reglamentación expedida por diferentes entidades como la SFC y la superintendencia de sociedades.

el equivalente funcional de un índice de gobierno corporativo que tiene fuerza de ley, debido a que impone a todas las empresas situaciones similares, sin dejar espacio para la caracterización de circunstancias propias en cada una de ellas. Según Langebaek y Ortiz (2007), otro problema relacionado con las medidas contenidas en un índice de gobierno corporativo, es que este no abarque todos los temas que debiera. Aunque la mayor parte de los índices incluyen temas relacionados con protección de los accionistas, composición y funcionamiento de la junta directiva y asamblea general de accionistas, revelación de información y conflictos de interés, gran parte de los índices son el resultado de una selección previa de los autores en cuanto a las prácticas que se incluyen. Por ejemplo, Black et al. (2006) parten de 123 variables originadas en la encuesta de la KSE y construyen un índice de 39 variables, luego de excluir las preguntas que consideran subjetivas, irrelevantes, ambiguas, o que se solapan con otra variable. Otro factor que puede incidir en que las medidas de gobierno corporativo no sean las adecuadas, es debido a que algunos índices son contruidos teniendo en cuenta regulaciones y aspectos propios de un país. Sin embargo, son replicados para ser aplicados en otros países, desconociendo el entorno de las empresas. Por ejemplo, Garay et al. (2006) utilizan el índice desarrollado para Brasil por Leal y Carvalhal-da-Silva (2005). Este índice es modificado y se aplica para medir los niveles de gobierno corporativo en Venezuela;

- 2) Aspectos relacionados con la forma de recolectar la información: Bajo este criterio, se presentan tres grupos de índices. El primer grupo comprende índices contruidos a partir de encuestas completadas por las propias empresas. Índices de este estilo son los desarrollados por Black et al. (2006) y Byun (2007). Según Garay et al. (2006), cuando se utilizan encuestas diligenciadas por las propias empresas para construir un índice de gobierno corporativo se presentan principalmente dos problemas: (i) poca recepción de estas iniciativas, especialmente por parte de las empresas que no poseen buenas prácticas de gobierno corporativo; y (ii) la existencia de un grado de incertidumbre relacionado con la veracidad de la información recolectada, ya que las empresas podrían completar las encuestas de acuerdo a su conveniencia. El segundo grupo comprende índices contruidos a partir de encuestas completadas con base en información pública de las empresas tales como estatutos, informes anuales, estados financieros, actas de juntas directivas y asambleas de accionistas, documentos de estructura de propiedad, inversiones en valores, códigos de gobierno, entrevistas con los directores y miembros de las juntas directivas. Son muchos los autores que utilizan información pública para la construcción de

un índice de gobierno corporativo. Por ejemplo Gompers et al. (2003), Leal y Carvalhal-da-Silva (2005), Garay et al. (2006), Langebaek y Ortiz (2007), Gutiérrez y Pombo (2007) y CLSA. Según Langebaek y Ortiz (2007), construir el índice a partir de información pública presenta las siguientes ventajas: evita problemas de sesgo de selección, evita la subjetividad de quien responde un cuestionario, el índice refleja lo que el mercado conoce sobre las empresas y permite aumentar el número de empresas consideradas. Por último, el tercer grupo considera los índices que se construyen a partir de una mezcla de encuestas completadas por las propias empresas e información recolectada por los investigadores. Por ejemplo, Black et al. (2006) hacen uso de esta combinación con el objetivo de completar información que no fue posible obtenerla a través de la encuesta;

- 3) Aspectos relacionados con la ponderación asignada a cada medida: el peso que se asigna a cada medida afecta el resultado final del índice. En este grupo se pueden encontrar dos tipos de índices: Primero, índices donde todas las medidas tiene igual peso en el resultado final. En esta clase de índices, se asigna uno (1) como calificación cuando, la medida es aplicada y cero (0), en el caso contrario. Por ejemplo, Gompers et al. (2003), Leal y Carvalhal-da-Silva (2005), Garay et al. (2006), Langebaek y Ortiz (2007), Gutiérrez y Pombo (2007). Segundo, los índices que asignan ponderaciones, dependiendo de la importancia considerada para cada medida. Por ejemplo, en el índice de la CAF, las medidas están clasificadas en cuatro niveles de jerarquía (imprescindible, importante, conveniente y deseable). Se asigna el máximo puntaje de acuerdo al nivel de jerarquía (54, 9, 3, 1 respectivamente) cuando la empresa cumple con dicha medida; si la medida no se cumple se califica sin puntos; en el caso de que la medida se encuentre en proceso de cumplimiento se otorga la mitad del puntaje máximo; y si la medida no aplica, o existe alguna incompatibilidad legal, se califica con el puntaje máximo. Aunque en el índice de CLSA se califica uno (1) cuando, la medida evaluada está presente y cero, en caso contrario, este es un índice ponderado, debido a que los grupos de medidas no contienen igual número de preguntas, pero cada grupo si tiene el mismo valor porcentual. Los primeros seis grupos del índice pesan 15% del puntaje máximo total y el último grupo tiene una ponderación de 10%. Estas diferencias en el número de preguntas de cada grupo hacen que las medidas tengan ponderaciones diferentes al momento de calcular el índice. Similar situación se presenta en Black et al. (2006) donde asignan a cada uno de los cinco grupos igual porcentaje (20%) sobre el total del índice, pero la diferencia en el número de preguntas de cada grupo hace que

