

Generación de rendimientos financieros positivos, dada la divulgación de los contenidos de los códigos de buen gobierno en las organizaciones cotizadas en Colombia

Production of Positive Financial Returns Given the Distribution of Good Governance Codes in Listed Organizations in Colombia

Geração de rendimentos financeiros positivos, dada a divulgação dos conteúdos dos códigos de bom governo nas organizações cotizadas na Colômbia

Jairo Andrés Méndez Beltrán*
Angie Lorena Lugo Romero**
Iván Camilo Valenzuela Melo***

Fecha de recibido: 14 de junio de 2017

Fecha de aprobado: 28 de enero de 2018

Doi: <http://dx.doi.org/10.12804/revistas.urosario.edu.co/empresa/a.5846>

* Magister en Dirección, Universidad del Rosario. Estudiante Doctorando en Ciencias de la Dirección, Universidad del Rosario. Correo electrónico: jairo.mendez@urosario.edu.co

** Contadora Pública, Universidad de La Salle. Correo electrónico: alugo08@unisalle.edu.co

*** Contador Público, Universidad de La Salle. Correo electrónico: ivalenzuela18@unisalle.edu.co

Para citar: Méndez Beltrán, J. A., Lugo Romero, A. L., & Valenzuela Melo I. C. (2018). Generación de rendimientos financieros positivos, dada la divulgación de los contenidos de los códigos de buen gobierno en las organizaciones cotizadas en Colombia. *Universidad & Empresa*, 20(35), 169-196. Doi: <http://dx.doi.org/10.12804/revistas.urosario.edu.co/empresa/a.5846>

RESUMEN

Este trabajo explica la relación entre el desempeño financiero de las empresas y la divulgación de los códigos de buen gobierno. Una regresión logística se realiza mediante el método de estimación de máxima verosimilitud. Los resultados muestran que la probabilidad de generar un ROA positivo es mayor cuando se divulgan de manera significativa los contenidos de los códigos de buen gobierno. Las investigaciones futuras pueden arrojar luz sobre el impacto del comportamiento directivo en los beneficios económicos y sociales.

Palabras clave: Gobierno corporativo, códigos de buen gobierno, desempeño financiero.

ABSTRACT

This work explains the causal relationship between companies' financial performance and codes of good governance. A logistic regression is estimated through the maximum likelihood estimation method. The results show that the probability of generating a positive ROA is higher as the contents of the code of good governance are published. Future research may shed light on the impact of managerial behavior on economic and social benefits.

Keywords: Corporate governance, codes of good governance, financial performance.

RESUMO

Este trabalho explica a relação entre o desempenho financeiro das empresas e a divulgação dos códigos de bom governo. Uma regressão logística estima-se mediante o método de estimação de máxima verosimilitude. Os resultados mostram que a probabilidade de gerar um ROA positivo é maior quando se divulgam de maneira significativa os conteúdos dos códigos de bom governo. As pesquisas futuras podem lançar alguma luz sobre o impacto do comportamento diretivo nos benefícios econômicos e sociais.

Palavras-chave: Governo corporativo, códigos de bom governo, desempenho financeiro.

INTRODUCCIÓN

A pesar de que Colombia dispone de diversos recursos económicos, naturales y sociales, se presenta un importante desaprovechamiento de estos (Kalmanovitz, 2010). Los precedentes históricos, políticos y culturales han enmarcado en la Nación un escenario de malversación y decisiones equivocadas (Ortíz, 2009). Durante la década del noventa, a partir de la dinamización comercial que surge por la apertura económica, Colombia perdió su impulso de desarrollo debido a la fuerte presión de la competencia (Kalmanovitz, 2010).

Conjuntamente, el incorrecto proceder ético y moral de algunos dirigentes estatales y corporativos, sumado a la carencia de instituciones que reflejen confianza y credibilidad, han desincentivado el crecimiento potencial, ya que la manipulación del poder genera políticas infructuosas que favorecen la negligencia e inoperancia administrativa (Johnson & Greening, 1999). De allí que los grupos de interés, actuando como participantes activos del mercado, reclamen la implementación de nuevos lineamientos que permitan corregir y establecer procesos organizacionales para favorecer la optimización en el uso de los recursos (Freeman, 2007).

En respuesta a este escenario y a la generalizada desregularización de las políticas económicas globales, surge el concepto de gobierno corporativo como alternativa a la teoría organizacional. Según Méndez y Rivera (2015), el gobierno corporativo se define como un sistema directivo que regula las actividades entre los accionistas, la junta directiva y la administración, con el objetivo de fomentar la confianza en los grupos de interés y, por ende, los resultados económicos y de reconocimiento. Este sistema está sujeto a los procesos formativos profesionales, para que los directivos desarrollen los requerimientos y responsabilidades de las organizaciones, así como la divulgación de las prácticas de gobierno corporativo (Mendez & Rivera, 2015).

Sin embargo, la perspectiva de los beneficios que generan las buenas prácticas organizacionales se ha ido perdiendo, sobre todo por las presiones generadas por los accionistas (Hendry, 2001); entonces, cuando surgen los escándalos financieros de grandes corporaciones a principios de siglo XXI, se evidencia la necesidad de monitorear las acciones y los resultados organizacionales, lo que significa que es necesario para las organizaciones adoptar prácticas de gobierno corporativo, con el objetivo de mejorar sus resultados

corporativos (Zabri, Ahmad, & Wah, 2016). En estas se presenta de manera relevante el principio de divulgación de la información, ya que tiene una conexión importante con el buen funcionamiento del gobierno corporativo (Chiang & He, 2010; O'Connor, Priem, Coombs & Gilley, 2006).

Uno de los instrumentos que contribuye al principio de divulgación es el código de buen gobierno, el cual está compuesto por un conjunto de normas básicas que generan los pilares para el buen funcionamiento del gobierno corporativo (Banco de Desarrollo para América Latina, 2013). La construcción y divulgación de estos códigos por parte de las organizaciones en Colombia es un referente para corregir el comportamiento organizacional; además, sirve de ejemplo para aquellas organizaciones que se encuentran en procesos de crecimiento y permite reaccionar frente a las exigencias globales de los mercados.

El propósito de este estudio es explicar la relación existente entre la divulgación de los contenidos de los códigos de buen gobierno y el desempeño financiero. Por una parte, se adopta el modelo propuesto por el Banco de Desarrollo para América Latina (2013), el cual está compuesto por cinco bloques de contenido:

1) Derechos y trato equitativo de accionistas; 2) La asamblea general de accionistas; 3) El directorio; 4) Arquitectura de control y 5) Transparencia e información financiera y no financiera. Por la otra, el desempeño financiero se mide por el indicador Return on Assets (ROA), porque contempla la contribución de las utilidades frente a los recursos utilizados en el desarrollo de la operación particular (García, 2009; Schiff & Schiff, 1968).

A partir de los estudios previos, y dada la información recolectada de los sitios web de las 40 organizaciones que se han clasificado como industriales en la Bolsa de Valores de Colombia, se realiza un tratamiento de datos desde un modelo de regresión logística. Con este se busca evaluar la probabilidad de generar desempeños financieros positivos, dada la divulgación de los contenidos de los códigos de buen gobierno de estas organizaciones.

