

La incidencia de la adopción de prácticas de gobierno corporativo en las rentabilidades de las sociedades anónimas chilenas

ÁREA: 6
TIPO: Aplicación

79

AUTORES

Felipe Arenas-Torres¹

Centro de Investigación y Estudios Contables
Facultad de Economía y Negocios
Universidad de Talca, Chile
farenas@utalca.cl

Miguel Bustamante-Ubilla

Facultad de Economía y Negocios
Universidad de Talca, Chile
mabu@utalca.cl

Roberto Campos-Troncoso

Centro de Investigación y Estudios Contables
Facultad de Economía y Negocios
Universidad de Talca, Chile
rcampos@utalca.cl

1. Autor de contacto:
Universidad de Talca,
Facultad de Economía y Negocios, Centro de Investigación y Estudios Contables. Avenida Lircay s/n, Talca, Región del Maule, Chile. Código Postal: 3460000

*The incidence of the adoption of corporate governance practices in the returns of Chilean corporations
O impacto da adoção de práticas de governança corporativa na rentabilidade das empresas chilenas*

El objetivo del presente trabajo fue determinar si la adopción de prácticas de gobierno corporativo incide positiva y significativamente en la rentabilidad de las empresas chilenas. El estudio consideró una muestra de 903 reportes entre los años 2015 y 2019. La investigación del tipo descriptivo – correlacional, demuestra un grado de adopción incipiente a nivel de mercado y sectores económicos, aumentando la heterogeneidad de resultados respecto a la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño financiero. La incidencia significativa se alcanza en algunos sectores económicos, respecto a las categorías funcionamiento del consejo de administración y evaluación por un tercero independiente.

This study's objective was to determine if the adoption of corporate governance practices positively and significantly affects the profitability of Chilean companies. The study considered a sample of 903 reports between the years 2015 and 2019. The descriptive-correlational research shows a degree of incipient adoption at the market and economic sectors level, increasing the heterogeneity of results regarding the relationship between corporate governance and financial performance. A significant impact is reached in some economic sectors, concerning the operation of the board of directors and evaluation by an independent third party.

O objetivo deste estudo foi verificar se a adoção de práticas de governança corporativa afeta positiva e significativamente a rentabilidade das empresas chilenas. O estudo considerou uma amostra de 903 relatórios entre os anos de 2015 e 2019. A pesquisa descritivo-correlacional mostra um grau de adoção incipiente ao nível do mercado e dos setores econômicos, aumentando a heterogeneidade dos resultados quanto à relação entre governança corporativa e desempenho financeiro. O impacto significativo é alcançado em alguns setores da economia, no que diz respeito às categorias de atuação do conselho de administração e avaliação por terceiro independente.

DOI
10.3232/GCG.2021.V15.N3.04

RECIBIDO
23.01.2021

ACEPTADO
13.02.2021

1. Introducción

El concepto de gobierno corporativo (GC), ha tomado gran relevancia desde finales de los años 90 debido a que su diagnóstico al interior de las organizaciones ha contribuido significativamente a la prevención y reducción de fraudes corporativos (Baracaldo, 2013). En el ámbito regulatorio, se ha producido una proliferación de iniciativas destinadas a definir códigos de buen GC, (Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2015), generando en lo académico 2.147 publicaciones científicas en 18 años (1990 – 2008) y 79.635 referencias en revistas indexadas (Richart, Martínez, & García, 2011).

La importancia de los GC radica en la necesidad de restablecer la confianza de los agentes económicos, especialmente tras los casos emblemáticos del periodo 2001 – 2003 (Ganga & Vera, 2008) que motivaron la redacción de un código internacional de GC para las empresas que cotizan en bolsa (Di Tommaso, 2018), facilitando la movilidad de capital y fortaleciendo la credibilidad y transparencia de los mercados (González, Guzmán, Prada, & Trujillo, 2014).

Sin perjuicio del número de investigaciones que estudian el impacto de la adopción de prácticas de GC en el desempeño financiero de las sociedades, existe poca homogeneidad en los resultados alcanzados (Acero & Alcalde, 2012), debido a los contextos socio – económicos dispares que incluye a diferentes países desarrollados, países emergentes y países latinoamericanos, de acuerdo a la clasificación realizada por Aguilar, Rodríguez, & Cortez, (2019).

A pesar que los resultados hasta el momento no son concluyentes, organizaciones internacionales como la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), el Banco de Desarrollo para América Latina (CAF) y el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (IIMV), continúan fomentando la adopción de buenas prácticas de GC en las compañías, con el fin de robustecer el mercado de capitales, y a través de estudios sectorizados, influir positivamente en algunas dimensiones corporativas (Villanueva, Zorio, & García, 2015).

Por último, el propósito del presente trabajo, consistió en determinar la incidencia de la adopción de prácticas de GC, sobre la rentabilidad de las sociedades anónimas chilenas durante el período 2015 – 2019. Para ello, el trabajo recoge la caracterización por sectores económicos y las categorías de GC propuestas por la NCG N°385, aplicando una metodología de investigación pertinente a la naturaleza de los datos de GC y a los indicadores de rentabilidad de las sociedades chilenas. La importancia del presente artículo radica en la segmentación por cada sector de actividad económica, determinando o no la existencia de incidencia y significancia estadística en cada una de las regresiones realizadas.

PALABRAS CLAVE

Gobierno corporativo, desempeño financiero, composición del directorio, sectores económicos.

KEYWORDS

Corporate governance, financial performance, composition of the board, economic sectors.

PALAVRAS-CHAVE

Governança corporativa, desempenho financeiro, composição do conselho, setores econômicos.

**CÓDIGOS JEL
G34; G38; L25; M14**

2. Marco Conceptual

2.1. La Regulación de los Gobiernos Corporativos en Chile

Respecto a la regulación de gobernanza corporativa, los códigos de buen GC propuestos en algunos países, presentan diferencias a causa de la estructura empresarial. En Estados Unidos, Australia y Reino Unido, los dueños de las sociedades en su mayoría delegan sus responsabilidades en una Junta Directiva, contrariamente a lo que ocurre en México y Japón, donde los dueños se involucran fuertemente en el GC de sus sociedades, mientras que en Noruega y Alemania el nivel de intervención de los dueños es de mediana intensidad (Gómez & Zapata, 2013). En general, el mapa de códigos de buen gobierno en Iberoamérica distingue países con un mercado de capitales desarrollado y países cuyo mercado de capitales juega un papel menos determinante en las economías nacionales (Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2015).