cada una de ellas tenga un peso específico asignado. El índice construido por Byun (2007), considera 7 niveles diferentes de ponderación en las preguntas, que varían en la siguiente escala: 1, 2, 3, 4, 5, 6, o 10 puntos, de los 300 puntos que es el puntaje máximo del índice. Según Langebaek y Ortiz (2007), el uso de ponderaciones específicas para los diferentes criterios que conforman el índice de gobierno corporativo es un argumento válido, pero no deja de ser subjetivo, ya que no existe un consenso que indique o asigne niveles de importancia a cada medida. Un índice simple es menos subjetivo que un índice ponderado, a pesar de no evaluar el impacto relativo o importancia de cada medida (Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005), además de ser transparente y fácilmente reproducible (Gompers et al., 2003).

3. METODOLOGÍA

3.1 Datos

La fuente de datos para este análisis es la encuesta código país¹³, la cual deben remitir de forma anual a la SFC¹⁴, las entidades que se encuentren inscritas o que tengan valores inscritos en el RNVE. La muestra abarca 660 encuestas, suministradas por los emisores durante los años 2007, 2008, 2009 y 2010. La encuesta código país tiene como objetivo indicar y describir, de manera general, información de los emisores sobre sus prácticas de gobierno corporativo y sobre la adopción de las 41 recomendaciones del Código de Mejores Prácticas Corporativas para Colombia (Código País)¹⁵, mediante 80 preguntas¹⁶. Estas preguntas se deben responder afirmativa o negativamente

13. Se exceptúan de la obligación de diligenciar la encuesta: la Nación, los patrimonios autónomos fiduciarios, las carteras colectivas, las universalidades (conjunto de activos aislados del patrimonio del emisor, se conforman principalmente por portafolios de créditos hipotecarios), las entidades territoriales, los organismos multilaterales de crédito, los gobiernos extranjeros y las entidades públicas extranjeras, las sucursales de sociedades extranjeras y las entidades extranjeras.

14. La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) surgió de la fusión de la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores, según lo establecido en el artículo 1 del Decreto 4327 de 2005. La entidad es un organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica, autonomía administrativa y financiera y patrimonio propio. Entre sus objetivos esta: preservar la confianza pública y la estabilidad del sistema financiero; mantener la integridad, la eficiencia y la transparencia del mercado de valores y demás activos financieros; y velar por el respeto a los derechos de los consumidores financieros y la debida prestación del servicio.

15. El código país se compone de 41 medidas concretas y de adopción voluntaria dirigidas a los emisores de valores en Colombia, estas medidas se encuentran divididas en cuatro grupos: asamblea general de accionistas, junta directiva, revelación de información financiera y no financiera, y resolución de controversias.

16. La encuesta código país puede ser consultada en la página de la superintendencia financiera, a través del siguiente link: <http://www.superfinanciera.gov.co/Codigopais/anexo1.html>

según se cumpla o no con la recomendación referida, siempre y cuando la situación del emisor se encuadre dentro del supuesto que allí se plantea. En caso contrario, el emisor tiene la opción de responder “No Aplica”. La última pregunta (número 80) es opcional y hace referencia a la existencia de otras prácticas de gobierno corporativo en las empresas. Esta pregunta no es tenida en cuenta para el análisis realizado en este documento.

