

**GOBIERNO CORPORATIVO Y OTORGAMIENTO DE CRÉDITO
BANCARIO A LAS EMPRESAS PYME EN COLOMBIA.**

JONATHAN ÁVILA MONTOYA

**COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACIÓN- CESA
MAESTRÍA EN FINANZAS CORPORATIVAS
BOGOTÁ, D.C.
2013**

**GOBIERNO CORPORATIVO Y OTORGAMIENTO DE CRÉDITO
BANCARIO A LAS EMPRESAS PYME EN COLOMBIA.**

JONATHAN ÁVILA MONTOYA

Directores:

MARIA ANDREA TRUJILLO

ALEXANDER GUZMAN

**COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACIÓN- CESA
MAESTRÍA EN FINANZAS CORPORATIVAS
BOGOTÁ, D.C.
2013**

Tabla de contenido

INTRODUCCIÓN	5
PALABRAS CLAVES.....	6
1. MARCO TEORICO	7
1.1. GOBIERNO CORPORATIVO	7
1.2. TEORÍA DE CONTRATOS Y ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN.....	11
1.2.1. RIESGO MORAL.....	14
1.2.2. SEÑALIZACIÓN	16
1.2.3. SELECCIÓN ADVERSA	16
1.3. FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS.....	17
1.4. MODELOS DE PREDICCIÓN DE LA INSOLVENCIA EMPRESARIAL.....	19
1.4.1 MODELO Z DE ALTMAN.....	20
1.4.1.1. MODELO Z1 DE ALTMAN.....	21
1.4.1.2. MODELO Z2 DE ALTMAN.....	22
1.5. PRÉSTAMOS BANCARIOS	22
2. ESTADO DEL ARTE	25
2.1. IMPACTO EN COLOMBIA.....	25
3. METODOLOGIA	28
3.1. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD	29
3.2. MÁXIMO ÓRGANO SOCIAL Y DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS.....	29
3.3. JUNTA O CONSEJO DIRECTIVO	30
3.4. ADMINISTRADORES	30
3.5. ÓRGANOS DE CONTROL.....	31
3.6. REVELACIÓN DE LA INFORMACIÓN	31
4. PRESENTACIÓN DE LOS DATOS.....	33
4.1. GOBIERNO CORPORATIVO	35
4.1.1. JUNTA O CONSEJO DIRECTIVO	35
4.1.2. ADMINISTRADORES	38

4.1.3.	MÁXIMO ÓRGANO SOCIAL Y DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS.....	40
4.1.4.	ESTRUCTURA DE PROPIEDAD.....	41
4.1.5.	ÓRGANOS DE CONTROL.....	43
4.1.6.	REVELACIÓN DE INFORMACIÓN.....	44
	CONCLUSIONES	46
	BIBLIOGRAFIA.....	49

INTRODUCCIÓN

Diferentes actores tales como instituciones multilaterales, organismos reguladores, bolsas de valores y asociaciones empresariales desde principios de 1990 han respaldado el fortalecer de un marco de gobierno corporativo para las empresas. Sin embargo, la aplicación efectiva de buenas prácticas de gobierno corporativo ha sido desigual. Este hecho sigue siendo una preocupación para todos los actores antes mencionados, dados los riesgos que las estructuras de gobernanza débiles plantean para la sostenibilidad de las propias empresas (tanto financieras como no financieras). La más reciente crisis financiera mundial es sólo un ejemplo de los efectos sistémicos que las estructuras de gobierno débiles pueden tener sobre la estabilidad económica y financiera de un país.

Bajo este contexto, este trabajo tendrá en cuenta particularidades del Gobierno corporativo en las empresas PYME en Colombia, tanto desde el punto de vista de los bancos como prestamistas y las empresas como prestatarios. La adición de prácticas de gobierno corporativo en la evaluación del riesgo de crédito por parte de los bancos sería un incentivo económico para que las empresas adopten dichas prácticas a fin de obtener mejores condiciones de crédito, mientras que al mismo tiempo, los bancos tendrían una mejor comprensión del riesgo de crédito del prestatario, lo que permite el desarrollo de instrumentos con el fin de gestionar sus riesgos, sin desconocer la importancia de mantener prácticas de gobierno corporativo que redunden en mejores indicadores de gestión y transparencia.

El reto más difícil sigue siendo la aplicación efectiva de las normas y la forma de convencer a un conjunto más amplio de las empresas que “la adopción de prácticas de buen gobierno crea valor” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010). No obstante las sanciones y multas por infracciones de las normas y reglamentos han demostrado ser una condición necesaria pero no suficiente para alentar a las empresas a moverse en esa dirección. Por ende el objetivo de este trabajo es darle herramientas adicionales a los banco para incluir prácticas de gobierno corporativo en la estimación del riesgo crediticio en las empresas PYME en Colombia y entre tanto mejorar las condiciones de otorgamiento.

Con el propósito de resaltar la importancia de evaluar prácticas de gobierno corporativo al momento de otorgar crédito a las empresas PYME en las entidades financieras, este documento está dividido en cinco capítulos compuestos de la siguiente manera: En el primer capítulo se presentará el desarrollo del gobierno corporativo a través del tiempo y su relación con la teoría de contratos. En segundo lugar, se presentará cómo ha evolucionado el financiamiento de las empresas y algunos modelos de predicción de quiebras utilizados por los bancos. El tercer capítulo presenta lo relacionado con préstamos bancarios y el proceso de otorgamiento en la actualidad. Para el desarrollo de este contenido se revisará los diferentes estudios realizados en el mundo y entre tanto en Colombia, referente a determinantes de Gobierno Corporativo para la aprobación de crédito en las empresas y por último basado en la obtención de datos mediante una encuesta presentará un modelo que me permita identificar que tanto tienen en cuenta las entidades financieras variables de Gobierno corporativo a la hora de aprobar crédito. Al final del documento se presenta un aparte de conclusiones y recomendaciones.

Palabras claves

Gobierno corporativo, financiamiento bancario, teoría de contratos.

1. MARCO TEORICO

1.1. GOBIERNO CORPORATIVO

El termino Gobierno corporativo a nivel mundial ha tomado especial significado a través de los años sugiriendo una asociación entre la empresa y la corporación. Entre las principales definiciones encontramos que es un sistema o conjunto de normas y órganos internos mediante el cual se dirige y controla la gestión de una empresa dentro de un grupo económico (Centro para la Estabilidad Financiera, 2011). Además el gobierno corporativo provee un marco que define derechos y responsabilidades, dentro del cual interactúan los órganos internos de una entidad destacándose entre ellos el máximo órgano de dirección, la junta o consejo directivo, los representantes legales, el revisor fiscal sus administradores y demás órganos de control (Centro para la Estabilidad Financiera, 2011). Sin embargo, generalmente el término Gobierno Corporativo se asocia con las empresas de gran tamaño y modernas, y su característica está dada principalmente con la delegación del poder sobre la toma de decisiones hacia administradores distintos a los dueños (Whitehead , 2009).

Dado lo anterior es importante conceptualizar como Adam Smith (1776) expresó sus reservas acerca de la viabilidad de este tipo de firmas, al referirse a las compañías por acciones, describiendo un típico conflicto de agencia: "Los directores de las compañías, siendo los administradores del dinero de otros y no del suyo propio, no puede esperarse que ellos lo vigilen con la misma ansiosa diligencia con la cual los socios en una sociedad privada frecuentemente vigilan el suyo propio". Posteriormente (Berle & Means, 1932) señalan la existencia de una estructura de propiedad difusa, para expresar sus dudas acerca de un control efectivo sobre los gerentes.

Partiendo de los argumentos anteriores (Jensen & Meckling, 1976) se basan en la teoría de agencia para analizar las relaciones entre las partes en una empresa y el control que ejercen sobre la misma. La teoría de agencia sustenta la existencia de una relación entre dos individuos, donde el agente es autorizado por el principal a suscribir, modificar o cancelar contratos con terceros en su nombre y se argumentan que los mecanismos de gobierno corporativo deben

estar diseñados de manera que el interés propio de gestión esté contenido y disciplinado. Bajo la óptica que se ha estudiado la relación entre los dueños del capital y los administradores del mismo, con el fin de identificar los diversos, y en ocasiones conflictivos, intereses que motivan el actuar de unos y otros.

(Shleifer & Vishny, 1997), definen el Gobierno Corporativo como la forma en que los proveedores de financiamiento de la operación se aseguran un retorno de su inversión debido a que la relación entre ambas partes depende de multitud de acuerdos legales y contractuales, el funcionamiento de los distintos mercados y el comportamiento de diferentes tipos de jugadores. (Daily, Dalton, & Cannella, 2003), Definen la gobernabilidad como "la determinación de los usos generales en que los recursos de la organización se van a implementar dado la resolución de los conflictos entre los participantes y sus organizaciones".

El Gobierno Corporativo ha evolucionado de un concepto financiero, relativo al retorno sobre la inversión, esperado y exigido por los inversionistas, a uno que incluye aspectos relativos para el diseño de la organización misma y que según la definición de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) tiene que ver con los medios internos por los cuales las corporaciones son operadas y controladas.

Con el propósito de mitigar los problemas de agencia inherentes a las organizaciones, se han identificado mecanismos de gobierno para representar los diferentes enfoques e intereses de los administradores y accionistas y mitigar los conflictos de intereses generados entre los mismos, entre ellos se encuentran las juntas directivas o consejos de administración, la asamblea general de accionistas, inversionistas institucionales, comités de auditoría, entre otros. . Investigaciones previas han puesto de relieve la importancia de la independencia del consejo como una medida de la eficacia y transparencia en el ejercicio de supervisión del actuar del cuerpo directivo. (Donaldson & Preston, 1995). Detrás de esta perspectiva está el supuesto que las juntas tienen el poder de influir en las decisiones de las empresas y las estrategias, y de esta manera contribuir en el resultados empresariales (Hillman, 2011).

Diversos estudios han soportado el argumento que las juntas pueden ejercer su influencia y control para garantizar que los actos de gestión mejoren los intereses de los accionistas (Hoskisson, Hitt, Johnson , & Grossman, 2002).

El interés en el gobierno corporativo ha estado creciendo rápidamente, tanto dentro como fuera de la academia, junto con el reconocimiento de su importancia. El gobierno corporativo debe proporcionar mecanismos que aseguren la existencia y puesta en práctica de un balance entre la gestión de cada órgano y el control de dicha gestión mediante sistemas de pesos y contrapesos, con el fin de que las decisiones adoptadas en cada instancia se realicen de acuerdo con el mejor interés de la entidad, sus accionistas y acreedores, respetando cada uno de estos grupos de interés.