1. REVISIÓN DE LITERATURA

Los primeros vestigios sobre responsabilidad social empresarial se presentaron en la década de los cincuenta, época en la que la sociedad sentía una latente necesidad de que las organizaciones realizaran acciones desinteresadas (Levitt, 1958). Levitt planteaba la obligación de

construir identidad organizacional a partir de la conciencia, la introspección, la generosidad y la responsabilidad, asuntos que trascienden desde el materialismo hacia el bienestar y la confianza pública.

Sin embargo, a pesar de los continuos estudios en el tema, Friedman (1970) destaca que solo las personas naturales son quienes asumen responsabilidades, ya que esto hace parte de su naturaleza, creencias, ideologías, etc. Entonces, si las organizaciones están catalogadas como figuras que gozan de personería jurídica, se establece que son las personas que las representan y dirigen a quienes, obrando según el deber ser, emprenderían acciones de responsabilidad social; en este sentido, la concepción natural de las organizaciones es la de utilizar los recursos disponibles para el diseño y desarrollo de actividades dirigidas a la generación de utilidades (Friedman, 1970).

Partiendo de la interacción social entre el hombre y las organizaciones, se han desarrollado pensamientos que apoyan los postulados de Friedman. Ross (1973), por ejemplo, describe enfáticamente las responsabilidades a las que está supeditado el administrador y el correcto uso de los capitales para la obtención de utilidades. De esta relación se deriva

el principal problema de los accionistas, en el que se observa la divergencia entre sus intereses y los del administrador, para lo cual establece tres cimientos cuyo fin es valorar y sopesar dichos inconvenientes: primero, los costos de transacción; segundo, la separación entre propiedad y gestión, y por último, la asimetría de la información. Con estos se maximizaría la utilidad y se desarrollarían los objetivos establecidos.

Lo anterior se fortalece con los argumentos de Jensen y Meckling (1976), quienes sostienen que el crecimiento y el desarrollo de una organización se puede lograr por medio del trabajo cooperativo entre accionistas y administradores. Esto implica que el principal (accionistas) designa recursos, que le otorguen así mismo y al agente (administrador) una sólida estructura, en donde se brinden herramientas suficientes para la maximización de las utilidades y se ejerza control sobre la actuación del agente, asumiendo los costos de responsabilidad en los que se pueda incurrir durante el desarrollo normal de los negocios.

Eisenhardt (1989) y Nilakant, y Rao (1994), amplían la percepción de Ross, pues además consideran que se deben ejercer controles internos que aumenten las oportunidades en el mercado y en los grupos de interés;

por otra parte, manifiestan que la información es una mercancía que permite la comprensión de los negocios y que debe prevalecer la valoración de resultados por rendimiento. Es por esto que, dado el propósito de la generación de utilidades, no es posible dar a conocer cualquier tipo de información sobre la organización, por lo que estas se deben alejar de lo que la sociedad demande.

Los razonamientos descritos con anterioridad reflejan cómo esos pensamientos impulsan un enfoque utilitarista sobre las organizaciones, en la relación entre el principal y el agente. Pareciera que el desempeño operativo de las organizaciones se debe centrar en la generación de ingresos y de utilidades, pero alejadas del beneficio y la contribución social.

La garantía de obtener éxito en las organizaciones radica en la necesidad de desarrollar relaciones de reciprocidad con los grupos de interés asociados (Freeman, 2007). Esto debido a que los grupos de interés suelen influir o verse influenciados por las decisiones de las organizaciones en la obtención de los objetivos establecidos.

Por ejemplo, Russo y Fouts (1997) describen nuevas perspectivas que impactan a la organización interna y externamente a través de los pro-

cesos ambientales, los cuales generan cambios que se ven reflejados en la inclusión de nuevas tecnologías de producción y en la adopción de políticas de prevención y de control, que generen conciencia social y ambiental. A través de estas modificaciones, las organizaciones persiguen la obtención de activos intangibles tales como el buen nombre y el saber hacer, que contribuyen a la generación de valor y apropian características reputacionales positivas, que suscitan la afinidad con los grupos de interés.

En ese mismo escenario, el de la responsabilidad ambiental, la comunicación se convierte en un aliado que, al ser bien empleado, puede resultar siendo eje fundamental en los proyectos con enfoque hacia la generación de pensamiento, actuación y responsabilidad, partiendo desde los colaboradores hasta la comunidad (Herremans, Welsh, Kane & Bott, 1999). Es así como las organizaciones buscan fortalecer sus equipos de trabajo, con personal especializado que desarrolle una comunicación cercana e influyente dirigida al público. De esta manera, las acciones implementadas se verán reflejadas en informes de dominio público, que expondrán los resultados ambientales de la compañía para obtener una retroalimentación de la percepción

de desempeño vista desde los grupos de interés.

Entonces, al mejorar la percepción de los grupos de interés sobre las acciones desarrolladas por las organizaciones, se generaría una reputación de operación importante que motivaría la generación de ingresos y utilidades. Scott y Walsham (2005) exponen el concepto de riesgo reputacional, desde el cual se reconoce que las organizaciones están expuestas a situaciones vulnerables en cuanto a la reputación, y que, de ser controladas, podrían convertirse en oportunidades de crecimiento estratégico, ya que permiten establecer relaciones de confianza con los grupos de interés.

Así, la participación y el prestigio de una compañía entra a jugar un papel fundamental en la creación de valor, ampliando su participación e influencia en temas comerciales y normativos (Scott & Walsham, 2005). Además, la construcción de una estrategia organizacional con enfoque hacia la administración del riesgo reputacional, le implica responsabilidades sociales y políticas, obligándole a tomar posición en debates de interés público. En palabras de Martins (2005), existen percepciones de impacto estratégico, que son originadas por los resultados de distintas clasificaciones y compara-

ciones sobre la gestión de las organizaciones y su posicionamiento en la industria. Entonces, los grupos de interés resultan siendo influenciados con las tendencias y los resultados que arrojan los *rankings*, generando así reconocimiento en el mercado y, por consiguiente, una ventaja competitiva.

En respuesta a lo que se ha planteado, surge el concepto de gobierno corporativo, el cual se define como un sistema directivo que regula las actividades entre los accionistas, la junta directiva y la administración, con el objetivo de fomentar la confianza en los grupos de interés y, por ende, los resultados económicos y de reconocimiento (Mendez & Rivera, 2015). Con el buen uso de este sistema, se podrían generar grandes influencias en los grupos de interés, dados los diferentes problemas de reputación que surgieron en décadas pasadas.

2. GOBIERNO CORPORATIVO Y CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO

De las complejidades evidenciadas en la interacción de los principales actores del mercado surge la necesidad de proponer un sistema de control direccional definido como gobierno corporativo (Mendez & Rivera, 2015), cuyo fin es definir las responsabilidades sobre la toma

de decisiones encaminadas, inicialmente, a la continuidad en la operación y de esta forma la consecución de los objetivos. En este sentido, el gobierno corporativo deberá actuar desde la estrategia organizacional, para así disminuir el riesgo reputacional y promover mejores prácticas directivas (Pound, 1994).