En Chile, la Comisión para el Mercado Financiero, en su primer intento de regular los GC, emite en el año 2012 la Norma de Carácter General N°341 (Superintendencia de Valores y Seguros, 2012), la que sin embargo fue derogada tres años después por la Norma de Carácter General N°385 (NCG N°385), debido a que la información en las respuestas tendía a ser estandarizada y escasa, entendiéndose como un tipo de cumplimiento formal y no necesariamente cualitativo (Godoy, Walker, & Zegers, 2018). En consecuencia, la nueva normativa intenta proveer de mayor información esencial a los accionistas y al público en general respecto a las prácticas de GC adoptadas por las sociedades reguladas (Comisión para el Mercado Financiero, 2015). En este sentido, la nueva normativa incluye 23 principios y 99 prácticas, estructurándose en las categorías "Funcionamiento y composición del directorio" con 11 principios y 51 prácticas, a "Relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general", con 7 principios y 22 prácticas, a "Gestión y control de riesgos", con 4 principios y 22 prácticas, terminando con "Evaluación por parte de un tercero independiente", con un principio y 4 prácticas (Superintendencia de Valores y Seguros, 2015).

Por su parte, PricewaterhouseCoopers Consultores Auditores (2016), describe el grado de adopción promedio de las empresas que reportaron la NCG N°385 el período 2015, alcanzando un tercio de las frecuencias. Seguidamente, Arenas, Campos & Santander (2019) determinan que entre los años 2015 - 2017 el grado de adopción avanzó de un 28 a 34, superando ligeramente el tercio de las frecuencias determinadas previamente. Al respecto, en el caso chileno, diferentes investigaciones señalan que la no adopción de las recomendaciones de buen gobierno pudiera deberse a una falta de convicción empresarial, como también a la alta concentración de capital de las sociedades chilenas, no pudiéndose observar por parte de los accionistas controladores, los beneficios financieros y no financieros de optimizar el proceso de toma de decisiones y transparencia corporativa (Godoy, Walker, & Zegers, 2018; Zegers & Consiglio, 2013).

2.2. El Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero

De acuerdo a la literatura académica relacionada al impacto de adoptar prácticas de GC en diferentes variables de la dimensión empresarial. A nivel de procesos, el adherirse a estándares de GC permitiría mejorar la percepción de los inversionistas, toda vez que disminuye problemas de transparencia y efectividad en la gestión empresarial (Nicoleascu, 2013; Paul, 2017). Por su parte, Arenas, Santander y

Campos (2020) señalan que la incidencia de la diversidad del consejo de administración en la adopción de prácticas relacionadas al funcionamiento de éste consejo es baja y poco significativa. Sin embargo, la diversidad del consejo podría traer en el mediano y largo plazo, beneficios financieros positivos al incrementar la cuota de género efectiva en el consejo de administración (Reyes, Briano & Saavedra, 2019; Ahmed, Collins, & Basil, 2018).

Por su parte, el adoptar prácticas de GC podría conllevar incidencias y/o correspondencias con variables financieras. Sin embargo, al relacionar ambas dimensiones, existe poca homogeneidad en los resultados alcanzados (Acero & Alcalde, 2012). Por ejemplo, al nivel de indicadores extra contables, Salamunic & Moraga (2020) señalan que el adoptar prácticas de gobierno corporativo del mercado chileno se correlaciona fuerte y positivamente con los precios transados de las acciones, sobre todo al analizar períodos acotados de tiempo. En la misma línea, Correa, Quintero, Gómez & Castro (2020) al estudiar 69 empresas del mercado accionario colombiano, señalan que la buena gobernanza corporativa incide y fortalece la creación de valor para los accionistas. En constraste, Aguilar, Rodríguez y Cortez (2019), al estudiar 50 sociedades emisoras de valores de oferta pública mexicanas, descubrieron que las incidencias positivas solo se producen en empresas de tamaño medio.

En relación a indicadores de desempeño financiero provenientes de la contabilidad, los resultados siguen siendo heterogéneos. Por ejemplo en los casos de Alemania, Suiza, Perú y Brasil, los resultados indican que existe una relación positiva entre la adopción de buenas prácticas de GC y los resultados financieros de las sociedades analizadas (Drobetz, Schillhofer, & Zimmermann, 2004; Beiner, Drobetz, Schmid, & Zimmermann, 2006; Burneo & Lizarzaburu, 2016; Carvalhal & Câmara, 2006). Por el contrario, estudios realizados en Chile e Indonesia, indican que no existe una relación significativa entre el grado de adopción prácticas de GC y las variables financieras de rentabilidad (Moraga & Roperero, 2018; Karamoy & Tulung, 2020). Complementariamente, investigaciones sobre Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y desempeño financiero no son concluyentes, debido a las limitaciones de carácter temporal y espacial de los estudios (Miras, Carrasco, & Escobar, 2011).

Finalmente, si bien existe una amplia heterogeneidad en los resultados de las investigaciones que vinculan al GC y el desempeño financiero de las sociedades, la baja adhesión a las prácticas de gobierno corporativo experimentado en el período 2013-2019 de las sociedades anónimas chilenas (Arenas, Campos & Escalona 2020; Salamunic & Moraga 2020) y la falta de vinculación, entre su adopción y los beneficios financieros de adherirse a estas recomendaciones, pudiera estar inhibiendo a los consejos de administración en adherirse a este tipo de prácticas corporativas.

Sobre la base de los argumentos detallados y a partir de las relaciones que se producen entre las prácticas de GC respecto de las variables financieras y las rentabilidades previamente explicadas, el presente trabajo detalla a continuación las hipótesis de estudio que se busca contrastar:

H₁: La adopción de prácticas de gobierno corporativo, incide positiva y significativamente en las rentabilidades de las sociedades anónimas chilenas.

H₂: La adopción de prácticas por áreas de gobierno corporativo, inciden positiva y significativamente en las rentabilidades de las sociedades anónimas chilenas.