No obstante los análisis recientes sobre la regulación de las sociedades como agentes económicos han profundizado el problema de mandato y han identificado la existencia de tres grandes tipos de tensiones presentadas en las formas asociativas y observadas de la siguiente manera.

Relación entre tenedores de deuda y accionistas (Jensen & Meckling, 1976). En esta relación evalúa la tensión que puede surgir entre los intereses de los accionistas mayoritarios como determinantes de la voluntad del máximo órgano social y los intereses de los accionistas minoritarios como proveedores de capital. No obstante la literatura (Jensen & Meckling, 1976) señala al accionista mayoritario como mandatario del accionista minoritario por cuanto este último deposita su confianza en el primero cuando realiza el aporte del capital correspondiente.

La separación entre propiedad y el control en las grandes corporaciones da un resultado asimétrico sobre la información entre directivos y accionistas (Fama & Jensen, 1983). Sin desconocer el valioso aporte realizado por (Jensen & Meckling, 1976), quienes argumentaron que debido a que los accionistas no pueden observar directamente los esfuerzos de los directivos, los resultados de problemas de riesgo moral y riesgo de agencia tienen un precio en el mercado. Tanto la evidencia teórica y empírica sugiere que el monitoreo de las empresas por los intermediarios financieros y la información, incluidos los bancos, analistas financieros,

auditores, inversores institucionales y ofrece una posible solución a tanto el riesgo de agencia como a los problemas de asimetría en la información (Chu, Mathieu, & Mbagwu, 2009).

La literatura de agencia y asimetrías de información sugiere que los problemas se pueden reducir mediante la aplicación de gobierno corporativo y la alta calidad de monitoreo externo. Por ejemplo, es probable que los inversionistas se enfrenten a un menor riesgo de expropiación del capital cuando una empresa tiene fuertes mecanismos de control. Dichos mecanismos pueden ser internos, como los planes de incentivos de gestión y supervisión del director, y mecanismos externos, como accionista de control exterior, acreedores de deuda, el mercado de control corporativo, la competencia en el mercado de productos, el mercado externo de trabajo de gestión y las leyes de valores, para proteger a los inversores externos frente a la expropiación por la información corporativa. La investigación sobre la relación entre los mecanismos de control y el riesgo de la agencia considera que los directivos de las empresas con poca gobernabilidad corporativa disfrutaban de una compensación excesiva (Shleifer y Vishny, 1997; Core, Holthausen, y Larcker, 1999).

Otros estudios encuentran que una mayor proporción de directores externos en la junta desempeñan un papel para asegurar la sustitución de un funcionario ejecutivo de bajo rendimiento (CEO) (Huson, Parrino, y Starks, 2001; Weisbach, 1988), y entre tanto la generación de valores anormales positivos.

Dado lo anterior los mecanismos de control también juegan un papel importante en la mejora de la calidad de la información financiera. Por ejemplo, Dechow (1996) encuentran que las empresas sujetas a supervisión por parte de la Securities and Exchange Commission (SEC) mantienen un mayor control a la manipulación de los ingresos. Relacionado con lo anterior, Beasley (1996) encuentra una mayor proporción de consejeros externos efectivos para prevenir el fraude de estados financieros. Del mismo modo, Kanagaretnam, Lobo, y Whalen (2007) examinan la relación entre la calidad del gobierno corporativo y la asimetría de la información en torno a los anuncios de ganancias de las compañías. Libby Mathieu, y Robb (2003) examinaron el papel de la junta directiva en la reducción de riesgos de la información. Ellos sostienen que la presencia de miembros de junta externa actúa como una señal al mercado

respecto a la credibilidad de la información sobre la gestión. Ellos encuentran que el mercado valora la función de supervisión desempeñada por directores externos en la reducción de riesgos de la información asociada con la empresa.

A través del tiempo ha tomado especial importancia aquellos análisis relacionados con obtener algún tipo de información privada. Es por ello que estudios realizados en diferentes áreas de estructura de capitales, políticas de dividendos, seguros, mercado financiero, entre otros, han tomado como base problemas de información asimétrica, para ello se analizará de manera más detallada en el segundo capítulo la teoría de contratos y la asimetría que la misma genera respecto a la información.

1.2. TEORÍA DE CONTRATOS Y ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN

La Teoría de Contratos también conocida como Economía de la Información, estudia las consecuencias de la existencia de asimetría de información entre diversos agentes económicos (principal-agente) sobre la eficiencia de la relación que establecen. En estas situaciones los agentes intentan sobrellevar la ignorancia de cierta información relevante, tomando decisiones diseñadas para adquirir nueva información o evadir los costos de su ignorancia (Allen & Santomero, 1998).

La teoría de Contratos es de gran utilidad en el momento de estudiar los vínculos contractuales que se presentan a diario en una sociedad porque de estos depende el buen funcionamiento de las relaciones productivas e institucionales. Por medio de contratos bien elaborados es posible que se dé una asignación más eficiente de los recursos, mayor producción, eliminación de barreras al comercio tanto en el mercado interno como en el exterior. Si por el contrario, los contratos no son apropiados y eficientes, la productividad decrece y los costos se elevan, superando así los precios y generando pérdidas (Frankling & Santomero, 1998).

Como en general las relaciones contractuales se realizan teniendo en cuenta el factor confianza, es de suma importancia tratar, por medio de los términos de un contrato, de

eliminar las asimetrías de información que puedan presentarse. La presencia de estas asimetrías va en detrimento del buen desempeño de la sociedad y genera incertidumbre con respecto a los resultados de la relación. Al reducir las asimetrías de información existentes, se reducen los costos y los riesgos.

En la Teoría de Contratos, la información juega un papel fundamental en la estructuración de las relaciones entre agentes. Por información se entiende el conjunto de variables verificables que se observan en una relación contractual. La información puede ser simétrica o asimétrica, completa o incompleta y perfecta o imperfecta. La información asimétrica se refiere a la situación en la cual las dos partes de una relación no comparten el mismo nivel de información, en el caso contrario existe simetría en la información (Sarmiento Lotero, 2010).

La información se ha convertido en uno de los elementos fundamentales en los mercados financieros y de intermediación. Su hipótesis central es tanto la asignación eficiente como la identificación de sectores productivos, a través de señales específicas del mercado como son los precios, cuando estos son flexibles. Que en el caso específico, los precios actúan como una herramienta para coordinar las decisiones de cada agente unificando criterios en todos los mercados (Frankling & Santomero, 1998).

La complejidad de los mercados y de los instrumentos financieros, si bien hacen más dinámico el desarrollo de los mismos, implican dificultad en el momento de adquirir políticas de inversión. Entender los mercados de capitales resulta entonces suficientemente complejo sin la existencia de los intermediarios financieros. Estos se caracterizan por poseer mayor información que el público respecto a los precios del mercado y la verdadera información que estos reflejan, y por lo tanto al representar grandes inversiones de la sociedad reducen los costos de transacción y monitoreo para cada individuo o firma en particular (Allen & Santomero, 1998).

Sin embargo por consenso entre los teóricos de la economía los problemas de la información se dividen en tres grandes clases:

1. Problemas de riesgo moral
2. Señalización
3. Problemas de selección adversa

Antes de entrar a analizar cada una de las características de asimetría de la información es importante plantear el modelo de certidumbre de (Macho & Perez, 1997). En el cual se modela la situación donde dos partes tienen el mismo grado de información. Es decir, que la información presentada es simétrica y el esfuerzo en este caso, es observable más no verificable, por lo cual esta variable sigue siendo aleatoria y es asociada a una probabilidad de ocurrencia p .

Por ejemplo dada la relación que establece el principal y el agente, donde el principal es el que tiene todo el poder de negociación, es decir, que propone el contrato y el agente decide si lo toma o no. En la elaboración del contrato, el principal debe decidir el nivel de esfuerzo que demanda del agente, para diseñar los posibles contratos que aceptaría el agente dado ese nivel de esfuerzo y escoger el que para el principal sea más barato, determinando así la remuneración que le pagará según el resultado final.

$$\text{Max}_{\{e, \{w(x_i)\}_{i=1, \dots, n}\}} \sum_{i=1}^n p_i(e) B(x_i - w(x_i))$$

$$\sum_{i=1}^n p_i(e) u(w(x_i)) - v(e) \geq \bar{U}$$

(Macho & Perez, 1997)

Donde $p_i(e)$ es la probabilidad de que se obtenga el resultado x_i dado un nivel de esfuerzo e , $B(x_i - w(x_i))$ representa los beneficios obtenidos por el principal dado el resultado y la remuneración w que este le dé al agente según el resultado obtenido x_i . Ahora bien, $u(w(x_i)) - v(e)$ es el nivel de utilidad que recibe el agente y depende de la remuneración que reciba y del nivel de esfuerzo que realice, el cual, como ya se dijo, por ser un mal para el agente produce destrucción de valor en v y para que el agente acepte firmar el contrato debe ser mayor a su utilidad de reserva U . *Modelo tomado de (Macho & Perez, 1997)*

Analizado desde el punto de vista teórico este problema plantea que el principal maximiza sus ganancias sujeto a la restricción de que el agente acepte el contrato. Esta condición es la restricción de participación presentada anteriormente, donde el esfuerzo, en este caso, es observable.

El mayor inconveniente que se puede presentar en el momento de realizarse un contrato es la asimetría en la información, ya que ésta genera ineficiencias en la elaboración de los contratos y por lo tanto éstos no son óptimos. El hecho de que una parte de la relación tenga mayor grado de información que la otra, condiciona su propio comportamiento y la pone en una posición ventajosa de la cual puede sacar provecho en detrimento del bienestar de la otra parte. Por ejemplo, en el caso de una empresa que actúa en un mercado regulado, ésta cuenta con información privada acerca de sus costos y su nivel de eficiencia, mientras que el regulador tiene acceso restringido a este tipo de información. Esta condición no le permite diseñar un mecanismo de regulación óptimo por medio de incentivos que maximicen el bienestar social. Dado lo anterior es indispensable examinar los tres determinantes con los cuales los teóricos definen los problemas de la información, que son:

1.2.1. Riesgo moral

El primer teórico que se refirió a los problemas de riesgo moral fue (Smith, 1976) quien desarrolló la teoría para aplicarla a la economía, específicamente a las sociedades por acciones: "[...] la mayor parte de estos accionistas [...] no se interesan en sus asuntos y están satisfechos con recibir el dividendo semestral o anual que los directivos consideran conveniente pagarles. Esta ausencia total de inconvenientes y riesgos, más allá de una suma muy limitada, anima a muchas personas a volverse empresarios en una sociedad por acciones, personas que en ningún caso arriesgarían su fortuna en una sociedad particular [...] Ahora bien, no es razonable esperar que los directivos de estas compañías, al manejar mucho más dinero de otras personas que de ellos mismos, lo vigilen con el mismo ansioso cuidado con el que frecuentemente vigilan el suyo los socios de una empresa particular [...] En consecuencia, el manejo de los negocios de esas compañías siempre está caracterizado en alguna medida por la negligencia y la prodigalidad.