3.2 El índice de Gobierno Corporativo Código País (IGCCP)

Con el objetivo de medir y comparar el nivel de gobierno corporativo de los emisores de valores en el mercado colombiano, se sigue un enfoque diferente al que utiliza la SFC para presentar los resultados anuales de la encuesta código país. Para ello se construye un índice de gobierno corporativo a partir de dicha encuesta. El IGCCP sigue la estructura de la encuesta código país. Las diferentes preguntas han sido agrupadas para conformar diez subíndices específicos de gobierno corporativo, los cuales se unen para formar cuatro subíndices de gobierno corporativo que finalmente dan como resultado el índice general de gobierno corporativo¹⁷. En la tabla 1 se muestra la conformación del IGCCP. Este índice es un índice simple, no se usa ninguna ponderación al momento de evaluar cada medida. El índice asigna a cada medida el valor de uno (1) si se cumple dicha medida y cero (0), en caso contrario. En la encuesta código país los emisores pueden responder “No Aplica”, en caso de que la situación no encaje en los supuestos planteados. Cuando estos supuestos hacen referencia a la existencia de alguna de las 41 medidas del código país se califica la pregunta con cero (0) si se responde “No Aplica” y se califica con uno (1) en el caso de que el supuesto no esté presente en el periodo de evaluación de la encuesta. Cada una de las preguntas de la encuesta código país está ligada con alguna medida del código país, cuando varias preguntas hacen referencia a la misma medida, el valor de la medida se distribuye en porcentajes iguales, de acuerdo al número de preguntas que la evalúan.

En la construcción del IGCCP, se intenta superar los tres aspectos críticos mencionados en la primera parte de este documento (relacionados con las medidas incluidas, con la forma de recolectar la información y con la ponderación asignada a cada medida), al momento de elaborar un índice para cuantificar el grado de aplicación de prácticas de gobierno corporativo. El IGCCP se basa en medidas de adopción voluntaria, inspiradas en los principios de gobierno corporativo de la OCDE, que en teoría son comunes en su mayoría a todos los emisores de valores.

17. En el anexo 1 se presenta de forma detallada el índice de gobierno corporativo código país, utilizado para el análisis de los resultados de la encuesta código país.

El IGCCP abarca las medidas sugeridas específicamente para el mercado de valores colombiano, según el consenso de diferentes actores involucrados en desarrollo del mismo e interesados en el fortalecimiento del gobierno corporativo, tales como la SFC, la Asociación Nacional de Industriales (ANDI), la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (Asobancaria), la BVC y la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (Confecámaras), entre otros.

Tabla 1: Estructura del índice de gobierno corporativo código país

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

Fuente: Este estudio

Aunque el IGCCP se construye mediante encuestas diligenciadas por los propios emisores, el hecho que el diligenciamiento de la encuesta código país este reglamentada por la SFC mediante la circular externa 007 de 2011, hace que los problemas de veracidad de la información recolectada disminuyan, además de contar con una cantidad considerable de emisores para analizar. La SFC exige que toda la información se ajuste a los principios de transparencia, integralidad y veracidad. Por tal razón no podrá incluirse información sesgada, insuficiente, no verificable, o cualquier otra que pueda inducir a error o confusión, o que no permita al mercado, en general, y a los inversionistas hacerse un juicio fundado y objetivo sobre la entidad¹⁸. La responsabilidad por el diligenciamiento y remisión de la encuesta, así como por la integralidad y veracidad acerca del contenido de las respuestas, corresponde al representante legal de la entidad emisora.

18. Ver Circular externa 007 de 2011 en <http://www.superfinanciera.gov.co/>

Sin embargo, se reconoce que sería más conveniente hacer una validación de la información suministrada en cada encuesta, a partir de documentos societarios. El IGCCP, al ser un índice simple, es menos subjetivo que un índice ponderado, ya que no existe un consenso válido para otorgar diferentes niveles de importancia a cada una de las medidas evaluadas. El IGCCP difiere del utilizado por Gutiérrez y Pombo (2009), ya que al momento de asignar la puntuación toma como eje central de la medición de gobierno corporativo cada medida del código país y no cada una de las preguntas de la encuesta código país.

4. APLICACIÓN DE PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA

En esta sección se muestran los resultados del análisis de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia, mediante el uso del IGCCP para el periodo 2007-2010. Este análisis se basa en las empresas que respondieron la encuesta código país; 170 en 2007, 173 en 2008, 167 en 2009 y 150 en 2010. En la tabla 2 se presentan los principales estadísticos descriptivos del IGCCP.

Tabla 2: Estadísticos descriptivos generales para el IGCCP

	2007	2008	2009	2010
Percentil 05	15.33	16.00	16.08	18.83
Percentil 25	20.50	20.50	22.23	23.47
Percentil 75	27.57	30.17	32.00	33.83
Percentil 95	35.10	38.50	38.65	39.90
Máximo	40.00	41.00	41.00	40.67
Mínimo	7.00	11.50	10.50	10.50
Media	24.36	25.70	26.95	28.74
D. Estándar	5.79	6.77	6.80	6.66
Empresas	170	173	167	150

Fuente: Este estudio

Los resultados del IGCCP muestran que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas inscritas en el RNVE, está lejos de alcanzar niveles altos, aunque se puede observar una tendencia de mejora en los índices obtenidos por las empresas a partir del 2007, año en que empezó a realizarse la encuesta código país.