3. Metodología

La investigación fue del tipo descriptivo – correlacional. Las variables fueron analizadas primero mediante estadísticos descriptivos y luego mediante regresiones múltiples con el fin de determinar la influencia de las prácticas de GC sobre en las rentabilidades de las sociedades anónimas.

La población en estudio alcanza un total de 1.071 reportes, de los cuales, mediante la aplicación de un muestreo no probabilístico por conveniencia, se obtuvo una muestra de 903 reportes. La muestra fue conformada por 177 sociedades reguladas por la CMF las cuales, en cumplimiento de la NCG N°385, reportaron las prácticas de GC adoptadas durante el período 2015 – 2019. Adicionalmente, la población fue clasificada por sectores económicos, de acuerdo a los códigos de actividad establecidos por el Servicio de Impuestos Internos (Servicio de Impuestos Internos de Chile, 2020). La tabla 1 indica su distribución.

Tabla 1 - Distribución de las empresas por sector económico

N° Sector	Sectores económicos	Observaciones del período		N° empresas	
		Cantidad	Frecuencia	Cantidad	Frecuencia
1	Comercio	92	10%	21	10%
2	Hoteles, Restaurantes y Entretenimiento	56	6%	12	6%
3	Industria manufacturera	211	23%	45	24%
4	Inmobiliaria y Construcción	89	10%	26	9%
5	Minería	20	2%	4	2%
6	Silvoagropecuaria y pesca	31	3%	7	3%
7	Sociedades de inversión	155	17%	8	18%
8	Suministros básicos	123	14%	27	14%
9	Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	90	10%	18	10%
10	Otros	36	4%	9	4%
11	Total	903	100%	177	100%

Fuente: Elaboración propia

Las 99 prácticas propuestas por la NCG N°385 definidas como variables independientes, fueron analizadas en términos dicotómicos (SI = 1; NO = 0), que categoriza el grado de adopción a las prácticas de GC. El grado de adopción general así como el grado de adopción por categoría, fue clasificado en una escala likert de 1 a 5, dependiendo del grado de adopción promedio obtenido por la empresa. Para una adhesión entre 0 a 20% la escala fue de 1 = “Deficiente”; para un 21 a 40% fue de 2 = “Incipiente”; para un 41 a 60% fue de 3 = “Mejorable”; para un 61 a 80% fue de 4 = “Bueno”; y finalmente, para un 81 a 100% fue de 5 = “Excelente”.

Como variable dependiente, se consideraron los indicadores de rentabilidad ROE y ROA, los cuales fueron clasificados en cinco intervalos, dependiendo de la media (\bar{x}) y desviación estándar (σ) de los indicadores por cada una de las industrias, de esta forma, las rentabilidades menores a 2σ de la \bar{x} obtuvieron 1 punto, rentabilidades menores a 1σ de la \bar{x} obtuvieron 2 puntos, rentabilidades en el rango de 1σ de la \bar{x} obtuvieron 3 puntos, rentabilidades superiores a 1σ de la \bar{x} obtuvieron 4 puntos, y por

último rentabilidades superiores a 2σ obtuvieron 5 puntos. Finalmente, como variables de control se analizaron la razón corriente y la razón de endeudamiento, las que fueron clasificadas como Dummy o dicotómicas. En **tabla 2**, el resumen de las variables, significados y fuentes.

Como se aprecia en la **tabla 2**, las variables dependientes, independientes y de control, se describen operacionalmente y éstas se encuentran asociadas a sus respectivas fuentes teóricas. Como se observa, la estructura de variables propuesta permiten analizar el comportamiento de las independientes a fin de determinar cómo inciden sobre las dependientes, mediadas por las variables de control sugeridas en el modelamiento. Por último, a objeto de sintetizar el análisis sobre la base conceptual presentada, la operacionalidad de las variables previstas y a partir de las dos hipótesis planteadas, se proponen los siguientes modelos.

$$Rent_{iG^*APCG} = \beta_0 + \beta_1 * G^*APGC_{it} + \beta_6 * NL_{it} + \beta_7 * NE_{it} + \beta_8 * Año_{it} + \epsilon_{it}$$

$$Rent_{iCat} = \beta_0 + \beta_2 * Cat.1_{it} + \beta_3 * Cat.2_{it} + \beta_4 * Cat.3_{it} + \beta_5 * Cat.4_{it} + \beta_6 * NL_{it} + \beta_7 * NE_{it} + \beta_8 * Año_{it} + \epsilon_{it}$$

Tabla 2 - Descripción de variables incluidas en el modelo de regresión

Variable	Símbolo	Elemento para	Operac. por empresa	Fuente
Dependientes				
Rentabilidad Final	Rent.			Ciftci, Tatoglu, Wood, Demirbag, & Zaim (2019)
Rentabilidad según grado de adopción a las prácticas de GC	$Rent_{iG^*APCG}$	Medir el Desempeño Financiero	Clasificación ROE + Clasificación ROA	Lagos, Betancourt y Gómez (2018)
Rentabilidad según adopción de categorías	$Rent_{iCat}$			Mohan & Chandramohan (2018) Moraga & Ropero (2018) Nazir & Afza (2018)
Independientes				
Grado de adopción a las prácticas de gobierno corporativo	G^*APGC	Medir el grado de adopción a la NCG N°385	<u>Sumatoria de prácticas adoptadas</u> 99 prácticas	Admed & Hamdan (2015)
Likert Adopción de prácticas del Funcionamiento y Composición del Directorio	Cat.1	Medir la adopción de prácticas Cat.1	<u>Sumatoria de prácticas adoptadas</u> 51 prácticas	Aslam, Ahmad, Usman, & Arif (2018)
Likert Adopción de prácticas de la Relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general	Cat.2	Medir la adopción de prácticas Cat.2	<u>Sumatoria de prácticas adoptadas</u> 22 prácticas	Beiner, Drobetz, Schmid, & Zimmermann (2006)
Likert Adopción de prácticas de la Gestión y control de riesgos	Cat.3	Medir la adopción de prácticas Cat.3	<u>Sumatoria de prácticas adoptadas</u> 22 prácticas	Briano & Saavedra (2015)
Likert Adopción de prácticas de la Evaluación por parte de un tercero independiente	Cat.4	Medir la adopción de prácticas Cat.4	<u>Sumatoria de prácticas adoptadas</u> 4 prácticas	Mohan & Chandramohan (2018)
				Moraga & Ropero (2018)
				Moraga & Rossi (2019)
				Nazir & Afza (2018)