Es así como se precisa la importancia del criterio de mejores prácticas organizacionales, las cuales optimizan el desempeño de los agentes y demás participantes de la dirección. Para la efectividad y persistencia de dichas prácticas, se considera necesario la implementación de Consejos de Administración que ejerzan control y vigilancia en las actuaciones. Heracleous (2001) expone que los Consejos Administrativos deben estar involucrados activamente en la formulación de la estrategia organizacional y evaluar la gestión de los recursos con el propósito de aportar asesoramiento y orientación. Esto propicia que las acciones ejecutadas por los agentes respondan a las necesidades de los grupos de interés y se cumpla con el objeto social y económico de la organización.

Si bien el cumplimiento de los objetivos es relevante, para que esto se pueda generar se requiere de un alto grado de compromiso de los integrantes directivos. Daily y Dalton

(1994) sugieren que existen tres aspectos fundamentales para considerar en la selección de los integrantes del directorio: la gobernabilidad, la calidad de los miembros y el carácter de los mismos. Con estos, los directivos tienden a ser más hábiles al enfrentar situaciones adversas. Sin embargo, la intensión del gobierno corporativo no se limita al enfrentamiento de crisis organizacionales; por el contrario, la misión del sistema es la búsqueda de oportunidades de mejoramiento continuo y la generación de utilidades económicas y sociales que cobijen a los grupos de interés.

Teniendo en cuenta lo anterior, se debe buscar que el gobierno corporativo contribuya a la transparencia y a la divulgación de la información, con el propósito de incrementar la confianza en los grupos de interés, conducir a un mejor flujo de inversión y fomentar mercados financieros más estables (Mallin, 2002). Por supuesto, esto no es tan apropiado para muchas organizaciones, sobre todo cuando se encuentran en una posición competitiva débil (Perotti & Von Thadden, 2003). No obstante, se ha demostrado que el éxito del gobierno corporativo se da por los altos niveles de transparencia organizacional (Berglöf & Pajuste, 2005; Chiang & He, 2010; Millar, Eldomiaty, Choi & Hilton, 2005).

Dado que los mecanismos que generalmente se utilizan para contribuir en el principio de transparencia del gobierno corporativo son muy útiles para orientar las tendencias del gobierno de las organizaciones (Lozano, 2000), las decisiones que se toman desde el gobierno corporativo son valiosas para los procesos de desarrollo organizacional, sobre todo, para aquellos relacionados con los grupos de interés (Forbes & Milliken, 1999). Además, como lo mencionan Holm y Schøler (2010), el mecanismo más importante del gobierno corporativo es la transparencia, ya que impulsa la reducción en la asimetría de la información en mercados cada vez más globalizados.

Es por esto que las organizaciones desde el gobierno corporativo deben ser radicales en las decisiones que tienen que ver con la transparencia (Durnev, Errunza & Molchanov, 2009; Whittington, Cailluet & Yakis-Douglas, 2011). Brous y Datar (2007) explican que aquellas organizaciones que tienen altos niveles de transparencia en sus informes son premiadas por el mercado. Es por esto que desde la dirección de las organizaciones se deben definir políticas de transparencia (Mittal, Sinha & Singh, 2008), en las que deberán primar la calidad y la cantidad de la información a la que tendrán acceso los grupos de interés

(Baba & HakemZadeh, 2012; Laud & Schepers, 2009).

Entonces, es relevante considerar que la divulgación de las políticas de gobierno corporativo fomentaría beneficios económicos y sociales, ya que, como lo menciona Freeman (2007), las organizaciones se verían favorecidas económicamente porque la reputación de estas se mejoraría por la percepción de sus grupos de interés. Estos últimos, podrán evaluar y analizar la manera en el que las organizaciones administran los recursos y cómo se desarrollaron los procesos para alcanzar los resultados (Católico, 2012).

Una de las herramientas para el fortalecimiento de las relaciones con los grupos de interés es Internet (Católico, 2012; Hansen & Flyverbom, 2015; Pulignano, 2009), ya que les permite a diferentes usuarios consultar información referente a las organizaciones y por supuesto promueve el desarrollo de la transparencia, sobre todo, en lo referente al gobierno corporativo. El mecanismo idóneo para entender las políticas organizacionales en cuanto a gobierno corporativo es el código de buen gobierno, el cual debería publicarse en los sitios web de las organizaciones. Estos intentan mejorar la calidad de la administración

de la junta directiva de las organizaciones y aumentan la dinámica de la rendición de cuentas (Krenn, 2015; Onica, 2013).

Los códigos de buen gobierno pueden presentar una estructura de gobierno organizacional fortalecido, que puede afectar positivamente la probabilidad de generar mejores procesos de divulgación de información (Perego & Verbeeten, 2015). Sin embargo, para el caso de Colombia, a pesar de las mejoras que se han realizado en asuntos de divulgación en los contenidos de los códigos de buen gobierno, las organizaciones no logran los resultados deseados, ya que tienen un enfoque financiero que se aleja de los demás factores de contenido (Romero, Wamunen, & Católico, 2014).

Los códigos de buen gobierno han adquirido un alto grado de relevancia en la estructuración de la estrategia de las organizaciones y en la interacción de los agentes con los grupos de interés (Cuervo & Aguilera, 2009). En este sentido, el Banco de Desarrollo para América Latina (2013) propone códigos de buen gobierno con cinco bloques de contenido: 1) Derechos y trato equitativo de accionistas; 2) La asamblea general de accionistas;

3) El directorio; 4) Arquitectura de control y 5) Transparencia e información financiera y no financiera. Con este contenido, se espera que los grupos de interés puedan evidenciar que las organizaciones generen confianza por el desarrollo de sus operaciones. Por supuesto que esto no lo es todo en términos de operación, pero es un buen punto de partida para demostrar buenas prácticas de gobierno.

Es entonces necesario estructurar modelos culturales que fomenten buenas prácticas organizacionales, partiendo desde el gobierno corporativo y su vínculo con el principio de transparencia, generada a través de la divulgación de información (Turnbull, 1997). Este es un cambio que, según los estudios previos, generará buenos resultados económicos y sociales, y promoverá modelos organizacionales que contribuyan en el desarrollo.

La literatura hace referencia a la conexión existente entre el gobierno corporativo y el desempeño organizacional, especialmente, con los resultados financieros medidos por el indicador ROA (Ahmed & Hamdan, 2014; Cioban, 2016; Huang, Li, Meschke & Guthrie, 2015; Macías & Román, 2014; Moscu, 2015; Mu-

ravyev, 2016; Müller, 2014; Rahim, Mahat, Nassir & Yahya, 2015; Reem, Allam & Wajeeh, 2015; Rose, 2016); algunos análisis de desempeño organizacional evidencian que un mejor ejercicio directivo, medido por los grados de cumplimiento de lo expuesto en la teoría de gobierno corporativo, presentan mejores resultados financieros.

Producto de la revisión literaria y de los estudios previos, para este estudio surgen las siguientes hipótesis:

H_0 : Las organizaciones que más divulgan sus códigos de buen gobierno, no tendrían mayor probabilidad de obtener rendimientos positivos sobre sus activos.

H_1 : Las organizaciones que más divulgan sus códigos de buen gobierno, tendrían mayor probabilidad de obtener rendimientos positivos sobre sus activos.