El máximo puntaje obtenido es 40.67 y se presenta en el año 2010, mientras que el mínimo se encuentra en el año 2007. La media es 24.36 en el 2007, 25.70 en el 2008, 26.95 en el 2009 y 28.74 en el 2010. Las empresas ubicadas en el percentil 75 presentan un crecimiento más significativo en sus índices, en contraste con las empresas ubicadas en el percentil 25, las cuales presentan el más bajo crecimiento. Esto indica que las empresas con mayores niveles de aplicación de prácticas de gobierno corporativo se encuentran más comprometidas con el mejoramiento de sus índices de gobernanza. La variabilidad de la muestra es superior a 23%, en todos los años del periodo analizado; esto indica que existen diferencias significativas, entre las empresas que obtienen altas índices de gobierno corporativo y las que obtienen bajos índices. Para entender mejor los resultados de la medición de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo a través del IGCCP se han agrupado las empresas en tres criterios: (i) sector económico al que pertenecen (real, financiero y servicios públicos); (ii) actividad en la bolsa durante el periodo evaluado (emitió valores, no emitió valores); y (iii) origen del capital (empresas privadas y empresas públicas). En la tabla 3 se muestran los resultados obtenidos mediante el primer criterio de clasificación: sector económico.

Tabla 3: Estadísticos descriptivos para el IGCCP discriminado por sectores

	2007			2008			2009			2010		
	R	F	S	R	F	S	R	F	S	R	F	S
Percentil 05	15.30	16.07	15.97	15.00	18.63	19.42	14.97	18.80	21.13	18.50	19.50	22.17
Percentil 25	19.13	22.23	22.83	18.70	22.21	25.73	19.67	24.00	27.80	22.25	25.92	26.21
Percentil 75	26.83	29.83	27.57	26.58	33.87	34.23	27.67	34.60	35.57	32.00	37.07	36.50
Percentil 95	32.00	37.26	35.10	34.72	38.55	38.50	33.92	39.60	40.00	38.83	40.30	39.63
Media	23.30	25.41	25.73	23.49	27.35	29.60	24.32	28.67	31.73	26.88	30.62	31.49
D. Estándar	5.12	6.53	5.65	6.09	6.73	6.57	5.97	6.75	5.79	6.46	6.47	5.77
Empresas	88	60	22	87	64	22	81	65	21	79	55	16

Fuente: Este estudio

Algunos estudios que intentan medir el impacto generado en las empresas por la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, excluyen las instituciones financieras. Por ejemplo, Durnev y Kim (2005) y Byun (2007). Esta exclusión se debe principalmente a la estructura única en su género, la reglamentación y las normas de contabilidad propias del sector financiero; factores que influyen en mejores indicadores de gobierno corporativo en las empresas de este sector. Para el caso colombiano, sorprende que las empresas del sector financiero no presenten los más altos índices

de gobierno corporativo; estos son obtenidos por las empresas del sector de los servicios públicos. Las empresas del sector real son las que obtienen los menores índices de aplicación de prácticas de gobierno corporativo; en este sector la media es bastante baja, comparada con los otros dos sectores. Si se analizan los diferentes sectores, a nivel de percentiles, se observa este mismo comportamiento de crecimiento, lo cual sugiere que existe una mayor preocupación por mejorar los niveles aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas pertenecientes al sector de servicios públicos.

El siguiente criterio, utilizado para el análisis de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, es si la empresa emitió bonos o acciones en el periodo analizado. De las empresas analizadas solo el 14.70% emitió valores en el 2007, 9.24% en el 2008, 14,97% en el 2009 y, 16% en el 2010. En la tabla 4 se muestran los principales resultados; éstos sugieren que las empresas emisoras de títulos valores tienen un interés adicional por las practicas de gobierno corporativo.

Tabla 4: Estadísticos descriptivos para el IGCCP discriminado por actividad en la bolsa

	2007		2008		2009		2010	
	Emisor	No Emisor	Emisor	No Emisor	Emisor	No Emisor	Emisor	No Emisor
Percentil 05	17.97	15.30	23.50	15.75	22.17	16.08	24.60	18.67
Percentil 25	23.50	20.25	25.18	19.77	28.80	21.85	27.33	23.17
Percentil 75	34.27	26.83	34.98	28.67	36.50	30.12	38.70	32.75
Percentil 95	39.17	32.17	39.25	38.50	39.00	38.50	40.00	39.63
Media	29.11	23.54	30.64	25.19	31.89	26.08	33.11	27.91
D. Estándar	6.52	5.27	5.32	6.72	5.99	6.57	5.94	6.48
Empresas	25	145	16	157	25	142	24	126

Fuente: Este estudio

Las empresas que realizaron emisiones en el periodo 2007-2010 tienen mayores índices de gobierno corporativo. En los emisores la media es de 29.11 en el 2007 y 33.11 en el 2010, a diferencia de las empresas que no realizaron emisiones, donde se observa una media de 23.54 en el 2007 y 27.91 en el 2010. Se obtienen resultados similares si se analizan las empresas emisores y no emisoras de valores, discriminadas en los tres sectores anteriormente analizados. Esto podría indicar que las empresas que tienen planeado realizar emisiones en la bolsa de valores, otorgan mayor importancia a sus prácticas de gobierno corporativo, con el objetivo de acceder con mayor facilidad a recursos del mercado.