<i>Control</i>				
Razón Corriente (Dummy)	NL	Determinar el nivel de liquidez de la empresa	$\frac{\text{Activos corrientes totales}}{\text{Pasivos corrientes totales}}$	Beiner, Drobetz, Schmid, & Zimmermann (2006)
Levarage (Dummy)	NE	Determinar el nivel de endeudamiento de la empresa	$\frac{\text{Total pasivos}}{\text{Patrimonio Total}}$	Ben & Padilla (2019) Ciftci, Tatoglu, Wood, Demirbag, & Zaim (2019)
Año ₁₅₋₁₉ (Dummy)	AÑO	Controlar el año de los indicadores obtenidos	Año	Correa, Reyes, & Montoya (2018) Moraga & Rossi (2019)

Fuente: Elaboración propia

4. Resultados

En este apartado se presentan los resultados del estudio, comenzando con el análisis estadístico descriptivo, luego se presentan los modelos de regresión de la adopción de la NCG N°385 y las regresiones para cada una de las áreas de GC.

La **tabla 3** contiene los estadísticos descriptivos de la población de estudio. Entre los resultados más relevantes, el promedio de adopción a las prácticas de GC fue de un 2,23, calificado como incipiente sobre las 903 observaciones analizadas. Adicionalmente, el sector económico con mejor grado de adopción, es el minero con un 2,75, también categorizado como incipiente, mientras que el sector con menor adhesión corresponde al de las sociedades de inversión con un 1,75 que lo califica como deficiente. Respecto al desempeño financiero, los resultados indican que el promedio de las observaciones fue de 6,01 sobre una base de 10 puntos, alcanzando un 60% de logro, mientras que el sector con la mejor y menor performance fue "otros" con un promedio de 6,53, equivalente a un 65% de logro, y hoteles, restaurantes y entretenimiento con un 5,43 respectivamente, el cual corresponde a un 54% del total de puntos posibles.

Tabla 3 - Estadísticos descriptivos

N° Sector	Sectores económicos	N° de obs.	Adop. prácticas de GC				Desempeño Financiero			
			Media	D. Est.	Mín.	Máx.	Media	D. Est.	Mín.	Máx.
1	Comercio	92	2,50	0,86	1,00	5,00	5,83	1,05	2,00	8,00
2	Hoteles, Restaurantes y Entretenimiento	56	1,88	0,76	1,00	4,00	5,43	1,26	2,00	9,00
3	Industria manufacturera	211	2,18	1,02	1,00	5,00	5,89	1,15	1,00	10,00
4	Inmobiliaria y Construcción	89	2,13	1,04	1,00	5,00	5,88	1,32	1,00	10,00
5	Minería	20	2,75	0,85	2,00	4,00	6,10	0,85	4,00	8,00
6	Silvoagropecuaria y pesca	31	2,06	0,96	1,00	4,00	5,77	1,67	1,00	10,00
7	Sociedades de inversión	155	1,75	0,77	1,00	4,00	6,13	1,20	0,00	10,00
8	Suministros básicos	123	2,65	1,01	1,00	5,00	6,38	1,11	1,00	10,00
9	Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	90	2,63	1,27	1,00	5,00	6,16	1,73	1,00	10,00
10	Otros	36	2,19	0,92	1,00	4,00	6,53	1,30	4,00	10,00
11	Total	903	2,23	1,02	1,00	5,00	6,01	1,28	0,00	10,00

Fuente: Elaboración propia

Por otra parte, en **tabla 4**, se describen los resultados de las regresiones relacionadas con la hipótesis H1. Se observa que los mínimos cuadrados ajustados de cada una de las regresiones son altamente dispares, limitando la fiabilidad de las regresiones a los diferentes coeficientes de determinación obtenidos. Para los sectores 1, 2, 3, 4, 6, 7, 8, 9, 10 y para la totalidad de los sectores incorporados en 11, los valores del R² ajustado o coeficiente de determinación son muy bajos o casi cero, a diferencia del sector 5, el cual posee un coeficiente de 0,397, donde la variación de la variable desempeño financiero determinada como dependiente, sería explicada en un 39,7% por los cambios producidos en el grado de adopción a las prácticas de GC, definidas previamente como la variable independiente.

Respecto a la significancia global de las 11 regresiones calculadas en **tabla 4** a través de la prueba estadística "F" de Fisher, donde $p \leq 0,05$, solamente en las regresiones de los sectores 5, 7 y 11 existe significancia estadística global. Mientras que en los sectores económicos 1, 2, 3, 4, 6, 8, 9 y 10 la significancia es mayor a un p de 0,05.

En relación a los coeficientes de las regresiones, el rango fluctúa entre los -0,320 y 0,157, sin embargo, estos se encuentran condicionados a la significancia estadística individual de cada una de las variables, existiendo positividad en los sectores 2, 3, 4, 6, 7 y 11, siendo el sector "hoteles, restaurantes y entretenimiento" el más relevante, en contraste, los sectores 1, 5, 8, 9 y 10 en los cuales el factor es negativo, disminuyendo la rentabilidad, a partir de la adopción de prácticas de GC.

Por otra parte, para analizar la significancia individual de los resultados de los coeficientes, se aplicó la prueba T-Student (Anderson, Sweeney, & Williams, 2010), considerando que cualquier parámetro β_i , con $H_0: \beta_i = 0$ y $H_1: \beta_i \neq 0$, se rechaza H_0 para las regresiones de los sectores 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10 y 11, destacando que en ninguna de las regresiones existe incidencia significativa a un nivel de $p \leq 0,05$, no siendo válida H_1 para la presente investigación, debido a que la incidencia en algunos de los sectores fue positiva, pero en ninguno de ellos fue significativa.