3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN Y METODOLOGÍA

Este documento surge desde un posicionamiento positivista, dado que para alcanzar un alto grado de objetividad, la manipulación y

la medición de la información se realiza con datos cuantitativos. En este sentido, se desarrolla un trabajo logístico binomial de carácter transversal, que permite evaluar el grado de asociación existente entre las variables propuestas desde la teoría de gobierno corporativo y su influencia para la generación de rendimientos sobre los activos. Los hallazgos están respaldados por datos cuantitativos, de carácter dicotómico, que buscan la relación existente entre la divulgación de los contenidos de los códigos de buen gobierno y el desempeño financiero medido por la generación de ROA.

3.1. Muestra y datos

Las organizaciones objeto de estudio que se han definido son las que la Bolsa de Valores de Colombia ha catalogado como industriales. En total, son cuarenta organizaciones cotizadas que, del total de las listadas a 22 de marzo de 2017, representan el 57,14 %. Se realizó un trabajo de observación en los sitios web de cada una de las organizaciones, en donde se identificó la existencia o no existencia de los contenidos de los códigos de buen gobierno (tabla 1).

Tabla 1. Contenidos de los códigos de buen gobierno

DERECHOS Y TRATO EQUITATIVO DE ACCIONISTAS	1. Principio de Paridad de trato
	2. Derecho a la no dilución de la Participación en el Capital de la Sociedad
	3. Fomento de la Participación e Información de los Accionistas
	4. Cambio o Toma de Control por otro Grupo
	5. Cláusulas compromisorias de sumisión al arbitraje
LA ASAMBLEA GENERAL DE ACCIONISTAS	6. Función y Competencia
	7. Reglamento de la Asamblea General de Accionistas
	8. Obligación concreta de convocar
	9. Plazo para la convocatoria
	10. Medios de difusión del Anuncio de la convocatoria
	11. El contenido del Anuncio de convocatoria
	12. Capacidad de introducir temas en la Agenda de la Asamblea
	13. Derecho de Información de los Accionistas
	14. El rol de los Inversores Institucionales
	15. El quórum y las mayorías exigibles
	16. Intervención de los Accionistas
	17. La Regulación del Derecho de Voto
	18. La Regulación de la Representación
	19. Asistencia de otras personas además de los Accionistas
EL DIRECTORIO	20. La necesidad de tener un Directorio
	21. Atribución al Directorio de las funciones
	22. Reglamento de Directorio
	23. Dimensión del Directorio
	24. Categorías de Directores
	25. Mayoría de Externos en el Directorio
	26. Nombramiento
	27. Designación
	28. Declaración de independencia de los Directores
	29. Cese de los Directores
	30. Deberes de los Directores
	31. Derechos de los Directores
	32. Conflictos de interés personales
	33. Conflicto de Interés por Actividad
	34. Operaciones con partes vinculadas
	35. Política de Retribución
ARQUITECTURA DE CONTROL	36. Transparencia de la Retribución
	37. Presidente del Directorio
	38. El Vicepresidente del Directorio
	39. El Secretario del Directorio
	40. El Ejecutivo Principal y Alta Gerencia
	41. Dinámica del Directorio
	42. Comité de Auditoría
	43. Comité de Nombramientos y Retribuciones
	44. Comité de Riesgos
	45. El ambiente de control
TRANSPARENCIA E INFORMACIÓN FINANCIERA Y NO FINANCIERA	46. La gestión de riesgos
	47. El sistema de control interno
	48. La información y comunicación de la administración de riesgos y sistema de control
	49. Labor de Auditoría interna en la arquitectura de control
	50. Labor de Auditoría externa en la arquitectura de control
	51. Política de revelación de Información
	52. Estados Financieros
	53. Información a los Mercados
	54. Información sobre acuerdos entre accionistas
	55. Información a incorporar en el Informe anual sobre gobierno corporativo

Fuente: elaboración propia a partir de Banco de Desarrollo para América Latina (2013).

3.2. Construcción del Índice de divulgación de los códigos de buen gobierno

Para el desarrollo del estudio se ha propuesto como argumento básico el Índice de divulgación de los códigos de buen gobierno (IDC), el cual es sustentado por los hallazgos de las variables dummy, dadas las observaciones de los sitios web de las organizaciones objeto de estudio. Las variables independientes están compuestas por los contenidos propuestos por el Banco de Desarrollo para América Latina (2013) para los códigos de buen gobierno. En total son 55 factores que se deben considerar, los cuales se encuentran distribuidos en cinco grupos (tabla1): 1) Derechos y trato equitativo de accionistas; 2) La asamblea general de accionistas; 3) El directorio; 4) Arquitectura de control, y 5) Transparencia e información financiera y no financiera. Este índice se presenta con la siguiente notación:

$$IDC = \sum_{i=m}^n X_i / n$$

De ahí que se configure un resultado que se genera en términos porcentuales. Por ejemplo, si una organización divulga en su sitio web 43 de las variables dicotómicas, al dividir este

resultado por 55, número que representa el total de factores de estudio, se obtendría un IDC de 79,19 %.

3.3. Medición estadística mediante análisis de datos

Para el desarrollo del estudio, se utilizaron medidas de carácter logístico con el fin de evidenciar la eficiencia financiera de las organizaciones, dada su divulgación de los contenidos de los códigos de buen gobierno. La eficiencia técnica se mide a través del modelo IDC y, a partir de esto, se realiza una verificación de la eficiencia técnica y su relación con la eficiencia financiera, relación que teóricamente se ha presentado y que es consistente con los estudios previos.

3.4. Razones para utilizar un modelo de regresión logística

El modelo de regresión lineal no se ajusta con el procesamiento de los datos, ya que la variable dependiente es de carácter binario. Igualmente, en términos de comprensión del tratamiento de los datos, este tipo de modelo evalúa la probabilidad de éxito como función lineal de las variables independientes (Wooldridge, 2010). Dado este caso, el R cuadrado que se debe considerar tiene la denominación de Pseudo R cuadrado, el cual da respuesta a la razón de

verosimilitud en donde se busca un grado importante de significancia. Esto también se puede explicar con la bondad de ajuste, en donde se espera un bajo nivel de significancia. El tratamiento de los datos requiere de al menos 3 resultados de Pseudo R cuadrado para poder tomar aquel que explique mejor las estimaciones de parámetro, bajo un intervalo de confianza del 95 %.

3.5. Razones para utilizar el indicador ROA como medida de desempeño financiero

El creciente interés que se ha presentado sobre el impacto que generan las buenas prácticas de gobierno corporativo, que para este caso hace referencia a la eficiencia técnica, requiere de una medición en términos de desempeño financiero (Tariq & Abbas, 2013; Tehrani, 2016). Yoo y Jung (2015) sugieren que la productividad financiera se puede mejorar, cuando se adoptan mecanismos de gobierno corporativo en donde la divulgación sea parte fundamental del cambio de perspectiva; además, el ROA resulta siendo una medida eficaz, dado que los procesos de decisión se deben evaluar, no solo por el incremento de las ventas, las cuotas de mercado o las ganancias, sino también porque se debe contemplar cómo contribuyen en las utilidades frente

a los recursos utilizados en el desarrollo de la operación particular (Schiff & Schiff, 1968).