El tercer criterio, utilizado para el análisis de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en el mercado de valores colombiano, es el origen del capital. En la tabla 5 se presentan los resultados para éste criterio; éstos muestran que en el año 2007 no existía una diferencia significativa entre las empresas públicas y las empresas privadas en cuanto a la aplicación de prácticas de gobierno corporativo.

Tabla 5: Estadísticos descriptivos para el IGCCP discriminado por origen del capital

	2007		2008		2009		2010	
	Pública	Privada	Pública	Privada	Pública	Privada	Pública	Privada
Percentil 05	15.30	15.33	16.50	15.75	16.50	16.08	16.50	18.83
Percentil 25	21.83	20.50	26.20	20.13	28.40	22.17	28.40	23.20
Percentil 75	27.50	27.57	35.95	28.83	35.20	30.70	37.07	33.00
Percentil 95	39.17	35.10	40.00	38.17	39.00	38.40	40.00	39.80
Media	24.70	24.32	30.99	25.23	31.53	26.53	32.19	28.30
D. Estándar	6.42	5.74	6.50	6.62	6.29	6.71	6.25	6.60
Empresas	17	153	14	159	14	153	17	133

Fuente: Este estudio

La media para las empresas públicas es de 24.70 y, 24.32 para las empresas privadas. Sin embargo, a partir del 2008 esta diferencia se hace significativa, siendo mayor al final del periodo analizado. En el 2010 la media de las empresas públicas es 32.19, en contraste a la media obtenida por las empresas privadas (28.30). Esto es consistente con lo encontrado anteriormente, ya que la mayoría de las empresas públicas pertenecen al sector de servicios públicos.

Como se mencionó anteriormente, el índice de gobierno corporativo código país se divide en 4 subíndices. En la tabla 6 se muestra los resultados obtenidos para cada subíndice de gobierno corporativo¹⁹; estos muestran que los cuatros subíndices (asamblea general de accionistas, junta directiva, divulgación de información financiera y no financiera, resolución de controversias) presentan una tendencia creciente en su valor para cada año.

Las medidas relacionadas con la asamblea general de accionistas son las que presentan mayor porcentaje de aplicación en cada año. En el primer año del periodo analizado se observa un cumplimiento del 68.72%, este porcentaje aumenta a 80.18% en el 2010. De otra parte, las medidas

19. Los valores que aparecen entre paréntesis en las tablas 6 y 7 hacen referencia al puntaje máximo que se puede obtener en cada ítem.

relacionadas con la forma de resolver controversias son las que presentan menor porcentaje de aplicación, estas medidas son aplicadas por el 43.50% de las empresas en el 2007 y 62.50% en el 2009.

Tabla 6: Resultados para los subíndices del IGCCP

	2007		2008		2009		2010	
	Media	%	Media	%	Media	%	Media	%
Asamblea General de Accionistas (11)	7.56	68.72	8.03	73.00	8.31	75.55	8.82	80.18
Junta Directiva (15)	8.50	56.66	8.89	59.26	9.42	62.80	9.93	66.20
Revelación de Información (13)	7.42	57.07	7.82	60.15	8.14	62.62	8.74	67.23
Resolución de Controversias (2)	0.87	43.50	0.95	47.50	1.08	54.00	1.25	62.50

Fuente: Este estudio

Las medidas relacionadas con la junta directiva y revelación de información presentan comportamientos similares, siendo levemente superiores los encontrados en el subíndice de revelación de información financiera y no financiera. El subíndice junta directiva presenta un nivel de cumplimiento de 56.66% en el 2007 y 66.20% en el 2010, mientras que el subíndice de revelación de información presenta un cumplimiento del 57.07% en el 2007 y 67.23% en el 2010.

En la tabla 7 se muestran los resultados para cada uno de los 10 subíndices específicos que componen el índice general de gobierno corporativo y permiten comprender mejor el comportamiento de cada subíndice de gobierno corporativo.