Tabla 4 - Resultados del modelo de regresión de acuerdo a la adopción de prácticas de GC

N° Sector	Sectores económicos	Const.	Coef.	Error est.	R ² Ajustado	Sign. Global	Variables de control		
							Liquidez	Endeud.	Año
1	Comercio	5,599	(0,011)	0,137	(0,017)	0,616	No	No	No
2	Hoteles, Restaurantes y Entretenimiento	5,785	0,157	0,216	0,070	0,143	No	Si	No
3	Industria manufacturera	4,590	0,045	0,079	0,003	0,377	No	No	No
4	Inmobiliaria y Construcción	5,592	0,045	0,149	0,018	0,297	No	Si	No
5	Minería	6,247	(0,241)	0,185	0,397	0,042	No	Si	No
6	Silvoagropecuaria y pesca	5,318	0,007	0,511	(0,002)	0,461	No	No	No
7	Sociedades de inversión	5,592	0,110	0,125	0,051	0,039	No	No	No
8	Suministros básicos	5,875	(0,016)	0,110	(0,017)	0,679	No	No	No
9	Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	6,282	(0,048)	0,177	0,024	0,254	No	No	No
10	Otros	6,946	(0,320)	0,266	(0,082)	0,761	No	No	No
11	Todos los sectores	5,513	0,019	0,044	0,014	0,007	No	Si	No

a. Variable dependiente, desempeño financiero de las empresas clasificadas en los sectores económicos respectivos

NOTA: "Si" o "No" indica si las variables de control, liquidez o endeudamiento son significativos al * p<0,1, ** p<0,05 y *** p<0,01 respectivamente.

Fuente: Elaboración propia

En **tabla 5**, se observan los resultados de las regresiones por cada uno de los sectores económicos definidos, considerando las cuatro categorías consideradas en la NCG N°385 de GC. Al respecto, los coeficientes de determinación ajustados resultan dispares entre las industrias y el mercado en general. Destaca la correspondencia entre las variables del sector minería con un factor de 0,317 (31,7%) y el sector silvoagropecuario y pesca con un factor de 0,477 (47,7%), mientras que en el resto de los sectores, el R² es menor a un factor de 0,100 (10%). Por otra parte, al realizar la prueba de significancia global de Fisher, solamente los sectores económicos "6. Silvoagropecuaria y pesca" con un $p = 0,006$; "7. Sociedades de inversión" con un $p = 0,049$; "8. Suministros básicos" con un $p = 0,044$; y la totalidad de los reportes analizados ($n = 903$), mediante la regresión "11. Todos los sectores económicos" con un $p = 0,015$, presentan significancia estadística de $p \leq 0,05$, siendo el modelo válido para cada uno de éstos sectores económicos.

Respecto a las variables de control definidas, solamente en algunos sectores económicos éstas fueron significativas ($p \leq 0,05$). Por ejemplo la variable "liquidez" fue significativa para el sector "6. Silvoagropecuaria y pesca" ($p = 0,004$), mientras que la variable "endeudamiento" alcanza significancia estadística en los sectores, "3. Industria manufacturera" ($p = 0,009$), "4. Inmobiliaria y Construcción" ($p = 0,021$), "8. Suministros básicos" ($p = 0,044$) y "11. Todos los sectores económicos" ($p = 0,008$). Finalmente la variable "año" solo presenta significancia en la regresión que considera todos los sectores económicos ($p = 0,047$).

Por otra parte, al analizar las significancias individuales bajo la prueba T-Student, los sectores económicos "3. Industria manufacturera" Cat.2 ($p \leq 0,05$), "6. Silvoagropecuaria y pesca" Cat.4 ($p \leq 0,01$), y sector "8. Suministros básicos" Cat.1 y Cat.3 ($p \leq 0,05$ cada uno), presentan coeficientes con significancia estadística individual menor a $p \leq 0,05$. Complementariamente, se determinaron coeficientes con signo

positivo, en los sectores "6.Silvoagropecuaria y pesca" Cat.4 (7,354***) y sector "8.Suministros básicos" Cat. 1 (0,228**), mientras que los coeficientes con signo negativo, se produce en los sectores económicos "3.Industria manufacturera" Cat.2 (-0,181**) y sector "8.Suministros básicos" Cat. 3 (-0,233**).

Tabla 5 - Resultados de los modelos de regresión de acuerdo a las categorías de GC

Sectores Económicos	Const.	Coef. Cat. 1 / (Error est.)	Coef. Cat. 2 / (Error est.)	Coef. Cat. 3 / (Error est.)	Coef. Cat. 4 / (Error est.)	R ² Ajustado / (Sign. gl)	Variables de control (Dummy)		
							Liquidez	Endeud.	Año
1. Comercio	5,284	0,053	(0,245)	0,113	0,151	(0,006)	No	No	No
		0,128	0,124*	0,142	0,205	0,492			
2. Hoteles, Restaurantes y Entretenimiento	4,990	0,321	0,331	(0,254)	0,000	0,080	No	No	No
		0,211	0,272	0,207	0,000	0,151			
3. Industria manufacturera	4,699	(0,007)	(0,181)**	0,032	0,204	0,014	No	Si	No
		0,095	0,090	0,072	0,241	0,235			
4. Inmobiliaria y Construcción	6,051	0,024	(0,194)	0,259	(0,373)	0,035	No	Si	No
		0,197	0,268	0,197	0,240	0,233			
5. Minería	7,267	(0,610)	0,334	(0,054)	(0,338)	0,317	No	No	No
		0,686	0,465	0,154	0,349	0,151			
6. Silvoagropecuaria y pesca	(4,931)	0,286	0,340	(0,402)	7,354***	0,477	Si	No	No
		0,468	0,946	0,624	1,511	0,006			
7. Sociedades de inversión	5,019	0,111	0,105	(0,070)	0,345	0,056	No	No	No
		0,168	0,165	0,127	0,232	0,049			
8. Suministros básicos	5,988	0,228**	(0,230)*	(0,233)**	0,110	0,070	No	Si	No
		0,105	0,124	0,115	0,119	0,044			
9. Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	6,347	(0,196)	0,041	0,171	(0,107)	0,001	No	No	No
		0,239	0,229	0,220	0,335	0,446			
10. Otros	9,167	(0,490)*	(0,048)	0,203	(1,566)	0,001	No	No	No
		0,255	0,387	0,229	1,470	0,462			
Todos los sectores económicos	5,455	(0,001)	(0,057)	0,028	0,099	0,013	No	Si	Si
		0,050	0,053	0,044	0,078	0,015			

a. Variable dependiente, desempeño financiero de las empresas clasificadas en los sectores económicos respectivos

NOTA: "Si" o "No" indica si las variables de control, liquidez o endeudamiento son significativas al * p<0,1, ** p<0,05 y *** p<0,01 respectivamente.