3.6. Medición del rendimiento financiero de la organización

El rendimiento sobre los activos (ROA) se ha calculado teniendo en cuenta las utilidades operacionales y el total de los activos de cada una de las organizaciones. La notación utilizada es:

$$ROA = \frac{\text{Utilidad operacional}}{\text{Total de los activos}}$$

Este indicador da cuenta de la contribución de la utilidad con respecto a los recursos utilizados en la operación de cada una de las organizaciones objeto de estudio.

3.7. Variables de control

Dadas las características que pudieran estar relacionando a las sociedades, las variables de control ayudan a neutralizar los efectos sobre las variaciones de otras organizaciones. Esto se presenta de esta forma, porque estas variables no hacen parte del diseño de la investigación y podrían ejercer presión sobre los resultados de la variable dependiente. Con fundamentación en la revisión literaria y en los estudios previos, se utilizan

el total de los activos, la antigüedad y el sector industrial al que pertenecen. Con esto se espera reducir el efecto que se pueda generar sobre el rendimiento financiero de las organizaciones.

3.9. Modelo econométrico

Las variables utilizadas en el modelo, para efectos de evaluar la probabilidad de éxito de la función lineal, se explican en la tabla 2:

Tabla 2. Resumen de variables y significados

Variable	Símbolo	Elemento para	Operacionalización
<i>Dependiente</i>			
Rendimiento sobre los activos	ROA	Desempeño financiero	$ROA = \frac{\text{Utilidad operacional}}{\text{Total de los activos}}$: (ROA $\geq 0 \rightarrow 1$) \vee (ROA $< 0 \rightarrow 0$)
<i>Independientes</i>			
Total de los activos	TA	Tamaño de la organización	Registro de los activos totales
Antigüedad	EDAD	Curva de aprendizaje	Número de años de operación
Sector industrial	SI		
Índice de divulgación	IDC	Índice de divulgación de los códigos de buen gobierno de cada organización	Resultado de divulgación en términos porcentuales como se ha explicado en el numeral 3.2

Fuente: elaboración propia.

3.8. Modelo de desempeño financiero

$$P(y = 1 | x) = \beta_0 + \sum_{i=m}^n \beta_i X_i + \varepsilon,$$

en donde P es la probabilidad de generar rendimientos sobre los activos para las organizaciones, a partir del comportamiento de las variables independientes.

4. ANÁLISIS DE DATOS, RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Este apartado se divide en dos aspectos: el primero, un análisis descriptivo sobre el comportamiento de las organizaciones objeto de estudio, con respecto a la divulgación de los contenidos de los códigos de buen gobierno, y el segundo, un análisis econométrico sobre la probabilidad

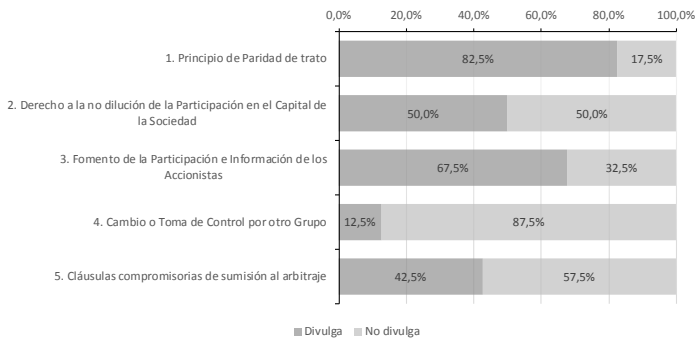
de generar resultados financieros positivos, dadas las variables independientes que se han presentado en la metodología.

4.1. Análisis descriptivo

Es relevante establecer el comportamiento de las organizaciones objeto de estudio, con respecto a los dere-

chos y trato equitativo de los accionistas. Los hallazgos en este tema, presentan un grado de divulgación importante frente al principio de paridad de trato, el cual alcanza un resultado de 82,5 % en las observaciones. Por otra parte, tan solo un 12,5 % de las organizaciones divulgan información referente al cambio o toma de control por otro grupo (figura 1).

Figura 1. Derechos y trato equitativo de accionistas



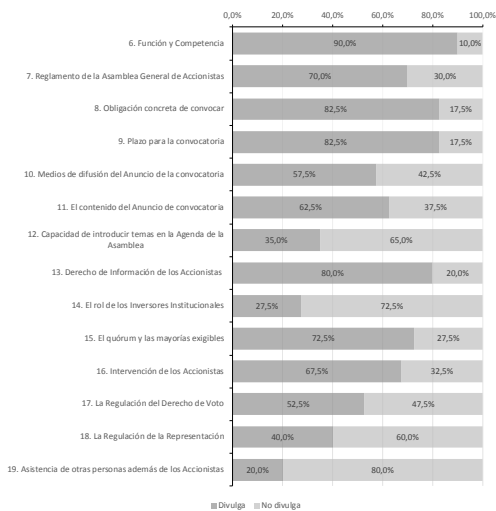
Fuente: elaboración propia.

En cuanto a los temas relacionados con la asamblea general de accionistas, el factor más representativo es el de función y competencia de la asamblea, con un 90 % de divulgación. Este resultado es coherente con lo planteado en la revisión literaria, puesto que se puede generar un alto grado de confianza en los inversionistas y en los posibles inversionistas; sin embargo, los resultados no son prometedores con respecto al rol de los inversionistas institucionales, ya que se presentan con tan solo

un 27,5 % y de igual manera, con un 20 %, los asuntos relacionados con la asistencia de otras personas, además de los accionistas (figura 2).

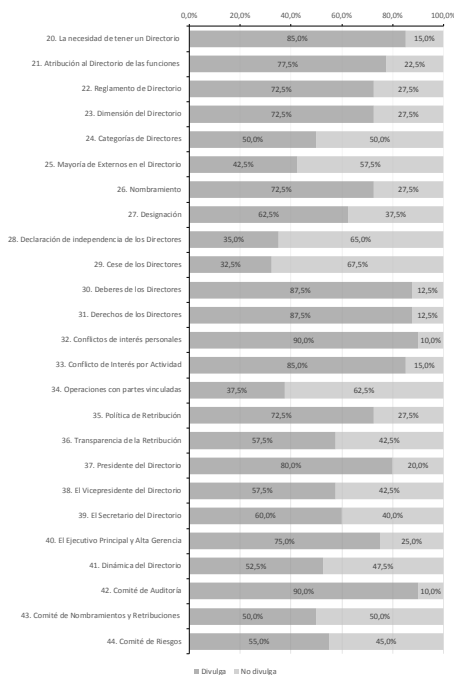
Los criterios de evaluación que en esta sección del estudio se han revisado son significativos, ya que pueden promover dinámicas de capitalización importantes que le permitirían a la organización reaccionar frente a las fuerzas que motivan la globalización y a las coyunturas que en las economías se presentan.

Figura 2. La asamblea general de accionistas



Fuente: elaboración propia.