Posteriormente, en los 1970, (Arrow) retoma el término, lo modifica y lo introduce al vocabulario económico moderno. Para (Arrow) el concepto tiene una acepción de delegación de responsabilidad. Por ejemplo, quienes toman un seguro pueden ser menos cuidadosos con su salud o propiedad, sabiendo que el posible costo monetario accidental será cubierto por otros. Similarmente, quienes depositan sus ahorros en un banco o compran acciones están delegando responsabilidad por el buen manejo de sus inversiones, lo que a su vez expone a los directivos de esos bancos o empresas al riesgo moral de tomar decisiones de, por ejemplo, inversión, a cuyas consecuencias no están totalmente expuestos.

Desde este punto de vista las situaciones de riesgo moral se pueden conceptualizar como lo que sucede cuando los individuos tienen información asimétrica. Si un individuo tiene mayor información que el resto, y los demás no poseen los medios según los cuales pueden verificar la información del mismo, se incurre en riesgo moral (Arrow, 1977).

Dado lo anterior los problemas de Riesgo Moral se presentan cuando la acción del agente no es verificable o cuando el agente recibe información privada después que la relación ha sido iniciada. Es decir, tienen la misma información cuando el contrato empieza pero se generan asimetrías después (Macho & Perez, 1997). En estos casos es muy complicado, o muy costoso, para el principal verificar lo que el agente hace.

La imposibilidad que tiene el principal de observar el comportamiento del agente en su totalidad, lo obliga a tratar de influenciar sus acciones a través de la única variable bajo su control que es el producto, ligando las ganancias del agente a la cantidad producida. Por ejemplo, las contrataciones que constituyen en su forma de pago, las comisiones. Por ejemplo esta situación se presenta cuando un banco contrata un profesional para que realice un trabajo determinado. Donde el nivel de esfuerzo del profesional no es medible por arte del contratante, ante un juez es casi imposible demostrar que el empleado no realizó el esfuerzo necesario para su ejecución.

Los bancos para reducir el riesgo moral se ven obligados a efectuar el monitoreo de la actividad económica del prestatario. Sin embargo, cuando el banco atomiza la cantidad de

prestarios, el monitoreo se hace difícil, imposible de realizar en términos de costos de información, como segundo determinante es importante describir la señalización.

1.2.2. Señalización

Los problemas de señales se presentan cuando el agente, previa negociación del contrato, identifica su tipo y por lo tanto toma ciertas decisiones que le reflejan al principal dichas características. Uno de estos ejemplos los podemos observar cuando se toma una muestra de profesional para contratar egresados de diferentes universidades con una misma especialidad. El tener un mayor reconocimiento la una de las otras le envía una señal al mercado sobre las particularidades y conocimientos académicos de sus egresados, esta señal finalmente es la que le interesa al contratista como principal.

Para el caso de estudio se observa como las garantías que ofrece o propone un deudor es una señal que presenta el agente frente a la aprobación de una operación de crédito.

1.2.3. Selección adversa

Los problemas de Selección Adversa se presentan cuando una característica del agente es imperfectamente observada por el principal, esto implica que el agente posee información privada antes que la relación tenga inicio de manera contractual. El objetivo principal que se busca al resolver un problema de selección adversa es hacer que cada uno de los agentes de la economía revele su "tipo", sin incurrir en una distorsión social muy alta o inaceptable. Para tener un mejor acercamiento el profesor Akerlof (1970) realizó un estudio teniendo en cuenta las aseguradoras y la venta de carros usados, esto dado en que los compradores no tienen información completa sobre el vehículo a adquirir, mientras que los vendedores si mantienen información privilegiada que tal vez no sea transmitida con total precisión. Al no poder determinar la calidad de los automóviles, el precio de los mismos, sean buenos o malos, cae y esto hace que los vendedores de carros de buena calidad salgan del mercado por no poder vender sus vehículos a buen precio.

El problema de selección adversa ocurre cuando la parte menos informada no puede discriminar entre los “tipos” buenos y malos, hecho que estandariza el mercado con el peor “tipo”, dejando afuera del mismo a potenciales buenos “tipos”. Esta situación implica un mercado incompleto. Para el desarrollo de este trabajo no se debe desconocer cómo ha sido el financiamiento de las empresas y entre tanto el que se relaciona directamente con el objeto de análisis, el financiamiento de los bancos hacia las empresas.

1.3. FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS

Dada la revisión realizada sobre la teoría de agencia se observa como los bancos en el proceso de otorgamiento de crédito, puede ser esencialmente un problema de agencia, en el cual el banco (como principal) canaliza recursos a través de las firmas (como agentes). Con el fin de formar parte del contrato que lo vincule al prestatario, el banco requiere cierta información. En particular, debe asegurarse que el proyecto sea rentable y que exista capacidad gerencial para llevarlo a cabo. En condiciones de información perfecta los requerimientos de información no presentarían problemas. Sin embargo, los bancos y las firmas operan en un mundo incierto donde la información no es perfecta y a menudo costosa de conseguir. El problema particular es que la distribución de información entre las partes del contrato es asimétrica. Esto es, hay ciertos tipos de información que tienen efecto material en el contrato, que pueden estar disponibles para los agentes pero no para el principal. Esta distribución asimétrica de la información entre las partes se agudiza en la PYME ya que presentan problemas con, la calidad del proyecto en términos de la rentabilidad del mismo y las características del agente o prestatario en términos de la confiabilidad del repago (CEF (Centro para la Estabilidad Financiera)).

En relación con las características de los prestatarios es muy difícil conocer a priori cuál será la conducta esperada de los mismos. Dado lo anterior los bancos han optado por desarrollar áreas especializadas para la estructuración de operaciones de créditos cuyas características son especiales para las empresas PYME, ha esto hace referencia las diferentes metodologías de estudio, desarrollo de *scoring* e implementación de mecanismos que permitan

mitigar la probabilidad de impago de las operaciones crediticias y evitar de esta manera el incurrir en pérdidas dada la quiebra de las empresas.

Bradley (2008) encuentran resultados que sugieren que el gobierno corporativo puede jugar un papel moderador en la relación entre la salud financiera de una empresa y su riesgo de incumplimiento. Según el autor, los principales determinantes de la calificación crediticia de una empresa (un indicador de riesgo de impago) son acordes a su condición financiera y en gran medida la calidad de sus ganancias". El estudio señala que los atributos de gobierno pueden explicar las diferencias en las calificaciones crediticias que no se explican por la situación financiera de la empresa.

Una serie de estudios se han realizados para investigar la relación entre gobierno corporativo y el costo de la deuda (por ejemplo, Bhojraj y Sengupta 2003, Collins y LaFond 2006). Igualmente, algunos estudios han encontrado que existe una asociación negativa entre la probabilidad de quiebra de la empresa y la gestión empresarial (por ejemplo, Diaria y Dalton, 1994). Investigaciones recientes han puesto de relieve el impacto de gobierno corporativo en la calificación crediticia que en la mayoría se observa que es positiva en términos de sostenibilidad, tamaño de la junta del director, del consejo de la independencia del director y la dualidad CEO (Overhue y Cotter, 2010). No obstante la calificación refleja la solvencia empresarial corporativa de una empresa y su riesgo de impago (Standard & Poor 's 2002). Es por eso que las agencias de calificación están más preocupados por un mejor gobierno corporativo en el mundo actual, ya que poca gobernabilidad corporativa no solo destruye la situación financiera de la empresa, sino que también da lugar a pérdidas en sus principales partes interesadas, es decir los propietarios y los acreedores de las empresas (Fitch Ratings, 2004).

El gobierno corporativo es importante para las empresas debido a que separar la propiedad y el control conlleva conflicto de intereses entre los propietarios, acreedores y entre tanto la gestión de la empresa (Jensen & Meckling, 1976).

Asimismo, la estimación de los modelos indica que la presión de la deuda parece ejercer en todos los casos un efecto positivo y significativo sobre el crecimiento de la productividad. Aunque el impacto de gobierno corporativo en el costo del patrimonio y la deuda pública ha sido bien documentado, su impacto sobre los préstamos de bancos privados no se entiende tan bien.

Para obtener una mejor visión sobre las metodologías utilizadas por las entidades de crédito al momento de otorgar crédito es necesario revisar la literatura relacionada con los modelos que se han desarrollado a través del tiempo sobre predicción de quiebra e insolvencia en las empresas.

1.4. MODELOS DE PREDICCIÓN DE LA INSOLVENCIA EMPRESARIAL

Dentro del área de las finanzas corporativas se han desarrollado modelos que permitan detectar eventos de insolvencia en las empresas y entre tanto prevenirlos. Un modelo para la predicción de quiebra tiene por objeto establecer una relación entre el fracaso y una serie de características financieras que se pueden calcular a partir del informe anual de la empresa. Realizar una predicción puntual de quiebra es importante para todas las partes involucradas: accionistas, directivos, trabajadores, acreedores, proveedores, clientes, la comunidad y el gobierno (Dimitras, Zanakis y Zopounidis, 1996).

William Beaver (1966, 1968). Este investigador de la Universidad de Chicago, inició sus estudios empíricos tendiendo a "descomponer" los ratios a través de métodos estadísticos avanzados con el fin de aplicarlos como una técnica que permitiera determinar la solvencia y la liquidez real de las empresas para posteriormente poder predecir una quiebra. Para esto utilizó el análisis univariable, que tiene como objetivo principal la utilización por separado de una o varias variables independientes, para explicar una variable dependiente a través de una clasificación dicotómica que entendió como sinónimo de capacidad de predicción (Altman, 2012).