Los resultados mostrados para el subíndice de asamblea general de accionistas se explican principalmente por buenas calificaciones en los subíndices específicos de convocatoria y celebración de la asamblea. El subíndice específico de derechos de accionistas es el que menor porcentaje de cumplimiento presenta, si se comparan los tres subíndices específicos que componen el subíndice asamblea general de accionistas, explicado principalmente por la ausencia de un reglamento interno para la asamblea general de accionistas.

De los tres subíndices específicos que componen el subíndice junta directiva, el que presenta los más bajos niveles de cumplimiento, es el subíndice específico, comités de apoyo, debido principalmente a que las empresas no cuentan con comités que apoyen la labor de la junta directiva en aspectos como nombramiento, retribuciones y gobierno corporativo. En el 2007 solo el 22.5% de las empresas manifiesta contar con este tipo de comités. Aunque esta situación mejora en el 2010, los resultados de aplicación

siguen siendo muy bajos; estas medidas son aplicadas solo por el 33.75% de las empresas. Las medidas relacionadas con la conformación de la junta directiva muestran un cumplimiento de 57.66% en el 2007 y 69,83% en el 2010; estos porcentajes son afectados por la falta de un reglamento interno para la junta directiva. De los tres subíndices específicos de la junta directiva, el de mejor comportamiento, es el que evalúa los deberes sus miembros. Los resultados muestran que este grupo de medidas es cumplido por el 84.58% de las empresas en el 2007 y 89.29% en el 2010.

Tabla 7: Resultados para los subíndices específicos del IGCCP

	2007		2008		2009		2010	
	Media	%	Media	%	Media	%	Media	%
Convocatoria Asamblea (4)	2.90	72.50	3.11	77.75	3.18	79.50	3.30	82.50
Celebración Asamblea (4)	3.01	75.25	3.07	76.75	3.10	77.50	3.24	81.00
Derechos Accionistas (3)	1.65	55.00	1.85	61.67	2.03	67.66	2.27	75.67
Conformación Junta Directiva (6.33)	3.65	57.66	3.88	61.29	4.20	66.35	4.42	69.83
Deberes Junta Directiva (4.67)	3.95	84.58	3.97	85.01	4.10	87.79	4.17	89.29
Comités de Apoyo (4)	0.90	22.50	1.04	26.00	1.13	28.25	1.35	33.75
Solicitud de Información (4)	2.75	68.75	2.82	70.50	2.95	73.75	3.10	77.50
Información al Mercado (6)	2.56	42.67	2.79	46.50	2.90	48.33	3.26	54.33
Revisor Fiscal (3)	2.11	70.33	2.22	74.00	2.28	76.00	2.38	79.33
Resolución de Controversias (2)	0.87	43.50	0.95	47.50	1.08	54.00	1.25	62.50

Fuente: Este estudio

En cuanto al subíndice de revelación de información, el subíndice específico que presenta menores porcentajes de cumplimiento es información al mercado, que presenta un cumplimiento de 42.67% en el 2007, 46.50% en el 2008, 48.33% en el 2009 y 54,33 en el 2010; estos resultados se deben a la poca disposición de las empresas por revelar información que consideran privada, particularmente en cuanto a remuneraciones de sus directivos, revisores fiscales y auditores externos. Los subíndices específicos de solicitud de información y revisor fiscal presentan comportamientos similares, aunque es superior el porcentaje de cumplimiento de este último. El 68.75% de las empresas cumple con las medidas relacionadas con las solicitudes de información que pueden realizar los grupos de interés en el 2007. Este porcentaje es de 70.5% en el 2008 y 73.75% en el 2009. Las medidas relacionadas con el revisor fiscal se cumplen en el 70.33% de las empresas en el 2007, 74% en el 2008, 73.75 en el 2009 y 77.50 en el 2010.

CONCLUSIONES

Los resultados del IGCCP muestran que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas inscritas en el RNVE aún está lejos de alcanzar niveles altos, aunque se observa una tendencia de mejora en los índices obtenidos por las empresas a partir del 2007. Se encontró que las empresas que tienen mejores prácticas de gobierno corporativo están más interesadas en continuar adoptando las medidas del código país. Las empresas del sector de servicios públicos son las que más aplican las prácticas del código país, en contraste con el sector real, donde se encuentran los menores porcentajes de cumplimiento. También se encuentra que puede existir una relación entre la posibilidad de emitir valores en el mercado y el interés en mejorar las prácticas de gobierno corporativo, aunque para afirmar esto se deben realizar pruebas más robustas.