Fuente: Elaboración propia

Por último, considerando los R² ajustados, las significancia globales de cada regresión y la significancia individual de sus variables, se acepta la hipótesis H₂, solamente para los sectores económicos "6.Silvoagropecuaria y pesca" Cat. 4 con un coeficiente de 7,354*** y sector "8.Suministros básicos" Cat. 1 con un coeficiente de 0,228**.

5. Discusión de Resultados

En general, el nivel de adopción a las prácticas de GC en Chile es incipiente, alcanzando un promedio de 2,23 sobre un total de 5 puntos, equivalente a un 45% en el período 2015-2019, similares son los resultados obtenidos por Moraga y Roper (2018), Moraga y Rossi (2019) y Arenas, Campos & Santander (2019), quienes señalan un nivel de adopción del orden de un 30 -35% promedio en el período 2015-2017.

Así mismo, se aprecia que no existe incidencia significativa y positiva del grado de adopción a las prácticas de GC sobre las rentabilidades de las sociedades chilenas, considerando los sectores económicos (1 al 10) y tampoco en el total de los sectores estudiados (11). Ambos resultados, permiten rechazar la hipótesis H_1 , y contribuyen a la heterogeneidad de resultados relacionados a la vinculación del gobierno corporativo y el desempeño financiero. Al contrastar los resultados del presente estudio, se aprecia que, a nivel latinoamericano los análisis son diversos. En Perú, Burneo y Lizarzaburu (2016) señalan que las empresas que son parte del Indicador de Buen Gobierno Corporativo, han tenido una mejor rentabilidad respecto de aquellas que no pertenecen a este indicador. Similares resultados obtuvieron Admed & Hamdan (2015), quienes concluyen que el ROA y el ROE están significativamente relacionados con el grado de adopción de las prácticas de GC de Bahrein. Adicionalmente, Drobetz, et al. (2004), quienes estudiaron el mercado alemán, determinaron una relación positiva entre GC y la valorización de las empresas. También, Ben & Padilla (2019), al estudiar por 21 años las bolsas mundiales, indican que la reestructuración del GC, en el largo plazo, repercute positivamente en el desempeño financiero de las sociedades. En contraste, al estudiar el mercado español Acero y Alcalde (2011), detectaron que no existe ningún efecto de la estructura de GC sobre la performance de las organizaciones analizadas, mientras que en el caso chileno, Moraga y Roper (2018) y Moraga y Rossi (2019) concluyen en ambos casos, que no existe una relación significativa entre las variables de GC y desempeño financiero.

A nivel de área de gobierno, los resultados relacionados con la hipótesis H_2 , reflejan incidencia positiva y significativa de los sectores 6 con la Cat.4 y sector 8 con la Cat.1, mientras que la incidencia negativa y significativa, se produce en el sector 3 Cat. 2 y sector 8 Cat. 3. En este sentido, Al-ahdal, Alsamhi, Tabash, & Farhan (2020), revelaron que las áreas Junta de Accionista y Comité de Auditoría, tienen un impacto positivo pero muy bajo, en los índices ROE y Q de Tobin, mientras que Transparencia y Divulgación, incidirían de manera negativa pero no significativa sobre la Q de Tobin en las empresas de la India. Por su parte Lagos, Betancourt y Gómez (2018), al estudiar 104 empresas inscritas en el Registro de Valores y Emisores de Colombia, identificaron una relación positiva y con significancia estadística entre la familia accionista y los indicadores de desempeño ROE y ROA, atribuyéndose la relación a la mitigación del problema de agencia al alinearse los intereses de accionistas y directivos. Mientras que Rodríguez (2016), concluye así mismo que el Consejo de Administración, contribuye positivamente en la rentabilidad de las empresas españolas.

Finalmente, el presente estudio, al sectorizar cada una de las variables utilizadas, como es el caso de los sectores económicos, áreas de GC y diferentes variables de control, logra determinar que en algunos sectores económicos la adhesión de las categoría de GC, sí incidiría sobre la rentabilidad de las sociedades anónimas chilenas. En este sentido, Beiner, et al. (2006), señala que el indicador de GC no debe ser analizado de manera aislada y debe acompañarse de diferentes variables tales como el apalancamiento, sector industrial o estructura de la propiedad, que permiten optimizar y especificar los resultados.

6. Conclusiones

Sobre la base del análisis realizado, el presente estudio permite concluir que en Chile la adhesión a las prácticas de GC se encuentra en una etapa incipiente y que luego de cinco años de vigencia de la NCG N°385, el avance ha sido marginal, sin mostrar cambios significativos en los niveles de adopción.

Se rechaza la hipótesis H_1 , determinando que la adhesión a las prácticas de GC no incide positiva y significativamente sobre las rentabilidades de las empresas clasificadas en los 11 sectores económicos definidos para el estudio.

Respecto de H_2 , se concluye que solo algunas categorías de GC inciden positiva y significativamente sobre la rentabilidad en algunos sectores económicos, entre ellas el funcionamiento y composición del directorio (Cat.1) que incide significativamente en las rentabilidades del sector suministros básicos, la categoría evaluación por parte de un tercero independiente (Cat.4) incide positiva y significativamente en las rentabilidades del sector Silvoagropecuaria y suministros básicos.

En relación a las contribuciones del estudio, este ha permitido actualizar los niveles de adopción de las prácticas de GC en Chile. También, la investigación ha permitido aumentar la heterogeneidad de los resultados, respecto a la vinculación entre el GC y la rentabilidad de las sociedades anónimas chilenas, al considerar sectores económicos específicos, permitiendo fomentar de manera indirecta la adopción de este tipo de recomendaciones de adopción voluntaria.