Sin embargo, es importante aclarar que el principal propósito del trabajo de Beaver no fue como algunos piensan, encontrar el mejor predictor de una quiebra, sino que consistió en

investigar la capacidad predictiva de los ratios financieros. Por eso en sus conclusiones él mismo indica que el sentido real del título de su artículo clásico de 1966 no debería haber sido el de: “Los ratios financieros como predictores de una quiebra”, sino el de: “Los datos contables como predictores de la quiebra”, ya que para él los ratios son datos contables comprimidos que pueden ser evaluados en términos de su utilidad; y esta utilidad a su vez podía ser definida en términos de su capacidad predictiva. Además, también aclaró que el acierto principal de su estudio fue sugerir una metodología para la evaluación de los datos contables para cualquier propósito y no sólo para la determinación de la solvencia.

Al respecto creemos que Beaver tiene que ser más bien considerado como el pionero de la corriente que promulga la utilidad de la información contable y el uso de ratios para conocer más sobre el fracaso empresarial, ya que previo a sus estudios, los ratios habían sido utilizados únicamente como predictores informales para las quiebras y su efectividad no había sido empíricamente contrastada pues su función era básicamente descriptiva (Altman, 2012). No obstante Edward Altman (1968) presentó el conocido modelo z-score que señalaremos a continuación

1.4.1 Modelo Z de Almant

Edward Altman hacia 1968 desarrollo un modelo denomina Z de Almant con base en un análisis estadístico iterativo de discriminación múltiple en el que se ponderan y suman cinco razones de medición para clasificar las empresas en solventes e insolventes.

Para dicho análisis Almant tomo una muestra de 66 empresas de las cuales 33 habían quebrado durante los 20 años anteriores y 33 seguían operando a esa fecha. A la muestra le calculó 22 razones financieras que clasificó en 5 categorías estándar: liquidez, rentabilidad, apalancamiento, solvencia y actividad, después de diferentes corridas fueron seleccionadas 5 variables que juntas dieron el mejor resultado en la predicción de insolvencia. Dicha función fue determinada de la siguiente manera.

$$Z = (1.2 * X1) + (1.4 * X2) + (3.3 * X3) + (0.6 * X4) + (0.99 * X5)$$

X 1 =Capital de trabajo / Activo total,

X 2 =Utilidades retenidas / Activo total,

X 3 =Utilidades antes de intereses e impuestos / Activo total

X 4 =Valor de mercado del capital / Pasivo total

X 5 = Ventas / Activo total.

El resultado indica que, Si $Z \geq 2.99$, la empresa no tendrá problemas de insolvencia en el futuro; si $Z \leq 1.81$, entonces es una empresa que de seguir así, en el futuro tendrá altas posibilidades de caer en insolvencia. El modelo considera que las empresas se encuentran en una "zona gris" o no bien definida si el resultado de Z se encuentra entre 1.82 y 2.98.

Basado en que este modelo solo aplicaba para empresas manufactureras que cotizaban en bolsas lo que obligo a Almant a revisar la versión sobre el mismo y obtener dos nuevas versiones, el Z1 y el Z2.

1.4.1.1. Modelo Z1 de Altman

Este modelo lo presento como una variación en el modelo Z original, en el que se sustituye, por un lado, el numerador en X 4 por el valor del capital contable en lugar del valor de mercado del capital y en el que la ponderación de cada índice también se modifica. Las adaptaciones se hicieron con el fin de aplicarlo a todo tipo de empresas y no solamente a las que cotizaran en bolsa. Esta versión se desarrolló con empresas manufactureras y pondera de manera importante el activo total de la empresa y su rotación. La función fue presentada de la siguiente manera:

$$Z1 = (0.717 * X1) + (0.847 * X2) + (3.107 * X3) + (0.42 * X4) + (0.998 * X5)$$

Si $Z1 \geq 2.90$, la empresa no tendrá problemas de insolvencia en el futuro; si $Z1 \leq 1.23$, entonces es una empresa que de seguir así, en el futuro tendrá altas posibilidades de caer en insolvencia. Si el resultado de Z1 es de entre 1.24 y 2.89, se considera que la empresa se encuentra en una "zona gris" o no bien definida.

Dado lo anterior desarrollo una versión de mayor ajuste al modelo Z1 es el presentado como:

1.4.1.2. Modelo Z2 de Altman

En este se elimina la razón de rotación de activos X 5, para aplicarlo a todo tipo de empresas y no sólo a manufactureras. Este nuevo modelo pondera de manera importante la generación de utilidades en relación al activo, así como su reinversión. Su función se presenta de la siguiente manera:

$$Z2 = (6.56 * X1) + (3.26 * X2) + (6.72 * X3) + (1.05 * X4)$$

Si $Z2 \geq 2.60$, la empresa no tendrá problemas de insolvencia en el futuro; si $Z2 \leq 1.10$, entonces es una empresa que de seguir así, en el futuro tendrá altas posibilidades de caer en insolvencia. Las empresas se ubicarán en una zona no bien definida si el resultado de Z2 se encuentra entre 1.11 y 2.59.

Dado lo anterior consideramos que estos modelos de score son importantes en la toma de decisiones crediticias por parte de los bancos, sin embargo es importante además de las variables financieras que incluyen los modelos, tener en cuenta variables de gobierno corporativo que nos ayuden a tener una decisión más acertada al momento de aprobar operaciones de crédito a las empresas PYME en Colombia.

1.5. PRÉSTAMOS BANCARIOS

La literatura sobre las finanzas corporativas y de gobierno, reconoce a deuda como un mecanismo importante para la mitigación de los problemas de agencia en las empresas que se caracterizan por la separación de propiedad y control. En concreto, tal como se destaca por Jensen (1986) entre otros, los accionistas pueden utilizar la deuda como un dispositivo eficaz para frenar la disciplina estratégica y las acciones gerenciales que van en contra de la maximización del valor para el accionista. Los gerentes tienen incentivos para expandir el tamaño de la empresa más allá de lo que es consistente con la maximización del beneficio, porque como "empire-building" (Jensen & Meckling, 1976) puede conducir a un aumento en el

poder de gestión, el prestigio, las gratificaciones, las remuneraciones y recursos bajo el control de gestión. Dado el uso estratégico de la deuda como un mecanismo de disciplina para reducir los costos de gestión de la empresa está dado por (Jensen & Meckling, 1976) en la "control hypothesis" para la creación de la deuda.

En ese contexto, cabe señalar que la mayor parte del debate público sobre el gobierno corporativo, las normas internacionales y los criterios y el trabajo analítico ha sido moldeada por una perspectiva que centra el análisis en los mercados de capitales, lo que es un método natural de las economías desarrolladas, ya que las empresas que operan en esos países utilizan los mercados de capitales como una fuente clave de financiamiento externo. En contraste, el paisaje que se observa en las economías en desarrollo es muy diferente, ya que la mayoría de las empresas no acceden al mercado de capitales para la consecución de recursos, sino que utilizan en el sistema bancario.

Los bancos juegan un papel especial como proveedores de la deuda privada en todas las economías. Esta función especial la destacan en la literatura investigaciones anteriores (por ejemplo, Diamond, 1984, Ramakrishnan y Thakor de 1984, Boyd y Prescott, 1986, Fama, 1985) donde se hace hincapié en la ventaja de la financiación bancaria sobre la de inversores públicos en términos de eficiencia de la supervisión y el acceso a información privada.

La extensa literatura da evidencia de un efecto positivo en el mercado en reacción a la divulgación de los costos de los préstamos bancarios (véase, por ejemplo, James, 1987; Lummer and McConnell, 1989; Andre, Mathieu, and Zhang, 2001; y Chu, Mathieu, Robb, and Zhang, 2007). Esto sostiene que los préstamos bancarios son una forma de deuda interior, porque los bancos tienen información confidencial sobre el prestatario, la cual por lo general no está disponible a otros tipos de inversionistas. James (1987)

Fama (1985) argumenta que los prestatarios del banco y sus costos no están asociados con otras formas de deuda. Él concluye razonablemente que debe haber alguna contraprestación correspondiente, de lo contrario, los bancos no podría existir. Concluye que estos beneficios se derivan de la función del banco como un monitor especializado. Su evidencia indica que los tomadores de deuda bancaria deben pagar por algo, por lo cual los prestatarios pagan una prima por servicio (Ferguson & Stevenson, 2007)

Por otra parte, un índice de capacidad de control superior, basado en estos factores se relaciona positivamente con el rendimiento del préstamo, los spreads pagados por los

prestatarios al banco. Al demostrar que las variables de control mismas se refieren tanto a los rendimientos del aviso y la tasa de los prestatarios se propaga nos proporcionan la evidencia más completa hasta la fecha que lo que es diferente acerca de los bancos es que son monitores activos.

Los bancos facilitan la protección de la información estratégica de la competencia del prestatario, pero a la vez certifican que el mercado del prestatario tiene buenas perspectivas a través del acto de concesión de créditos. Tal vez sea posible para confirmar este efecto la certificación mediante el examen del impacto de los anuncios de préstamos bancarios a los competidores del prestatario. Tema que no hace parte del alcance de este estudio.

Un estudio realizado a empresas de Asia oriental ilustra como compañías con gobierno corporativo fuerte y débil son más propensas a la financiación mediante deuda bancaria, deuda a corto plazo, y los créditos comerciales generando evidencia de costos más altos en la relación precio deuda, dado principalmente por la naturaleza misma de los préstamos bancarios (Tsai & Victor, 2012).

Estudios recientes se han enfocado en analizar la relación entre la gobernanza de las empresas, el costo de la deuda y los factores que se esperan estén estrechamente relacionados. Sus resultados indican una estrecha relación entre los aspectos de la calidad del gobierno corporativo y el costo de la deuda. (James Overheu & Cotter, 2009). La evidencia reciente sugiere que, a pesar de las diferencias entre los préstamos de alto riesgo y las empresas, la transferencia de riesgo de crédito por los originadores de préstamos puede aumentar el riesgo moral. (Whitehead , 2009)

2. ESTADO DEL ARTE

Argentina actualmente El Centro Para la Estabilidad Financiera (CEF), se encuentra ejecutando un proyecto cuyo objetivo es promover la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo (GC) en empresas. El enfoque del proyecto es innovador para América Latina ya que se basa en la inclusión de dichas prácticas dentro del proceso de evaluación del riesgo crediticio realizado por los bancos. Dicho proceso pretende generar incentivos de mercado a las empresas para mejorar la calidad de las prácticas de gobierno corporativo debido a que los bancos tienen vital interés en este aspecto.

El estudio fue basado en la experiencia que tiene el CEF en temas de gobierno corporativo en Argentina y en el impacto de la adopción de buenas prácticas de gobierno. El proyecto fue financiado por la Corporación Andina de Fomento (CAF) y del Center for International Private Enterprise (CIPE), y contribuirá directamente con los objetivos de dichas instituciones de sensibilizar y generar consensos para lograr reformas en gobierno corporativo, de diseminar las mejores prácticas, y de apoyar iniciativas en asistencia técnica y capacitación.