Figura 3. El directorio



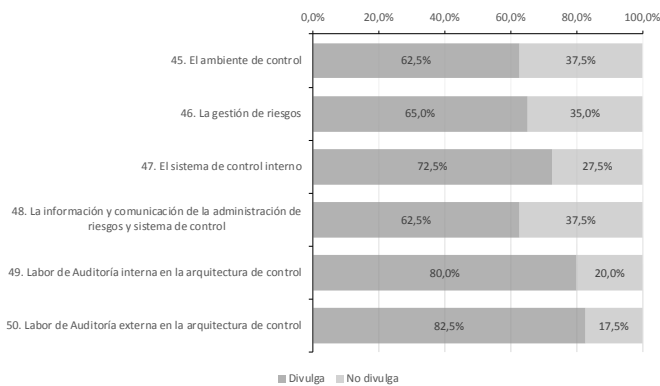
Fuente: elaboración propia.

En la figura 3 se puede observar que se encuentra la mayor cantidad de factores de observación del estudio; en total son 22 factores evaluados, en los cuales se presentan resultados que en promedio alcanzan el 65,6 % de divulgación. El resultado general es limitado. A pesar de reconocer la necesidad de tener un directorio (85 %), informar sobre los conflictos de interés personales (90 %) o definir los derechos y deberes de los directores (87,5 %), no se presta especial atención a la divulgación de asuntos como la declaratoria de independencia de los directores (35 %); las instrucciones sobre las operaciones con partes vinculadas (37,5 %) o el cese de actividades de los directores (32,5 %). La percepción que se presenta con esta medición es que la organización desea mantener niveles elevados de control

sobre el directorio, asunto que se vincula directamente con los postulados tradicionales de la teoría de la agencia, tal y como se discutió en la revisión literaria.

Con respecto a la arquitectura de control (figura 4), existe una relación parcialmente coherente con el hallazgo representado en el figura 3, que es la de comité de auditoría (90 %). A las organizaciones les atrae divulgar información concerniente con la auditoría interna (80 %) y externa (82,5 %); sin embargo, pareciera que fuese un asunto trivial, dado que la divulgación de los contenidos sobre el ambiente de control (62,5 %), la gestión de riesgos (65 %) o la comunicación sobre la administración de riesgos (62,5 %) son bajos frente a lo que se esperaría de este tipo de organizaciones.

Figura 4. Arquitectura de control

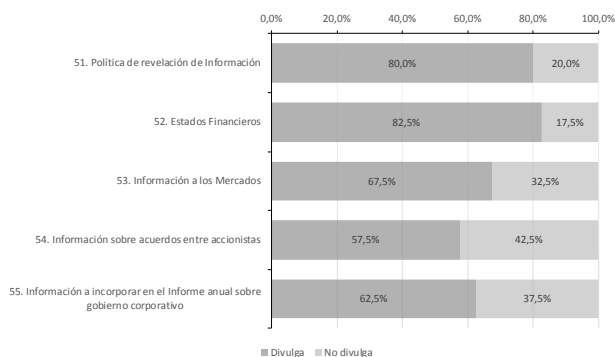


Fuente: elaboración propia.

Con respecto a los asuntos relacionados con la transparencia e información financiera y no financiera (figura 5), los resultados son esperanzadores. Las organizaciones presentan un nivel de divulgación promedio del

70 %, tomando los cinco factores del bloque de análisis; en este sentido, los más relevantes son la política de revelación de información (80%) y los asuntos relacionados con los estados financieros (82,5).

Figura 5. Transparencia e información financiera y no financiera



Fuente: elaborado por los autores

Desde una perspectiva integral, donde se consideran los 55 factores que se han evaluado, el promedio de divulgación las organizaciones alcanzan el 63,8%. Conforme a lo que teóricamente se revisó, se esperaba que las organizaciones divulgaran en mayor medida los temas relacionados con el gobierno corporativo, ya que estarían en capacidad de incrementar la probabilidad para alcanzar mejores resultados operacionales.

4.2. Análisis multivariado

A partir de un análisis de regresión logística, se han construido dife-

rentes tablas que hacen referencia a las observaciones realizadas a la muestra en un período de tiempo transversal. Igualmente se ha especificado, para este trabajo, un modelo de efectos principales para el tratamiento de las covariables y de los factores. Dentro de los parámetros estadísticos, las estimaciones y el contraste de razón de verosimilitud, se realizaron con un intervalo de confianza de 95 %.

La tabla 3 representa la codificación que se le ha asignado a la distribución de la industria y los resultados del ROA en las organizaciones

objeto de estudio. De las cuarenta observaciones, cinco obtuvieron resultados negativos en cuanto a la eficiencia financiera, por este moti-

vo, para efectos del desarrollo del modelo econométrico, se le asignó la variable dicotómica de 0.

Tabla 3. Distribución de la industria y resultados del ROA

		Código	Nº	%Part
Sector industrial	Energético y minero	1	11	27,50%
	Alimentos	2	9	22,50%
	Construcción	3	6	15,00%
	Otros sectores	4	14	35,00%
	Casos válidos		40	100,00%
	Casos perdidos		0	
ROA		0	5	12,50%
		1	35	87,50%
Total			40	100,00%

Fuente: elaboración propia

El test de verosimilitud que se ha desarrollado (tabla 4) presenta un grado de significancia de 0,04, situación por la cual se distingue que las variables seleccionadas aportan en la explicación sobre la probabilidad de generar rendimientos finan-

cieros positivos. Este argumento se fortalece con la representación de la bondad de ajuste de la tabla 4, donde se espera que las significancias de Pearson y Desvianza sean mucho mayores a 0,05.

Tabla 4. Información de ajuste de los modelos

Modelo	Criterios de ajuste de modelo	Contraste de la razón de verosimilitud		
	Logaritmo de la verosimilitud -2	Chi-cuadrado	gl	Sig.
Sólo interceptación	30,14			
Final	16,79	13,36	6	0,04

Fuente: elaboración propia.

Tabla 5. Bondad de ajuste

	Chi-cuadrado	gl	Sig.
Pearson	22,975	33	,904
Desvianza	16,785	33	,991

Fuente: elaboración propia.

En combinación con la tabla 4 y la tabla 5, se interpretan los resultados Pseudo R cuadrado de la tabla 6. El Pseudo R cuadrado de Nagelkerke es el que mejor predice los resultados encontrados en la regresión logística, ya que concluye que la probabilidad de obtener resultados financieros positivos se puede explicar en un 54 % con las variables independientes utilizadas.

Igualmente, se puede inferir para las organizaciones que, por el resultado de -3,95 del β en el IDC, al divulgar

menos información referente a los códigos de buen gobierno, se tiene una mayor probabilidad de tener rendimientos financieros negativos. Como se puede observar en el Exponente β , el tamaño de la organización con resultado 1,00 es la variable que más contribuye en la probabilidad de tener resultados financieros positivos o negativos. Además, la prueba estadística de Wald para cada una de las variables independientes comprueba la existencia de relación para la categoría de referencia dado que es diferente de 0.

Tabla 6. Estimaciones de parámetro y Pseudo R cuadrado

ROA	B	Error estándar	Wald	Exp(B)	Pseudo R cuadrado		
					Cox y Snell	Nagelkerke	McFadden
Interceptación	4,53	3,30	1,88				
IDC	-3,95	2,62	2,26	0,02			
EDAD	-0,06	0,05	1,83	0,94			
TA	0,00	0,00	0,02	1,00	0,28	0,54	0,44
[SI=1,00]	-2,90	2,68	1,17	0,06			
[SI=2,00]	-3,46	2,45	1,99	0,03			
[SI=3,00]	-21,00	0,00		0,00			
[SI=4,00]	0 ^b						

a. La categoría de referencia es 1,00

b. El parámetro se establece en 0 porque es redundante

Fuente: elaboración propia.