Específicamente, en cuanto a la medición realizada se concluye que las medidas relacionadas con la asamblea general de accionistas son las que presentan mayor porcentaje de aplicación en cada año. Las medidas relacionadas con la junta directiva y la revelación de información presentan comportamientos similares, siendo levemente superiores los encontrados en el subíndice de revelación de información financiera y no financiera. El área más crítica es la resolución de controversias, donde se presentan bajos porcentajes de cumplimiento, durante los cuatro años analizados. De estos resultados se identifican 3 grupos de medidas, en los cuales se debe trabajar para mejorar los indicadores de gobierno corporativo: (i) las empresas no tienen reglamentos internos para la junta directiva y la asamblea general de accionistas que permitan un conocimiento claro de las funciones, normas y procedimientos que regulan los entes decisorios de las mismas; (ii) a pesar de la importancia que ha cobrado la independencia de la junta directiva a nivel internacional, aún las empresas colombianas presentan bajos niveles de independencia en los miembros de la junta directiva; y (iii) existen bajos niveles de divulgación de información hacia el mercado, particularmente en cuanto a remuneraciones de sus directivos, revisores fiscales y auditores externos.

Finalmente, se recomienda que la SFC como entidad reguladora del mercado de valores ejerza un mayor seguimiento a la aplicación de las medidas sugeridas en el código país; para ello se debe adoptar una herramienta que permita comparar fácilmente el comportamiento de las empresas en cuanto a sus prácticas de gobierno corporativo, un índice como el desarrollado en este documento puede ser idóneo para este propósito.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian y ROMANO, Roberta (2008). The promise and peril of corporate governance indices. En: *Columbia Law Review*, Vol. 108, No. 8. pp. 1803-1882.
- BLACK, Bernard; JANG, Hasung y KIM, Woochan (2006). Does corporate governance predict firms' market values?. En: *Journal of Law Economics and Organizations*, Vol. 22, No. 2. pp. 366-413.
- BYUN, Hae-Young (2007). The cost of debt capital and corporate governance practices. En: *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 36, No 5. pp. 765-806.
- CLAESSENS, Stijn (2006). Corporate governance and development. En: *World Bank Research Observer*, Vol. 21, No. 1. pp. 91-122.
- DURNEV, Art y KIM, Han (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. En: *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3. pp. 1461-1493.
- GARAY, Urbi; GONZÁLEZ, Germán; GONZÁLEZ, Maximiliano y HERNÁNDEZ, Yelhis (2006). Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas. En: *Estudio IESA*, Vol. 24. pp. 1-22.
- GOMPERS, Paul; ISHII, Joy y METRICK, Andrew (2003). Corporate governance and equity prices source. En: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1. pp. 107-155.
- GUTIÉRREZ, Luis y POMBO, Carlos (2007). Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia. En: *Research Department Working paper series*, No 568. Banco Interamericano de Desarrollo. pp. 1-51. En línea: <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=1229987>.
- GUTIÉRREZ, Luis y POMBO, Carlos (2009). Mercados de Capitales y Gobierno Corporativo en Colombia. 59 p. En línea: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1361288.
- KLAPPER, Leora y LOVE, Inessa (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. En: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, No. 5. pp. 703-728.
- LANGENBAEK, Andrés y ORTIZ, Jaime (2007). Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa. En: *Borradores de Economía*, No. 447. 37 p. En línea: <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra447.pdf>
- LEAL, Ricardo y CARVALHAL-DA-SILVA, André (2005). Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). En: *Research Department Working paper series*, No 514. Banco Interamericano de Desarrollo. pp. 1-80. En línea: http://www.istfin.eco.usi.ch/r_leal.pdf.
- MITTON, Todd (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. En: *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, No. 2. pp. 215-241.
- ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (2004). Principios de gobierno corporativo de la OCDE. 69 p. En línea: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>

Anexo 1. Estructura del Índice de Gobierno Corporativo Código País

Pregunta	Tema	Medida Código País	Puntaje
I. Asamblea General de Accionistas			
Convocatoria de la Asamblea			
1	Disposición de información	1	1.00
2	Propuesta de Candidatos Junta Directiva	2	0.50
3	Información subordinadas y matriz	2	0.50
4	Convocatoria e información Web	3	1.00
5	Desagregación de asuntos	4	1.00
Total Convocatoria de la Asamblea			4.00
Celebración de la Asamblea			
6	Aprobación de segregación	5	1.00
7	Segregación incluida en convocatoria	6	0.20
8	Modificación objeto social	6	0.20
9	Renuncia preferencia de suscripción	6	0.20
10	Modificación domicilio social	6	0.20
11	Disolución anticipada	6	0.20
12	Mecanismos electrónicos	7	1.00
13	Operaciones relevantes	8	1.00
Total Celebración de la Asamblea			4.00
Derecho y Trato Equitativo de los Accionistas			
14	Conocimiento de obligaciones accionistas	9	1.00
15	Publicación clases de acciones emitidas	10	0.33
16	Publicación cantidad de acciones emitidas	10	0.33
17	Publicación cantidad de acciones en reserva	10	0.33
18	Existencia de reglamento interno	11	0.33
19	Inclusión de medidas sobre convocatoria	11	0.33
20	Inclusión de medidas sobre celebración	11	0.33
Total Derecho y Trato Equitativo de los Accionistas			3.00
Total Subíndice I. Asamblea General de Accionistas			11.00
II. Junta Directiva			
Tamaño, Conformación y Funcionamiento			
21	Número de miembros impar	12	1.00
22	Frecuencia de reunión	13	1.00
23	Existencia de reglamento interno	14	0.17