Sin embargo y como se mencionó anteriormente, estudios empíricos han encontrado una relación positiva entre la calidad del gobierno corporativo de una empresa y su valoración de mercado, desempeño y sustentabilidad.

2.1. IMPACTO EN COLOMBIA

Una característica particular de la región de América Latina es que la mayoría de empresas son de propiedad privada y no se listan en el mercado de valores. Por lo anterior, en las últimas décadas, se ha observado una tendencia relacionada con la modernización del gobierno financiero y corporativo y las prácticas de administración con el propósito de mantener el paso a los competidores globales y contar con acceso al financiamiento como medio para la consecución de recursos. . La viabilidad futura de los mercados de valores en la región, dependerá en cuán bien las empresas actuales de tamaño mediano se preparan para cumplir con las expectativas de los inversionistas, con el acceso global creciente a oportunidades de inversión.

En Colombia tanto la academia como diferentes organizaciones tanto gubernamentales como privadas se han preocupado por estudiar a fondo las diferentes variables y maneras de financiamiento de empresas que mantienen adecuada gobernanza y buenas prácticas de gobierno corporativo. Sin embargo el tema que nos aborda en este estudio está relacionado con el efecto que tiene el gobierno corporativo con las empresas PYME en Colombia.

Es importante resaltar que las Pyme representan una parte importante de la economía colombiana. En particular, no existen datos periódicos suficientes con relación a sus características, su evolución o su contribución general a la economía. En la mayoría de los casos, las estadísticas oficiales tienden a agrupar a las Pyme con las microempresas. El verdadero tamaño del mercado es subestimado debido a la informalidad.

La falta de acceso al financiamiento ha sido mencionada como un problema importante en recientes encuestas (The World Bank, 2007). Sin embargo, hay diferencias significativas en las percepciones con relación al tamaño y a las causas del déficit de financiamiento. Aunque existe fuerte evidencia para sustentar su existencia luego de la crisis de 1999, el crecimiento significativo de este mercado en años recientes plantea algunos interrogantes en cuanto a si tales percepciones continúan siendo válidas.

El modelo propuesto consiste en la adición de una evaluación cualitativa de las prácticas de gobierno corporativo de las empresas como un factor de decisión adicional en el momento de evaluar el riesgo de crédito de los prestatarios potenciales por parte del banco. Este mecanismo podría ser visto como una mejora de la metodología utilizada por los bancos para evaluar el riesgo de crédito de sus prestatarios. En particular para las pequeñas y medianas empresas (PYMES) generando un nuevo enfoque a garantías y condiciones.

Investigaciones previas (CEF (Centro para la Estabilidad Financiera), 2011) permiten determinar cómo los prestatarios con mejores prácticas de gobierno corporativo “ceteris paribus” presentan menor riesgo para los prestamistas. De hecho, los bancos serán capaces de evaluar mejor su exposición al riesgo de crédito y así ajustar el perfil de riesgo deseado de la entidad. Este enfoque permitirá una mejor comprensión de los bancos sobre el gobierno corporativo y el cumplimiento de las normas y prácticas internacionales por lo tanto, la mejora de sus prácticas de gestión de riesgos.

Al trabajar junto a los bancos para promover incentivos donde las empresas adopten buenas prácticas de Gobierno Corporativo permitirá proponer modelos para otras entidades financieras, a la vez que resultara para las empresas ser más atractivos para acceder a nuevas fuentes de financiamiento. Lo anterior, a la espera que este mecanismo de evaluación del riesgo de crédito pudiera repercutir positivamente en el valor de las instituciones bancarias.

Por otro lado, este mecanismo propuesto proporcionará un incentivo para que las empresas (especialmente cerradas o no listadas, de propiedad familiar, las PYME) mejoren sus prácticas de gobierno corporativo con el fin de obtener condiciones más atractivas para acceder al crédito, como pueden ser, costo, duración, garantías, etc.

3. METODOLOGIA

Este trabajo se basó en la literatura encontrada sobre Gobierno Corporativo y en consultas con diferentes estamentos crediticios en las entidades financieras, para tal fin se desarrollo una base de datos con variables descriptivas sobre el Gobierno Corporativo en las empresas PYME en Colombia, variables cualitativas y cuantitativas que utilizan actualmente las entidades financieras al momento de toma de decisiones crediticias.

Lo anterior, se realizará mediante el desarrollo de una encuesta directa que contemplen variables financieras, cualitativas, cuantitativas y de gobierno corporativo del deudor o tomador de crédito, para de esta manera determinar la calidad de la gobernanza e incorporar una metodología para el análisis de riesgo en la estructuración o aprobación de proyectos crediticios.

Los aspectos a ser considerados como mejores prácticas dadas por la investigación son los siguientes: Disposición de una empresa para pagar, la moral, sus antecedentes, experiencia y habilidades del prestatario, la forma jurídica de la empresa y la reputación de la gestión.

De tal manera se propone recoger información mediante la elaboración de una base de datos basada en una encuesta que permita determinar si las áreas encargadas de la aprobación del crédito en las entidades financieras tienen en cuenta variables de gobierno corporativo al momento de aprobar crédito a las empresas PYME en Colombia, dicha encuesta contiene variables financieras y variables de gobierno corporativo y está dirigida a analistas, coordinadores y directores de crédito de diferentes entidades financieras en Colombia con edad promedio entre 22 y 50 años que se dediquen al análisis o aprobación de créditos para empresas PYME.

Para llevar a cabo el desarrollo de la encuesta, ésta fue dividida en tres partes. La primera parte permite recoger preguntas de identificación tales como: género, edad, cargo del encuestado, profesión. En la segunda parte se identifican los diferentes factores que actualmente tienen en cuenta las entidades financieras en el otorgamiento de crédito como son, indicadores financieros, garantías presentadas, históricos de comportamiento entre otras, esto se realizará mediante la recolección de preguntas cerradas con características cualitativas y cuantitativas. Y en la tercera parte se incluyen preguntas que permitan definir en la muestra

características de gobierno corporativo del deudor con el fin de determinar hasta qué punto es importante para las entidades financieras que el deudor posea dichas semejanzas.

La encuesta fue desarrollada mediante un cuestionario tipo panel (Ver anexo 1) y la elaboración fue diseñada mediante documentos técnicos emitidos por entidades como (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010) y entrevista a entidades especializada como lo es CONFECAMARAS a través al gerente de Gobierno corporativo el Dr. Francisco Prada. Para su desarrollo fue importante definir cinco áreas de impacto las cuales permiten conceptualizar y determinar elementos de gobierno corporativo en las empresas y entre tanto en su valoración por parte de los bancos para el otorgamiento de crédito o trato diferencial.

3.1. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La estructura de propiedad es uno de los factores determinantes del sistema de gobierno de una entidad o de un conglomerado, pues define quién tiene el poder de decisión dentro de éstos. En efecto, las dos tensiones básicas de gobierno corporativo (accionistas frente a administradores, y accionistas mayoritarios o significativos frente a accionistas minoritarios), se definen de acuerdo con el grado de concentración o dispersión de la propiedad. Adicionalmente, la estructura de propiedad afecta otros aspectos del gobierno corporativo como los derechos de los accionistas o el funcionamiento de la junta directiva. El análisis de la estructura de propiedad involucra el nivel de concentración del capital, la pertenencia a un conglomerado y la transparencia de dicha estructura. La existencia de un capital concentrado en pocos accionistas, minimiza los riesgos de agencia frente a los administradores, pero aumenta el riesgo de que los derechos de los accionistas minoritarios sean inobservados (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

3.2. MÁXIMO ÓRGANO SOCIAL Y DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

El adecuado funcionamiento del máximo órgano social, Asamblea General de Accionistas o Junta de Socios (en adelante “Asamblea”), es crucial dentro del Gobierno Corporativo de una entidad. La adecuada gestión para el funcionamiento de los derechos de los accionistas está altamente relacionada con una asertiva toma de decisiones de la asamblea,

dada por lineamientos claros de su máximo órgano social (Asamblea General de Accionistas, Junta de Socios, asamblea de familia o comité especializado) (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010)

3.3. JUNTA O CONSEJO DIRECTIVO

La Junta o Consejo Directivo (en adelante “Junta”) es el máximo responsable del desempeño de una entidad. Aunque legalmente los directores son “administradores”, la Junta más que un órgano de gestión (gerencia del día a día) propiamente dicho, es un órgano de supervisión que orienta la política general de la entidad, controla a los representantes legales y sirve de enlace con los accionistas. Sus actuaciones deben buscar el mejor interés de la sociedad y de todos sus accionistas (i.e., incluidos los accionistas minoritarios).

En general, la Junta es responsable de la estrategia, desempeño y control interno de una entidad. En este sentido, la Junta debe ser la encargada de (i) fijar las estrategias generales de la compañía y aprobar las decisiones de mayor importancia y hacer seguimiento a su ejecución, (ii) fijar la política de selección y remuneración de los cargos más importantes de la sociedad, (iv) evaluar y controlar la gestión de la entidad y de sus representantes legales, y (v) identificar los principales riesgos de la empresa y de la estrategia y liderar la definición e implementación de los sistemas internos de control e información apropiados (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

3.4. ADMINISTRADORES

Son administradores los representantes legales y los miembros de la junta directiva. Los representantes legales se encargan de la gestión directa (administración del día a día) mientras que la Junta es responsable de la estrategia general de la entidad, así como del seguimiento de la gestión de los representantes legales. Dado el papel fundamental de los administradores en la gestión de las entidades y en consecuencia, en su gobierno corporativo, resulta indispensable evaluar algunos aspectos comunes a los mismos relacionados con sus perfiles y calidades, su régimen de inhabilidades e incompatibilidades, la rendición de cuentas a los

asociados, así como algunas obligaciones específicas (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

3.5. ÓRGANOS DE CONTROL

Los órganos de control, tanto internos como externos, tienen la responsabilidad de verificar que la entidad vigilada desarrolle sus actividades de forma adecuada, que en sus operaciones se cumpla con las normas vigentes, que la contabilidad se lleve de forma regular, y se hayan establecido sistemas de control de riesgos. Por esta razón, constituyen una herramienta imprescindible para el adecuado ejercicio del control de la gestión en las organizaciones. En efecto, mediante un seguimiento permanente de la gestión de la entidad, los órganos de control detectan de manera temprana las posibles causas de irregularidades que puedan producir eventos de crisis en la entidad. Por lo tanto, estos órganos cumplen un rol fundamental en el manejo adecuado de los riesgos a los que están expuestas las vigiladas (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

3.6. REVELACIÓN DE LA INFORMACIÓN

La revelación de información es un importante elemento de gobierno corporativo, pues genera disciplina de mercado que refuerza los controles externos a los que están sometidas las entidades vigiladas. Esta revelación incrementa la transparencia frente al funcionamiento de la sociedad lo cual promueve la toma de decisiones informadas y permite el ejercicio adecuado de los derechos de los accionistas minoritarios, consumidores financieros, acreedores e inversionistas. Estas decisiones informadas generan un mayor control de la gestión de los órganos de gobierno corporativo. Todo esto crea incentivos para que las entidades actúen de forma prudente en el manejo de sus riesgos, lo cual contribuye a la estabilidad del sistema financiero.