Tal y como se presentó en la revisión literaria, la hipótesis nula (H_0) se debe rechazar porque la significancia de las diferentes variables es inferior a 0,05. En este sentido, el cuerpo directivo de las organizaciones objeto de estudio tendría

que desarrollar un conjunto de actividades que estén a favor de la divulgación de sus códigos de buen gobierno, puesto que pueden incrementar la probabilidad de obtener desempeños financieros positivos.

Tabla 6. Ficha técnica del estudio

Información	Descripción
Población	40 organizaciones catalogadas por la Bolsa de Valores de Colombia como industriales
Ámbito geográfico	Colombia
Fuente de información	Sitios Web de las Organizaciones
Período analizado	Para los cálculos del ROA, estados financieros a 2015
Período de recolección de datos	Entre el 6 de noviembre de 2016 y el 31 de enero de 2017
Método de obtención de información	Observación de los sitios Web de cada organización
Tamaño de la muestra	40 organizaciones catalogadas por la Bolsa de Valores de Colombia como industriales
Tratamiento de la información	Análisis explicativo, por un modelo econométrico de regresión logística multinomial
Software utilizado	SPSS 22

Fuente: elaboración propia.

Es relevante comprender que las actividades directivas, fundamentadas en buenas prácticas organizacionales, deberán estar enfocadas al principio de transparencia informativa. En este caso, al estructurar y divulgar los contenidos de sus códigos de buen gobierno, estas organizaciones fomentarían la disminución del riesgo reputacional, con lo cual generarían beneficios sociales y económicos. Entonces existe una fuerte relación entre la divulgación de los códigos de buen gobierno y el desempeño financiero de las organizaciones.

CONCLUSIONES

Las acciones desinteresadas de las organizaciones, pueden fomentar el bienestar y la confianza pública. Estas organizaciones deben crear relaciones de reciprocidad con sus grupos de interés, ya que estos influ-

yen en la obtención de los objetivos establecidos. Sin embargo, algunos autores, alejándose de estos pensamientos, manifiestan que las organizaciones deben concentrarse en su desempeño operativo y en la generación de ingresos y de utilidades.

Por otra parte, también se ha planteado que la obtención de ingresos y de utilidades se puede facilitar cuando se presenta un fortalecimiento de los equipos directivos, dado que por la comunicación cercana e influyente que generan, se mejora la percepción del desempeño de las organizaciones. Esto se presenta porque existe control sobre el riesgo reputacional y porque se genera confianza en los grupos de interés. Las mejoras sobre las percepciones de operación, al ser consideradas de carácter estratégico, fortalecen el reconocimiento del mercado y, por ende, la ventaja competitiva.

Es por lo anterior que el Gobierno corporativo, al actuar desde la estrategia organizacional, mejora las prácticas directivas fomentando la transparencia y la divulgación de la información, para incrementar la confianza en los grupos de interés. En este sentido, las organizaciones podrían alcanzar buenos resultados económicos dados los buenos resultados sociales. Sin embargo, en Colombia, las organizaciones no logran los resultados deseados en términos de transparencia y de divulgación de información, sobre todo, en los asuntos que tienen que ver con sus procesos directivos.

Los códigos de buen gobierno son un instrumento apropiado para dar a conocer las estructuras y los procesos directivos. Con estos, los grupos de interés pueden evidenciar las prácticas de gobierno en las organizaciones y pueden ejercer control social. En este sentido es coherente, estudiar la conexión entre la divulgación de estos códigos y su relación con el desempeño financiero en las organizaciones. Estudios previos han demostrado que existe una relación directa entre las buenas prácticas de Gobierno corporativo y la generación de rendimientos financieros.

Para el desarrollo de esta investigación se tomó como objeto de estudio el total de las 40 organizaciones pertenecientes al sector industrial que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. De estas, se extrajeron desde sus sitios Web, información de carácter financiero y de divulgación de sus códigos de buen gobierno. Estos datos fueron consolidados de acuerdo al modelo propuesto por el Banco de Desarrollo para América Latina, el cual se compone de 5 bloques de contenido (ver anexo 1).

Para la información recolectada se aplica un modelo de regresión logística, con el cual se busca explicar la hipótesis de si las compañías que en mayor medida revelan sus prácticas de buen gobierno, obtienen resultados positivos sobre el rendimiento de sus activos. La hipótesis nula se ha rechazado, producto de la significancia que se suscitó con el modelo econométrico, situación que fortalece lo que en gran parte del documento se ha explicado, existe una fuerte relación entre la divulgación de los códigos de buen gobierno y el desempeño financiero de las organizaciones.

REFERENCIAS

- Ahmed, E., & Hamdan, A. (2014). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence From Bahrain Bourse. *International Management Review*, 11(2), 21-37.
- Baba, V., & HakemZadeh, F. (2012). Toward a Theory of Evidence Based Decision Making. *Management Decision*, 50(5), 832-867.
- Banco de Desarrollo para América Latina. (2013). *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo*. Caracas: Corporación Andina de Fomento.
- Berglöf, E., & Pajuste, A. (2005). What do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 178-197.
- Brous, P., & Datar, V. (2007). The Value of Transparency: Evidence from Voluntarily Recognizing the Expense Associated with Employee Stock Options. *Business and Society Review*, 112(2), 251-269.
- Católico, D. (2012). Revelación y divulgación de la información financiera y no financiera de las universidades públicas en Colombia. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y reflexión*, 20(1), 57-76.
- Chiang, H. T., & He, L. J. (2010). Board Supervision Capability and Information Transparency. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1), 18-31.
- Cioban, A. (2016). The Influence of the Corporate Governance Mechanisms and Audit Fees on the Financial Performance Measured with ROA. *Annals of the Constantin Brâncuși. University of Târgu Jiu, Economy Series*, 1(5), 20-31.
- Cuervo, A., & Aguilera, R. (2009). Codes of Good Governance. *Corporate Governance*, 17(3), 376-387.
- Daily, C., & Dalton, D. (1994). Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603-1617.
- Durnev, A., Errunza, V., & Molchanov, A. (2009). Property Rights Protection, Corporate Transparency, and Growth. *Journal of International Business Studies*, 40(9), 1533-1562.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 57-74.
- Forbes, D., & Milliken, F. (1999). Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489-505.