Finalmente, el presente estudio permite confirmar la heterogeneidad de resultados, al relacionar la adopción de prácticas de gobierno corporativo con la rentabilidad de las sociedades analizadas. Al respecto, podemos destacar que el internalizar buenas prácticas corporativas pudiera reflejar resultados positivos en el mediano y largo plazo. Por último, se recomiendan nuevos enfoques de investigación relacionados a medir el impacto de la adopción de prácticas de GC en variables cualitativas, destacando las perspectivas como la diversidad del consejo de administración, prácticas relacionadas al cuidado del medio ambiente, y la comunidad.

Bibliografía

- Acero, I., & Alcalde, N. (2012). "Gobierno Corporativo y Rendición de Cuentas: ¿Existe Algún Efecto Sobre la Performance Empresarial?". *Revista de Contabilidad*, Vol. 15, Num. 1, pp. 143-178. doi.org/10.1016/S1138-4891(12)70041-9
- Admed, E., & Hamdan, A. (2015). "The impact of corporate governance on firm performance: Evidence from bahrain stock exchange". *European Journal of Business and Innovation Research*, Vol. 3, Num. 5, pp. 25-48.
- Ahmed, S., Collins, N., & Basil, A.-N. (2018). "Board diversity, corporate governance, corporate performance, and executive pay". *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 24, Num. 2, pp. 1-26. doi.org/10.1002/ijfe.1690
- Aguilar, I., Rodríguez, M., & Cortez, C. (2019). "¿Son las prácticas de gobierno corporativo y de earnings management relevantes para el valor de las empresas en México?". *Contaduría y Administración*, Vol. 64, Num. 4, pp. 1-20. doi.org/10.22201/fca.24488410e.2020.1965
- Al-abdal, W., Alsambi, M. A., Tabash, M., & Farhan, N. (2020). "The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation". *Research in International Business and Finance*, Vol. 51, pp. 1-13. doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101083
- Anderson, D., Sweeney, D., & Williams, T. (2010). *Estadística para administración y Economía*. México, D.F.: Cengage Learning Editores, S.A.
- Arenas, F., Campos, R., & Santander, V. (2019). "Adopción de prácticas de gobierno corporativo del mercado chileno en el trienio 2015-2017". *Visión de Futuro*, Vol. 23, Num. 2, pp. 37-55. Obtenido de <http://visiondefuturo.fce.unam.edu.ar/index.php/visiondefuturo/issue/view/16>
- Arenas, F., Campos, R., & Escalona, P. (2020). "La creación de valor a partir de la adopción de prácticas de gobierno corporativo en Chile". *Revista Venezolana de Gerencia*, Vol. 25, Num. 90, pp. 595-612. doi.org/10.37960/rvg.v25i90
- Arenas, F., Santander, V., & Campos, R. (2020). "La incidencia de la diversidad en el funcionamiento del consejo de administración en Chile, periodo 2015-2017". *Revista Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*. Vol. 14, Num. 2., pp. 34-49. doi.org/10.3232/GCG.2020.V14.N2.01
- Aslam, S., Ahmad, M., Usman, M., & Arif, S. (2018). "The impact of corporate governance and intellectual capital on firm's performance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from Australian Listed Companies". *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 12, Num. 1, pp. 283-308. Obtenido de <http://hdl.handle.net/10419/188346>
- Baracaldo, N. (2013). "Diagnóstico de gobierno corporativo como mecanismo en la prevención del fraude en empresas familiares". *Cuadernos de Contabilidad*, Vol. 14, Num. 35, pp. 581-615.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M., & Zimmermann, H. (2006). "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation". *European Financial Management*, Vol. 12, Num. 2, pp. 249-283. doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00318.x
- Ben, F., & Padilla, L. (2019). "Strategic change and corporate governance: Evidence from the stock exchange industry". *Journal of Business Research*, Vol. 103, pp. 206-218. doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.045
- Briano, G., & Saavedra, M. (2015). "La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México". *Estudios Gerenciales*, Vol. 31, Num. 136, pp. 275-286. doi.org/10.1016/j.estger.2015.02.001
- Burneo, K., & Lizaraburu, E. (2016). "Gobierno Corporativo en Mercados Emergentes: Impacto en la Bolsa de Valores de Lima - BVL". *Revista Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, Vol. 10, Un. 3, pp. 57-115. doi.org/10.3232/GCG.2016.V10.N3.03
- Carvalho, A., & Câmara, R. (2006). "Ownership, control, valuation and performance of Brazilian Corporations. *Corporate Ownership & Control*", Vol. 4, Num. 1, pp. 300-3008. doi.org/10.22495/cocv4i1c2p6

Ciftci, I., Tatoglu, E., Wood, G., Demirbag, M., & Zaim, S. (2019). "Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey". *International Business Review*, Vol. 28, Num. 1, pp. 90-103. doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.08.004

Comisión para el Mercado Financiero. (2015). "Informe Final: Fortalecimiento de Estándares de Gobierno Corporativo de las Sociedades Anónimas Abiertas". Santiago: CMF. Obtenido de https://www.svs.cl/portal/principal/605/articulos-20924_doc_pdf.pdf

Correa, D., Quintero, J., Gómez, S. y Castro, C. (2020). "El gobierno corporativo, un pilar indispensable para el desempeño financiero". *Universidad y Empresa*, 22(38), 40-64. doi.org/10.12804/revistas.urosario.edu.co/empresa/a.6975.