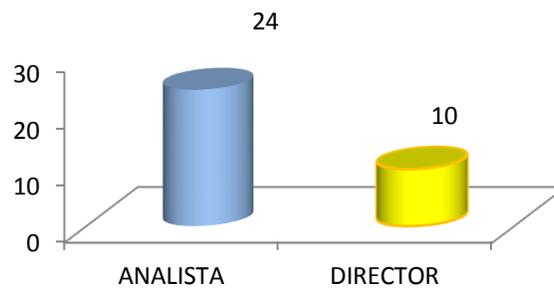
Para el supervisor de gobierno corporativo es importante que las entidades cuenten con una política formal de revelación de información, aprobada por la junta directiva, que establezca reglas claras y una estructura adecuada que fomente el suministro de información a los grupos de interés. En general, se considera una práctica de buen gobierno la revelación de

información precisa y oportuna, que exceda los mínimos legales y que cubra aspectos como la administración de la entidad, el nombre y perfil de sus administradores, las políticas de selección, contratación y remuneración de empleados, el costo de los productos y servicios prestados por la entidad, etc. Esta información debe ser útil para que los grupos de interés puedan tomar decisiones informadas (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

4. PRESENTACIÓN DE LOS DATOS

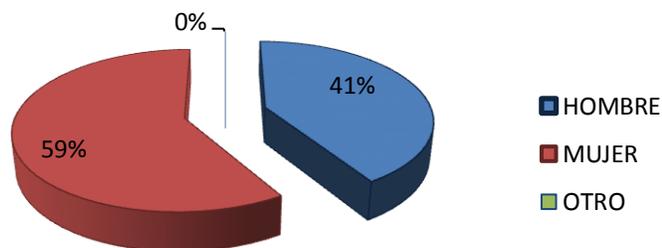
Dada la información recogida en el marco teórico y estado del arte se realizó una encuesta dirigida a analistas y coordinadores de crédito de diferentes entidades financieras dedicadas a tomar decisiones crediticias para el otorgamiento de crédito a las empresas PYME en Colombia. En cuanto a información personal y datos de referencia se encontró que de los participantes 24 son analistas y 10 directores, cuyo género esta dado de la siguiente manera 59% hombres 41% mujeres. Con relación a la edad se presentaron 15% cuya edad está entre 18 y 25 años, con la misma participación están los mayores de 46 años, 29% con edad entre 26 y 35 años y con una mayor participación edad entre 36 y 45 años con participación del 41%.

Grafica 1



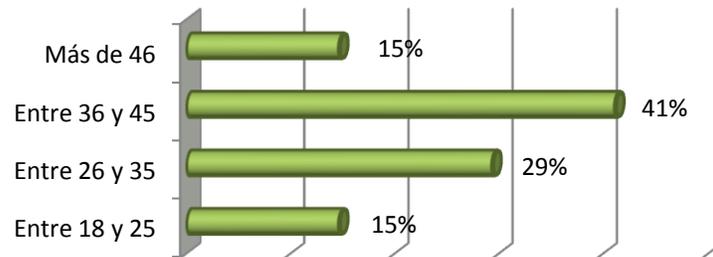
Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

Grafica 2



Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

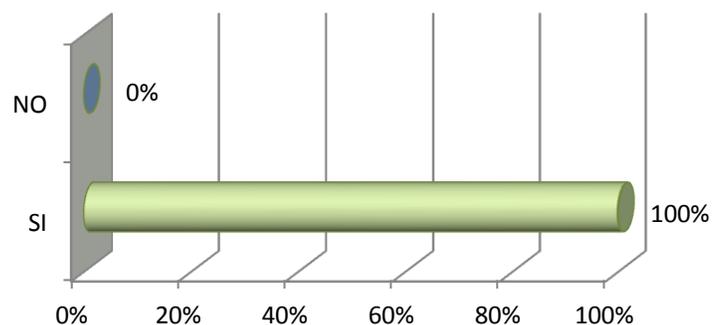
Grafica 3



Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

En relación con la toma de decisiones financieras y sus diferentes variables para el otorgamiento de crédito se incluyeron preguntas de las cuales se presentó concordancia hacia el “sí” tales como: tener en cuenta el flujo de caja, revisión de pasivos financieros a corto plazo y largo plazo, inclusión de coberturas financieras para la toma de decisiones, analizar los ciclos operativos, tener en cuenta la antigüedad del cliente y su hábito de pago con la entidad y el sector, además de tener en cuenta las reciprocidades que se tiene con la entidad y la participación de deuda que se tiene con la misma.

Grafica 4



Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

4.1. GOBIERNO CORPORATIVO

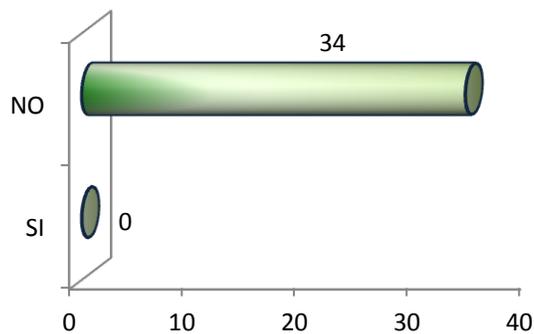
Para determinar que tanto se relacionaban los datos obtenidos con los tomados por las entidades financieras al momento de otorgar crédito fue necesario incluir dentro de la encuesta diferentes variables de gobierno corporativo con el fin de medir que tanto es tenido en cuenta a la hora de otorgar crédito. Dado lo anterior la información se presento bajo las siguientes variables con diferentes preguntas que ayudaran a determinar la relación del mismo en el otorgamiento de crédito.

4.1.1. Junta o consejo directivo

Dado que la Junta o Consejo Directivo es el máximo responsable del desempeño de una entidad. La Junta más que un órgano de gestión es un órgano de supervisión que orienta la política general de la entidad, controla a los representantes legales y sirve de enlace con los accionistas. Sus actuaciones deben buscar el mejor interés de la sociedad y de todos sus accionistas En general, la Junta es responsable de la estrategia, desempeño y control interno de una entidad. En este sentido, la Junta debe ser la encargada de

Fijar las estrategias generales de la compañía y aprobar las decisiones de mayor importancia.
Fijar la política de selección y retribución de los cargos más importantes de la sociedad. Evaluar y controlar la gestión de la entidad y de sus representantes legales. Identificar los principales riesgos de la empresa y liderar la implementación de los sistemas internos de control e información apropiados (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

Grafica 5

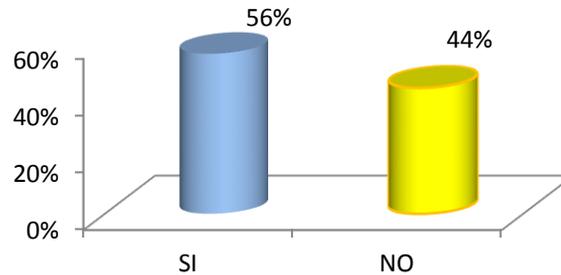


Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

Al consultar a los encuestados se encontró que en cuanto a componentes de análisis de la junta directiva, existencia de comités al interior de la junta y sus aspectos dinámicos; el resultado es un no del 100% de los encuestados. Dichas variables permiten determinar la composición de la Junta en cuanto a su tamaño y proporción de miembros independientes, con el fin de tener un número razonable de miembros para asegurar su operatividad y balance entre la capacidad de monitoreo, también hacen relación a la adecuada realización de sus funciones dado la necesidad de constituir comités especializados integrados por algunos de sus miembros con el fin de facilitar el análisis detallado y riguroso de ciertos temas que por su naturaleza son de gran importancia para la entidad y la dinámica de la junta cuyo resultado es dado por la integridad, independencia y trabajo en equipo de sus miembros (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

Sin embargo al revisar los determinantes de los encuestados sobre las necesidades de mantener un código de buen gobierno, las respuestas se dieron mixtas, dado que el 55% de los encuestados considero importante que la empresa tenga un código de buen gobierno mientras que el 44% no lo tiene en cuenta.

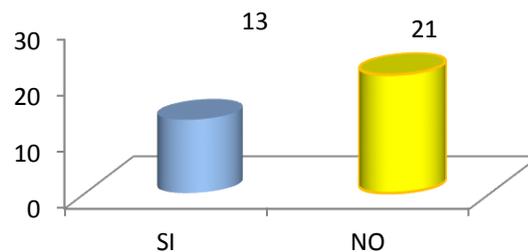
Grafica 6



Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

No obstante según los manuales de buen gobierno es importante tener una independencia entre administradores y miembros de junta, por lo tanto consideré pertinente tener información sobre que tanto influye en la toma de decisiones la independencia de la junta directiva o el comité especializado de sus administradores. Lo que me indico que 13 de los encuestados si tiene en cuenta la independencia entre administradores y miembros de junta mientras que 21 no lo tienen en cuenta, esto lo podemos enmarcar en las diferentes características que tienen las empresas PYME las cuales sus administradores por lo general actúan como miembros de junta dado que por lo general quieren controlar el manejo ellos mismos.