24	Comunicación del reglamento interno a accionistas	14	0,17
25	Carácter vinculante del reglamento interno	14	0.17
26	Información a miembros de junta directiva	14	0.17
27	Soportes para toma de decisiones en reglamento	14	0.17
28	Termino de antelación para entrega de información	14	0.17
29	Termino de antelación menor a dos días	20	0.33
30	Medios para recabar información	20	0.33
31	Posibilidad de contratación de asesor externo	22	0.33
32	Condiciones contratación de asesor externo	22	0.33
33	Requisitos de designación	15	1.00
34	Independencia de la junta directiva	16	1.00
Total Tamaño, Conformación y Funcionamiento			6.33
Deberes y Derechos del Miembro de la Junta Directiva			
35	Información de conflictos de interés	17	1.00
36	Información para nuevos miembros	18	0.50
37	Responsabilidad nuevos miembros	18	0.50
38	Identificación bases para toma de decisiones	19	0.50
39	Puntos de acuerdo y desacuerdo en toma de decisiones	19	0.50
40	Información en termino menor a 2 días	20	0.33
41	Mecanismos de información miembros suplentes	21	1.00
42	Partida presupuestal asesor externo	22	0.33
Total Deberes y Derechos del Miembro de la Junta Directiva			4.67
Comités de Apoyo			
43	Conformación del comités de nombramientos y retribuciones	23	0.50
44	Evaluación desempeño de alta gerencia	24	0.25
45	Proposición política de remuneraciones	24	0.25
46	Nombramiento, remoción y remuneración del presidente	24	0.25
47	Nombramiento de principales ejecutivos	24	0.25
48	Conformación del comité de gobierno corporativo	23	0.50
49	Información al mercado y accionistas	25	0.20
50	Información desempeño del comité de auditoría	25	0.20
51	Evaluación del cumplimiento de junta directiva	25	0.20

52	Operaciones realizadas por miembros de junta directiva	25	0.20
53	Supervisión política de remuneraciones de administradores	25	0.20
54	Pronunciamiento operaciones vinculadas	26	0.25
55	Verificación operaciones vinculadas	26	0.25
56	Definición políticas de divulgación	26	0.25
57	Definición de mecanismos en órganos de control	26	0.25
Total Comités de Apoyo			4.00
Total Subíndice II. Junta Directiva			15.00

III. Revelación de Información Financiera y no Financiera

Solicitudes de Información

58	Atención a inversionistas	27	1.00
59	Información equitativa a accionistas	28	1.00
60	Solicitud de auditorías especializadas	29	1.00
61	Procedimiento auditorías especializadas	30	0.17
62	Razones del procedimiento	30	0.17
63	Requisitos de solicitud auditoría especializada	30	0.17
64	Designación de la auditoría especializada	30	0.17
65	Atribución del costo de la auditoría especializada	30	0.17
66	Plazos auditoría especializadas	30	0.17
Total Solicitudes de Información			4.00

Información al Mercado

67	Mecanismos de divulgación de actividades de control	31	1.00
68	Divulgación de remuneración	32	1.00
69	Divulgación de contratos con relacionados	33	1.00
70	Divulgación de normas internas resolución de conflictos	34	1.00
71	Divulgación de criterios en negociaciones de acciones	35	1.00
72	Divulgación de hojas de vida	36	1.00
Total Información al Mercado			6.00

Revisor Fiscal			
73	Ingresos del revisor fiscal mayores al 25%	37	1.00
74	Revisor fiscal exclusivo en servicios de auditoría	38	1.00
75	Rotación del personal de auditoría	39	0.50
76	Espera en rotación	39	50
Total Revisor Fiscal			3.00
Total Subíndice III. Revelación de Información Financiera y no Financiera			13.00
IV. Resolución de Controversias			
77	Información a accionistas sobre protección de derechos	40	1.00
78	Arreglo directo para solución de conflictos	41	0.50
79	Formas alternativas de resolución de conflictos	41	0.50
Total Subíndice IV. Resolución de Controversias			2.00
Total IGCCP			41.00