- Freeman, E. (2007). Managing for Stakeholders. En D. Arnold, T. Beauchamp, & N. Bowie, *Ethical Theory and Business* (pp. 57-68). Boston: Pearson.
- Friedman, M. (13 de Sep de 1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*, pág. 32.
- García, O. (2009). *Administración financiera: fundamentos y aplicaciones*. Cali: Prensa Moderna Impresores S. A.
- Hansen, H., & Flyverbom, M. (2015). The Politics of Transparency and the Calibration of Knowledge in the Digital Age. *Organization*, 22(6), 872-889.
- Hendry, J. (2001). Missing the Target: Normative Stakeholder Theory and the Corporate Governance Debate. *Business Ethics Quarterly*, 11(1), 159-176.
- Heracleous, L. (2001). What is the Impact of Corporate Governance on Organisational Performance? *Corporate Governance*, 9(3), 165-173.
- Herremans, I., Welsh, C., Kane, D., & Bott, R. (1999). How an Environmental Report can Help a Company 'learn' About its Own Environmental Performance. *Eco-Management and Auditing*, 6, 158-159.
- Holm, C., & Schøler, F. (2010). Reduction of Asymmetric Information through Corporate Governance Mechanisms. The Importance of Ownership Dispersion and Exposure Toward the International Capital Market. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1), 32-47.
- Huang, M., Li, P., Meschke, F., & Guthrie, J. (2015). Family Firms, Employee Satisfaction, and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, (34), 108-127.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, R., & Greening, D. (1999). The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), 564-576.
- Kalmanovitz, S. (2010). *Nueva Historia Económica de Colombia*. Bogotá: Taurus Editorial.
- Krenn, M. (2015). Understanding Decoupling in Response to Corporate Governance Reform Pressures: The Case of Codes of Good Corporate Governance. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 23(4), 369-382.
- Laud, R., & Schepers, D. (2009). Beyond Transparency: Information Overload and a Model for Intelligibility. *Business and Society Review*, 114(3), 365-391.

- Levitt, T. (1958). The Dangers of Social Responsibility. *Harvard Business Review*, 36(5), 41-50.
- Lozano, J. (2000). The Spanish Code for Good Corporate Governance (Olivencia Report): An Ethical Analysis. *Journal of Business Ethics*, 27(1/2), 175-180.
- Macías, A., & Román, F. (2014). Consecuencias económicas de la reforma de gobierno corporativo en un mercado de capitales emergente. *El trimestre económico*, 81(2), 357-412.
- Mallin, C. (2002). The Relationship between Corporate Governance, Transparency and Financial Disclosure: Editorial. *Corporate Governance: An International Review*, 10(4), 253-255.
- Martins, L. L. (2005). A Model of the Effects of Reputational Rankings on Organizational Change. *Organization Science*, 701-720.
- Mendez, J., & Rivera, H. (2015). Relación entre Gobierno Corporativo y Posicionamiento Organizacional. *Educación y Educadores*, 18(3), 434-455.
- Millar, C., Eldomiaty, T., Choi, C., & Hilton, B. (2005). Corporate Governance and Institutional Transparency in Emerging Markets. *Journal of Business Ethics*, 59(1), 163-174.
- Mittal, R., Sinha, N., & Singh, A. (2008). An Analysis of Linkage between Economic Value Added and Corporate Social Responsibility. *Management Decision*, 46(9), 1437-1443.
- Moscu, R. (2015). Study on Correlation between CEO Duality and Corporate Performance of Companies Listed on the Bucharest Stock Exchange. *Journal of Social & Economic Statistics*, 4(1), 46-53.
- Müller, V.-O. (2014). Do Corporate Board Compensation Characteristics Influence the Financial Performance of Listed Companies? *Procedia, Social and Behavioral Sciences*, 109, 983-988.
- Muravyev, A. (2016). *Boards of Directors in Russian Publicly Traded Companies in 1998-2014: Structure, Dynamics and Performance Effects*. Bonn: IZA, Institute of Labor Economics.
- Nilakant, V., & Rao, H. (1994). Agency Theory and Uncertainty in Organizations: An Evaluation. *Walter de Gruyter GmbH & Co. KG*, 649-672.
- O'Connor, J., Priem, R., Coombs, J., & Gilley, M. (2006). Do CEO Stock Options Prevent or Promote Fraudulent Financial Reporting? *Academy of Management Journal*, 49(3), 483-500.
- Onica, M.-C. (2013). Corporate Governance Codes: Examples of Good Practice. *International Conference: Risk in Contemporary Economy* (pp. 172-178).

- Galati: Dunarea de Jos, University of Galati.
- Ortiz, C. (2009). La Desaceleración Económica de Colombia: se cosecha lo que se siembra. *Revista de Economía Institucional*, *II*(21), 107-140.
- Perego, P., & Verbeeten, F. (2015). Do 'Good Governance' Codes Enhance Financial Accountability? Evidence from Managerial Pay in Dutch Charities. *Financial Accountability and Management*, *31*(3), 316-344.
- Perotti, E., & Von Thadden, E.-L. (2003). Strategic Transparency and Informed Trading: Will Capital Market Integration Force Convergence of Corporate Governance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *38*(1), 61-85.
- Pound, J. (1994). Corporate Governance Affects Corporate Strategy. *Corporate Board*, *15*(87), 1-6.
- Pulignano, V. (2009). International Cooperation, Transnational Restructuring and Virtual Networking in Europe. *European Journal of Industrial Relations*, *15*(2), 187-205.
- Rahim, S., Mahat, F., Nassir, A., & Yahya, M. (2015). Re-thinking: Risk Governance? *Procedia Economics and Finance*, *31*, 689-698.
- Reem, K., Allam, M., & Wajeih, E. (2015). The Relationship between Ownership Structure Dimensions and Corporate Performance: Evidence from Bahrain. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, *9*(4), 37-55.
- Romero, L., Wanumen, L., & Católico, D. (2014). Revelación de lineamientos sobre responsabilidad social en los códigos de buen gobierno de las empresas cotizadas en Colombia. *Cuadernos de Contabilidad*, *15*(38), 599-624.
- Rose, C. (2016). Firm Performance and Comply or Explain Disclosure in Corporate Governance. *European Management Journal*(34), 202-222.
- Ross, S. (1973). The Economic Theory of Agency: the Principal's Problem. *American Economic Review*, *63*(2), 134 - 139.
- Russo, M. V., & Fouts, P. (1997). A Resource Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability. *Academy of Management Journal*, *40*(3), 534 -559.
- Schiff, J., & Schiff, M. (1968). New Sales Management Tool: ROAM. *Harvard Business Review*, *45*(4), 59-66.
- Scott, S. V., & Walsham, G. (2005). Reconceptualizing and Managing Reputation Risk in the Knowledge Economy: Toward Reputable Action. *Organization Science*, *16*(3), 308-325.
- Tariq, Y., & Abbas, Z. (2013). Compliance and Multidimensional Firm Performance: Evaluating the Efficacy of Rule-Based Code

- of Corporate Governance. *Economic Modelling*, 35, 565-575.
- Tehrani, N. (2016). Investigating the Effects of Corporate Governance System Quality on Company Performance. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 3(7), 444-452.
- Turnbull, S. (1997). Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories. *Corporate Governance*, 5(4), 180-205.
- Whittington, R., Caillaud, L., & Yarkis-Douglas, B. (2011). Opening Strategy: Evolution of a Precarious Profession. *British Journal of Management*, 22(3), 531-544.
- Wooldridge, J. (2010). *Introducción a la econometría: un enfoque moderno* (4 ed.). México D. F.: Cengage Learning.
- Yoo, T., & Jung, D. (2015). Corporate Governance Change and Performance: The Roles of Traditional Mechanisms in France and South Korea. *Scandinavian Journal of Management*, 31, 40-53.
- Zabri, S., Ahmad, K., & Wah, K. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 35, 287-296.