Grafica 7



Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

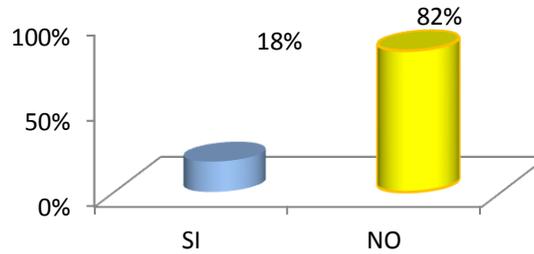
4.1.2. Administradores

El papel fundamental de los administradores en la gestión de las entidades y en consecuencia, en su gobierno corporativo, resulta indispensable evaluar algunos aspectos comunes a los mismos relacionados con sus perfiles y calidades, su régimen de inhabilidades e incompatibilidades, la rendición de cuentas a los asociados, así como algunas obligaciones específicas. Los representantes legales se encargan de la gestión directa, mientras que la Junta es responsable de la estrategia general de la entidad, así como del seguimiento de la gestión de los representantes legales (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

Dado lo anterior se tomaron tres frentes dadas las siguientes variables: la primera relacionada directamente con el perfil académico y profesional de los administradores dado que la condición de administrador demanda unas características personales y profesionales apropiadas para el adecuado desarrollo de las responsabilidades que dicho cargo impone, la segunda basada en la tenencia o no de régimen de incompatibilidades e inhabilidades ya que la condición de administrador impone una serie de restricciones relacionadas con su actividad personal y profesional, con el fin de evitar actuaciones donde se presenten tensiones entre el interés de la sociedad y el interés personal del administrador y la tercera y no más importante la influencia que tiene la aprobación de crédito dado que el representante pertenezca a la junta directiva.

El resultado de estas pregunta se dio de manera mixta en el primer caso se encontro que el 18% de los encuestados dan como positivo en la toma de decisión que el gerente pertenezca a la junta directiva mientras que 82% no o considera relevante al momento de evaluar crédito.

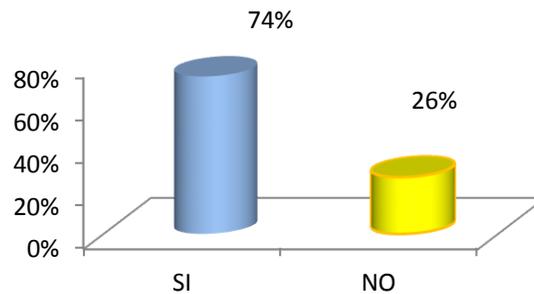
Grafica 8



Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

En cuanto a la necesidad de mantener un régimen de inhabilidades e incompatibilidades el 74% de los encuestados lo considero positivo a la hora de tomar una decisión crediticia, mientras que el 26% no lo considera relevante.

Grafica 9



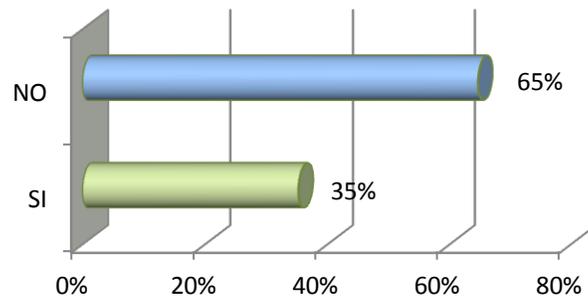
Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

Sin embargo el 62% de los encuestados consideran que no es tan importante el perfil académico y profesional de sus administradores mientras que el 38% si le da relevancia al momento de tomar decisiones crediticias.

4.1.3. MÁXIMO ÓRGANO SOCIAL Y DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

Bajo este concepto se agrupa el adecuado funcionamiento del máximo órgano social, Asamblea General de Accionistas o Junta de Socios, lo cuales son cruciales dentro del Gobierno Corporativo de una entidad. La eficacia de los derechos de los accionistas está altamente relacionada con el adecuado funcionamiento de dicho máximo órgano social. En efecto, mediante su participación en el mismo, los accionistas intervienen directamente en la toma de las principales decisiones de la entidad. En consecuencia, la falta de cumplimiento con los requisitos formales para el desarrollo de las reuniones de este órgano constituye un factor de riesgo que compromete su normal funcionamiento (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

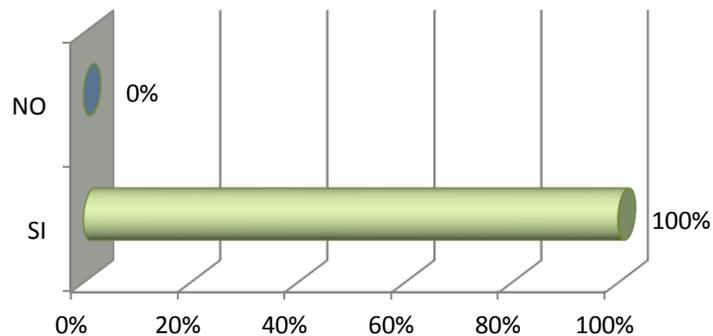
Grafica 10



Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

En la gráfica anterior se encontró que el 65% de los encuestados afirman que influye en la toma de decisiones crediticias que la empresa está regida por un máximo órgano social o en su defecto por la asamblea de accionistas o Asamblea de familia, mientras que 35% no lo considera relevante. No obstante la encuesta también arrojó que 6% de los participantes tiene en cuenta que los estados financieros hayan sido aprobados por el máximo órgano social mientras que el 94% restante no lo considera relevante.

Grafica 11



Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

Sin embargo dado lo anterior encontramos que a la pregunta ¿influye en la toma de decisiones que la empresa mantenga una política de reparto de dividendos? El 100% de los encuestados respondieron que Si influía.

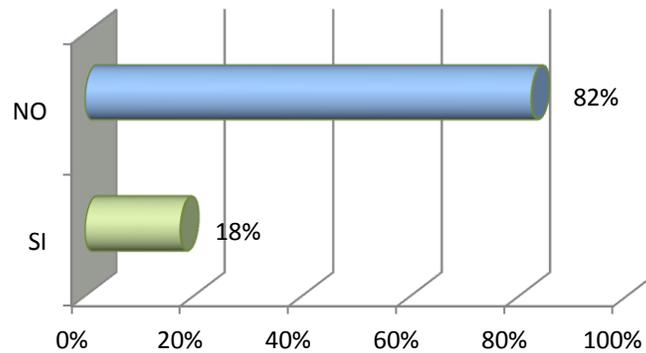
4.1.4. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La estructura de propiedad es uno de los factores determinantes del sistema de gobierno de una entidad, pues define quién tiene el poder de decisión dentro de la misma. En efecto, las dos tensiones básicas de gobierno corporativo (accionistas frente a administradores, y accionistas mayoritarios o significativos frente a accionistas minoritarios), se definen de acuerdo con el grado de concentración o dispersión de la propiedad. Adicionalmente, la estructura de propiedad afecta otros aspectos del gobierno corporativo como los derechos de los accionistas o el funcionamiento de la junta directiva (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

Dado lo anterior a la pregunta ¿el poder de mando de la empresa en una persona es importante para el otorgamiento del crédito? Se encontró que el 18% de los encuestados prestan relevancia a la concentración de poder en una persona, esto dado a que la empresa PYME está dada por una estructura de mando familiar con una concentración de mando que

por lo general es la cabeza familiar de la compañía, no obstante el 82% de los encuestados no considera importante para la toma de decisiones que el mando este concentrado en una persona.

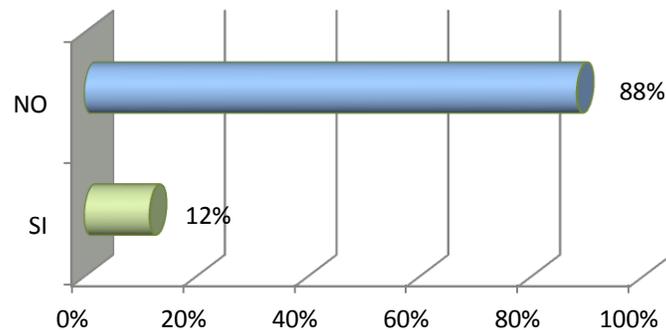
Grafica 12



Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

No obstante el 76% tiene en cuenta la composición accionaria de la empresa mientras que el restante 24% no lo considera relevante aunque la literatura me muestra que el análisis de la estructura de propiedad involucra el nivel de concentración del capital, la pertenencia a un grupo económico y la transparencia de dicha estructura. La existencia de un capital concentrado en pocos accionistas, minimiza los riesgos de agencia frente a los administradores, pero aumenta el riesgo de que los derechos de los accionistas minoritarios sean inobservados. Dado lo anterior vi pertinente incluir en la encuesta la pregunta ¿revisa concentración o dispersión de la participación accionaria? De esto encontré que el 88% NO le da relevancia a la pregunta mientras que el 12% lo considera significativo.

Grafica 13



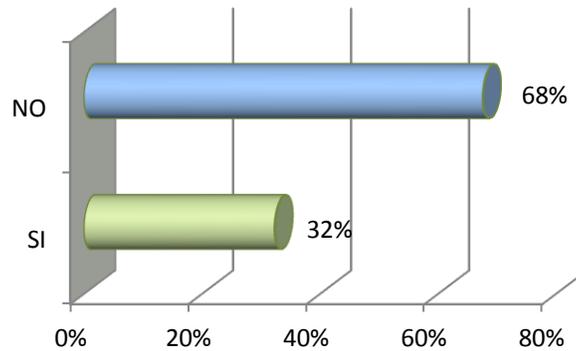
Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

4.1.5. ÓRGANOS DE CONTROL

Los órganos de control, tienen la responsabilidad de velar por que la empresa desarrolle sus actividades de forma adecuada, que en sus operaciones cumpla con las normas vigentes y que la contabilidad se lleve de forma regular. Por esta razón, constituyen una herramienta imprescindible para el adecuado ejercicio del control de la gestión en las organizaciones. En efecto, mediante un seguimiento permanente de la gestión de la entidad, los órganos de control detectan de manera temprana las posibles causas de irregularidades que puedan producir eventos de crisis en la entidad. Por lo tanto, estos órganos cumplen un rol fundamental en el manejo adecuado de los riesgos a los que están expuestas las vigiladas (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010)

Dado lo anterior se formulo la siguiente pregunta ¿influye en la toma de decisiones que la empresa fije políticas y metas? En la cual se obtuvieron respuesta mixtas donde el 32% de los encuestados afirmo que si lo tenía en cuenta mientras que el 68% no le parecía relevante al momento de otorgar crédito. No obstante a la contra pregunta de realizar una asignación clara responsable y bajo un seguimiento de ejecución los resultados se inclinaron hacia el NO dado que los encuestados consideran no relevante al momento de tomar decisiones en un 94%.