Correa, D., Reyes, D., & Montoya, K. (2018). "La información no financiera y el desempeño financiero empresarial". *Semestre Económico*, Vol. 21, Num. 46, pp. 185-202. doi.org/10.22395/seec.v21n46a8

Di Tommaso, F. (2018). "What are the costs and benefits of an international corporate governance reregulation?". *Journal of Governance and Regulation*, Vol. 7, Num. 3, pp. 31-36. doi.org/10.22495/jgr_v7_i3_p4

Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany". *European Financial Management*, Vol. 10, Num. 2, pp. 267-293. doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00250.x

Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. (2015). "El Gobierno Corporativo en Iberoamérica. Madrid: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores". Obtenido de https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf

Ganga, F., & Vera, J. (2008). "El Gobierno Corporativo: Consideraciones y cimientos teóricos". *Cuadernos de Administración*, Vol. 21, Num. 35, pp. 93-126. Obtenido de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=20503505>

Godoy, M. P., Walker, E., & Zegers, M. (2018). "Análisis del primer intento de imponer autorregulación sobre gobierno corporativo en Chile: Resultados de un Oxímoron". *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 45, Num. 1, pp. 179-210. doi.org/10.4067/S0718-34372018000100179

Gómez, G., & Zapata, N. (2013). "Gobierno Corporativo: Una comparación de códigos de gobierno en el mundo, un modelo para empresas latinoamericanas familiares y no familiares". *Entramado*, Vol. 9, Num. 2, pp. 98-117. Obtenido de <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=265429948008>

González, G., Guzmán, A., Prada, F., & Trujillo, M. (2014). "Prácticas de gobierno corporativo en las asambleas generales de accionistas de empresas listadas en Colombia". *Cuadernos de Administración*, Vol. 27, Num. 49, pp. 37-64. doi.org/10.11144/Javeriana

Karamoy, H., & Tulung, J. (2020). "The effect of financial performance and corporate governance to stock price in non-bank financial industry". *Corporate Ownership & Control*, Vol. 17, Num. 2, pp. 97-103. doi.org/10.22495/cocv17i2art9

Lagos, D., Betancourt, J., & Gómez, G. (2018). "Relación entre gobierno corporativo, control familiar y desempeño en empresas colombianas". *Revista Innovar*, Vol. 28, Num. 69, pp. 85-98. doi.org/10.15446/innovar.v28n69.71698

Miras, M. d., Carrasco, A., & Escobar, B. (2011). "Una revisión de los meta-análisis sobre responsabilidad social corporativa y rendimiento financiero". *Revista de Estudios Empresariales. Segunda época*, Vol. 1, Num. 1, pp. 118-132. Obtenido de <https://revistaselectronicas.ujaen.es/index.php/REE/article/view/576>

Mohan, A., & Chandramohan, S. (2018). "Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Evidence from India". *IMPACT: International Journal of Research in Humanities, Arts and Literature (IMPACT: IJRHAL)*, Vol. 6, Num. 2, pp. 209-2018. Obtenido de <https://ssrn.com/abstract=3133491>

Moraga, H., & Roper, E. (2018). "Gobierno Corporativo y desempeño financiero de las empresas más importantes del mercado bursátil Chileno". *Revista Venezolana de Gerencia*, Vol. 23, Num. 81, pp. 145-162. doi.org/10.31876/revista.v23i81.23473

Moraga, H., & Rossi, M. (2019). "Gobierno corporativo y riesgo de quiebra en las empresas chilenas". *Revista Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, Vol. 13, Num. 1, pp. 112-125. doi.org/10.3232/GCG.2019.V13.N1.06

Nazir, M. S., & Afza, T. (2018). "Does managerial behavior of managing earnings mitigate the relationship between corporate governance and firm value? Evidence from an emerging market". *Future Business Journal*, Vol. 4, pp. 139-156. doi.org/10.1016/j.fbj.2018.03.001

Nicoleascu, E. (2013). "Developments in Corporate Governance and Regulatory Interest in Protecting Audit Quality". *Economics, Management & Financial Markets*, 8(103), 198-203.

Paul, E. (2017). "El aporte del gobierno corporativo en las soluciones de los problemas actuales de la empresa moderna". *Revista de Derecho*, (23), 3-25. doi.org/10.5377/derecho.v0i23.5654

PricewaterhouseCoopers Consultores, Auditores. (2016). "Implementación de la Norma de Carácter General N°385". Santiago: ESE Business School y Centro de Gobierno Corporativo PwC. Obtenido de https://www.pwc.com/cl/es/publicaciones/assets/2016/Estatus_de_los_directorios_en_chile_en_NCG385.ptx.pdf

Reyes, C., Briano, G., & Saavedra, M. (2019). "Diversidad de género en el consejo y su incidencia en la responsabilidad social en empresas cotizadas de Colombia y México". *Revista de Contaduría y Administración*, próxima publicación, pp. 1-26. doi.org/10.22201/fca.24488410e.2020.2241

Richart, A., Martínez, M., & García, J. (2011). "Análisis de la producción científica sobre Gobierno Corporativo a través de ISI Web of Science". *Revista Española de Documentación Científica*, pp. 79-201. doi.org/10.3989/redc.2011.1.776

Rodríguez, M. (2016). "Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance". *BRQ Business Research Quarterly*, Vol. 19, pp. 131-151. doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001

Salamunic, L., & Moraga, H. (2020). "Análisis de la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño de las "blue chip" chilenas: un estudio sobre las normas de "cumplir o explicar"". *Revista Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, Vol. 14, Num. 2, pp 105-123. doi.org/10.3232/GCG.2020.V14.N2.05

Servicio de Impuestos Internos. (05 de 03 de 2020). *Códigos de Actividad Económica*. Obtenido de http://www.sii.cl/ayudas/ayudas_por_servicios/1956-codigos-1959.html

Superintendencia de Valores y Seguros. (29 de 11 de 2012). *Norma de Carácter General N°341*. Santiago. Recuperado el 01 de 03 de 2020, de https://www.svs.cl/normativa/neg_341_2012.pdf

Superintendencia de Valores y Seguros. (08 de 06 de 2015). *Norma de Carácter General N°385*. Santiago. Recuperado el 01 de 03 de 2020, de https://www.svs.cl/normativa/neg_385_2015.pdf

Villanueva, J., Zorio, A., & García, M. A. (2015). "Supervisores bursátiles, gobierno corporativo y cumplimiento de las NIIF: el caso de la CNMV". *Revista Innovar*, Vol. 25, Num. 55, pp. 89-100. doi.org/10.15446/innovar.v25n55.47198

Zegers, M., & Consiglio, J. (2013). "Gobierno Corporativo en Latinoamérica: Un análisis comparativo entre Brasil, Chile, Colombia y México. Centro de Gobiernos Corporativos". Pontificia Universidad Católica de Chile. Recuperado de: http://centrogobiernocorporativo.uc.cl/Ver_documento/273-Gobierno-Corporativo-en-Latinoamerica-Un-Analisis-Comparativo-entre-Brasil-Chile-Colombia-y-Mexico.html.