Grafica 14

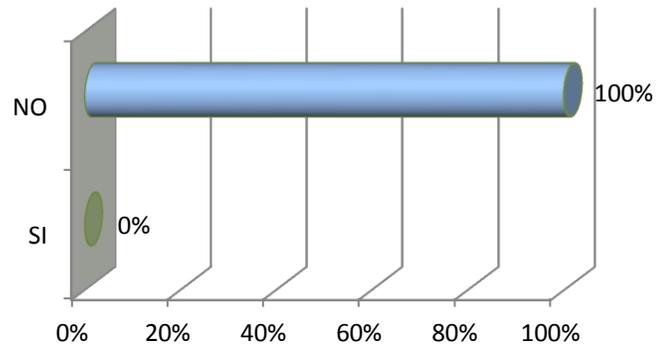


Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

4.1.6. REVELACIÓN DE INFORMACIÓN

Esta variable es un importante elemento de gobierno corporativo, pues genera disciplina de mercado que refuerza los controles externos a que están sometidos los establecimientos financieros. Esta revelación incrementa la transparencia frente al funcionamiento de la sociedad lo cual promueve la toma de decisiones informadas y permite el ejercicio adecuado de los derechos de los accionistas minoritarios, consumidores financieros, acreedores e inversionistas. Estas decisiones informadas generan un mayor control de la gestión de los órganos de gobierno corporativo. Todo esto crea incentivos para que las entidades actúen de forma prudente en el manejo de sus riesgos, lo cual contribuye a la estabilidad del sistema financiero (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

Grafica 15



Elaborada con información tomada de encuestas realizadas a un grupo de directores y analistas de crédito de diferentes entidades financieras. (Avila Montoya, 2012)

Por lo anterior se considero pertinente preguntar a los encuestados sobre la influencia para tomar decisiones crediticias el que la empresa mantenga un manual de gobierno corporativo. El 44% afirmo que es importante mientras que el 56% no lo considero relevante, y por último se consulto a los encuestados sobre la inclusión en su análisis sobre mantener una política de revelación de la información aprobada por su máximo órgano, el 100% de los encuestados coincidieron en que no era fundamental al momento de tomar su decisión.

CONCLUSIONES

Buenas prácticas de Gobierno Corporativo reducen los conflictos entre los agentes con interés en la firma (accionistas mayoritarios y minoritarios, gerentes, acreedores, clientes, etc.) creados por la existencia de información asimétrica. Asimismo, una adecuada evaluación del riesgo crediticio de los prestatarios que incluya la calidad de Gobierno Corporativo permitirá a los bancos estimar mejor su exposición al riesgo y valorarla.

En la medida que los bancos manejen un entorno sólido en términos de Gobierno Corporativo enfrentarán un menor costo de captación de fondos, y serán capaces de generar una mejor asignación de recursos y riesgos, junto con una mayor capacidad de supervisión del Gobierno Corporativo de las empresas que financian. En última instancia, promover el uso de los mecanismos de control y disciplina sobre la firma por parte de los inversores, y crear una mayor conciencia entre los agentes de los beneficios derivados del fortalecimiento del Gobierno Corporativo, sentarán las bases para un mercado financiero más profundo y estable en el cual la toma de decisiones se lleve a cabo en un marco de mayor transparencia.

De la misma manera, mientras las empresas busquen nuevas y más fuentes de financiamiento, van a tener más incentivos para adoptar buenas prácticas de Gobierno Corporativo, lo que crearía un efecto multiplicador entre otras empresas.

Además, una vez incursionen en este tipo de proceso, las empresas encontraran una manera más fácil de acceder a otras fuentes de financiación, como los mercados de capitales, donde las regulaciones en este sentido son mucho más estrictas que en el sector bancario.

Al verificar la información que tienen en cuenta los funcionarios encargados de otorgar crédito en las entidades financieras encontramos que en su totalidad las aprobaciones son dadas principalmente por información financiera y en algunos casos se tienen en cuenta variables de gobierno corporativo sin que las mismas otorguen una probabilidad mayor o menor de otorgamiento de crédito o de mayor exposición de riesgo por parte de la entidad. No obstante

los bancos se han preocupado por dar a conocer a sus equipos de crédito la necesidad de incluir estas variables con el fin de llegar a futuro a tener un plus en su aprobación de crédito ya sea por mayor exposición de riesgo o por mejorar el costo del crédito frente a sus usuarios.

Dado lo anterior también es importante tener en cuenta que no se cuenta con una política clara y regulada hacia las entidades financieras para otorgar crédito a las empresas con indicadores de gobierno corporativo, esto hace que no exista una competencia leal entre los bancos y entre tanto existe temeridad entre sus analistas y jefes de crédito de perder participación en el sector dado unos indicadores y variables más ácidos a empresas pyme que no demuestren tener políticas de gobierno corporativo claras.

La implementación real de un enfoque como el propuesto aquí requeriría un período prolongado de tiempo y la presencia de elementos adicionales. El proceso requerirá un importante apoyo educativo dentro de los bancos y las empresas, el apoyo institucional de las asociaciones bancarias y de negocios, y la actividad regulada sobre la industria bancaria. Las instituciones multilaterales pueden desempeñar un papel de liderazgo en la disposición de la estructura conceptual y en la promoción de este tipo de enfoque.

Para superar las preocupaciones tanto de los bancos y empresas (PYME en particular), hay una clara necesidad de participar en una campaña coordinada para crear conciencia sobre los beneficios de la mejora y la medición de las prácticas de gobierno. Esto tendría que ser complementados con la asistencia técnica y capacitación a funcionarios de riesgo de crédito en la forma de aplicar una metodología adecuada en la aprobación de crédito en las entidades financieras. En este caso, la participación y el compromiso del gremio bancario o asociación bancaria sería fundamental para demostrar que los problemas de gobernabilidad están en la parte superior de su orden del día, así como para aprovechar las economías de escala tanto para la sensibilización de los actores involucrados y de amplia esfuerzos de capacitación. Dados los efectos positivos que podría tener el incluir prácticas de gobierno corporativo en la aprobación de crédito considero importante crear incentivos para que los bancos internalicen las mejoras en su perfil de riesgos. Esto tendría un doble efecto positivo - tanto sobre el valor añadido a los bancos y en la estabilidad general del sistema. En primer lugar, el riesgo de

crédito de los bancos carteras de préstamos se reduciría mediante la incorporación de la calidad de los prestatarios de gobierno corporativo en los bancos para el análisis de riesgo de crédito. Y en segundo lugar, la calidad del gobierno corporativo de los propios bancos se vería reforzada.

Instituciones gubernamentales podrían ser pioneras en este esfuerzo y servir de punto de referencia para los bancos con el ánimo de medir el impacto de la inclusión de las prácticas de gobierno en el análisis de riesgo de crédito. Por otra parte, también se podría vincular el apoyo financiero de los bancos a la ejecución real de un esquema para la elaboración de un modelo que nos permitan contemplar variables que son aún no son tenidas en cuenta.

BIBLIOGRAFIA

Allen, F., & Santomero, A. (1998). The theory of financial intermediation. *Journal of banking and finance* , VOL.21. SECTION 6.

Altman, E. (2012). Financial ratios, discriminat analisys and the predition of corporate bankruptcy. *The journal or finance* , 589-609.

Arrow, K. (1977). *Análisis general competitivo*. Madrid: Fondo de la Cultura Económica de España.

Avila Montoya, J. (01 de 10 de 2012). Encuesta variables gobierno corporativo para la toma de decisiones crediticias . Bogotá, Colombia.

Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics, & Organization* , 101-124.

Berle, A., & Means, G. (1932). The modern corporation and private property. 380.

Catherine, C. M., Dalton, D. R., & Albert A., C. (2003). Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. *The Academy of Management Review* , 371-382.

CEF (Centro para la Estabilidad Financiera). (2011). *Gobierno Corporativo en la evaluación del riesgo crediticio*. Buenos Aires: Center For Financial Stability.

Chu, L., Mathieu, R., & Mbagwu, C. (2009). The Impact of Corporate Governance and Audit Quality on the Cost of Private Loans. *Accounting perspectives journal* , 277-304.

Daily, C., Dalton, D., & Cannella, A. (2003). Corporate governance: decades of dialogue and data - Jstor. *The academy of managment review* , Vol. 28.

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholdert theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review* , 65-91.

Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of law & Economics* .

Ferguson, M. F., & Stevenson, B. A. (2007). What's Different about Banks? *This paper is based in part on Chapters 1 and 2 of Stevenson's dissertation at the University of Cincinnati* .

Frankling, A., & Santomero, A. (1998). The theory of financial intermediation. *Journal of banking and finance* , Vol. 21. section 6.

Harrison, J. S., & Coombs, J. E. (8 de Octubre de 2011). The Moderating Effects from Corporate Governance Characteristics on the Relationship Between Available Slack and Community-Based Firm Performance. *Journal of Business Ethics* , 409-422.

Hillman, E. (2011). Board composition and stakeholder performance. *Business and society* , 124.

Hoskisson, R., Hitt, M., Johnson , R., & Grossman, W. (2002). Conflicting Voices: The Effects of Institutional Ownership Heterogeneity and Internal Governance on Corporate Innovation Strategies. *The Academy of Management Journal* , 697-716.

James Overheu, C., & Cotter, J. (2009). Corporate Governance, Sustainability and the Assessment of Default Risk. *Asian Journal of Finance & Accounting* .

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (October de 1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* , 305-360.

Ley 590. (de 2000 enmendada mediante la Ley 905 de 2004). Bogotá, Colombia.

Macho, I., & Perez, D. (1997). *An Introduction to the Economics of Information Incentives and Contracts*. New York: Oxford University Press.

Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *University of Michigan* , 363 - 393.

Sarmiento Lotero, R. (2010). Teoría de los contratos: un enfoque económico. *Cuadernos Latinoamericanos de Administración* , 23.

Sarmiento Lotero, R. (2010). Teoría de los contratos: un enfoque económico. *Cuadernos Latinoamericanos de Administración* , 23.

Shleifer , A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* , 737-783.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). The limits of arbitrage . *The journal of finance* , Vol. 52.

Smith, A. (1976). *Wealth of nations*. London.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2010). *Documento conceptual de gobierno corporativo*. Bogotá.

The World Bank. (2007). *Proposed Second Programmatic Business Productivity and*. Bogotá: Report No. 37140-CO.

Tsai, M., & Victor, Z. (2012). Contrasting the evolution of corporate governance models: A study of banking in Hong Kong. *Asia Pacific Business Review* , 407-423.

Vatnick, S., & Souto, P. (2011). *Aligning Incentives for Better Governance Practices. A framework to improve risk management and access to credit*. Buenos Aires.

Whitehead, C. K. (2009). The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance. *The Journal of Corporation Law*, 101-136.

Zahra, S. A. (1996). Governance, Ownership, and Corporate Entrepreneurship: The Moderating Impact of Industry Technological Opportunities. *The Academy of Management Journal*, 1713-1735.