

**MECANISMOS DE COMPENSACIÓN GERENCIAL Y EL VALOR DE LAS  
EMPRESAS EN COLOMBIA**

Autor

YENY EDIDT REYES SAENZ

Director

GERMAN GUERRERO CHAPARRO



UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA  
SEDE BOGOTÁ

UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS  
MAESTRÍA EN CONTABILIDAD Y FINANZAS  
BOGOTÁ, D.C.  
2015

**MECANISMOS DE COMPENSACIÓN GERENCIAL Y EL VALOR DE LAS  
EMPRESAS EN COLOMBIA**

**YENY EDIDT REYES SAENZ**

**TRABAJO FINAL DE GRADO PARA OPTAR AL TÍTULO DE MAGISTER EN  
CONTABILIDAD Y FINANZAS**

**Director**

**GERMAN GUERRERO CHAPARRO**

**PROFESOR ASOCIADO FACULTAD CIENCIAS ECONOMICAS**

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS  
MAESTRÍA EN CONTABILIDAD Y FINANZAS  
BOGOTÁ, D.C.  
2015**

Nota de aceptación

---

---

---

---

---

---

---

---

Firma del jurado

---

Firma del jurado

Bogotá, 04 de diciembre de 2015

## Tabla de Contenido

1.	Introducción .....	1
1.1.	Teoría de la Agencia .....	3
1.2.	Diseño Metodológico .....	6
2.	Objetivos .....	9
2.1.	Objetivo General .....	9
2.2.	Objetivos Específicos .....	9
3.	Mecanismos de compensación a gerentes y evaluaciones de desempeño .....	10
3.1.	Modelo Stakeholders .....	14
3.2.	Modelo Shareholder .....	15
3.3.	Mecanismos de Gobierno Corporativo .....	16
3.3.1.	Mecanismos de Compensación Gerencial .....	16
3.4.	Evaluaciones de desempeño .....	24
4.	Modelos de valoración y creación de valor como medida de evaluación del desempeño gerencial .....	27
4.1.	Concepto de Valor .....	28
4.2.	Métodos de valoración .....	30
4.3.	Medidas Contables para evaluar el desempeño gerencial .....	34
4.3.1.	Flujos de Caja .....	36
4.3.2.	Utilidades o Ganancias .....	37
4.4.	Contratación de Incentivos, valor relevante de ganancias (ganancias residuales) y flujo de efectivo .....	38
5.	Gobierno Corporativo en Colombia .....	46
5.1.	Gobierno Corporativo .....	46
5.2.	Código de mejores prácticas corporativas para Colombia y Encuesta Código País .....	49
5.2.1.	Caracterización de las Empresas .....	51
6.	Relación valor de las empresas y existencia de sistemas de compensación .....	65
6.1.	Relación Valor y Sistemas de Compensación .....	65
6.1.1.	Caracterización de las empresas .....	66
6.1.2.	Modelo con sistemas de compensación .....	71

6.1.2.1. Definición de la muestra .....	73
6.1.2.2. Aplicación del modelo .....	75
7. Conclusiones .....	82
Referencias.....	88

## Índice de Tablas

Tabla 1 <i>Componentes del pago</i> .....	18
Tabla 2 <i>Estructura Encuesta Código País</i> .....	50
Tabla 3 <i>Penetración de la adopción de gobierno corporativo en Colombia</i> .....	51
Tabla 4 <i>Empresas colombianas que cotizan en la BVC</i> .....	53
Tabla 5 <i>Relación Buenas Prácticas con Encuesta Código País</i> .....	54
Tabla 6 <i>Emisores</i> .....	57
Tabla 7 <i>Caracterización empresas</i> .....	58
Tabla 8 <i>Representatividad de Capital Bursátil</i> .....	59
Tabla 9 <i>Tipo de Remuneración</i> .....	60
Tabla 10 <i>Generación de Valor</i> .....	60
Tabla 11 <i>Empresas con generación de valor</i> .....	61
Tabla 12 <i>Emisores</i> .....	67
Tabla 13 <i>Caracterización Empresas</i> .....	68
Tabla 14 <i>Representatividad Capital Bursátil</i> .....	68
Tabla 15 <i>Tipo de remuneración</i> .....	69
Tabla 16 <i>Generación de Valor</i> .....	70
Tabla 17 <i>Empresas con Generación de Valor</i> .....	70
Tabla 18 <i>Regresiones del Modelo</i> .....	73
Tabla 19 <i>Estadísticas Descriptivas</i> .....	74
Tabla 20 <i>Primera Regresión</i> .....	76
Tabla 21 <i>Segunda Regresión</i> .....	77
Tabla 22 <i>Tercera Regresión</i> .....	78
Tabla 23 <i>Primera Regresión Simple</i> .....	79
Tabla 24 <i>Segunda Regresión Simple</i> .....	79
Tabla 25 <i>Tercera Regresión Simple</i> .....	80

**Índice de Figuras**

Figura 1. Modelos de Valoración de Empresas. ....	32
---	----



## 1. Introducción

La empresa moderna generalmente es gestionada y controlada por personas diferentes a los dueños, en este proceso se identifican dos actores principales, el gerente y los accionistas, cuyo interés particular es la maximización individual de su beneficio, y la maximización del valor de la inversión que efectuaron en la compañía, respectivamente.

De esta separación entre control y propiedad surgen problemas para mantener que el compromiso del gerente gire en torno a los objetivos de los accionistas, dichos problemas se conocen como Problemas de Agencia. Ante este problema surge la necesidad de generar normas, establecer controles por parte de accionistas (principal) a la gestión del gerente (agente), y generar incentivos que permitan eliminar este conflicto de intereses que surge entre las partes.

No obstante, el gerente puede presentar problemas de incentivos y no estar totalmente dispuesto a esperar sus ganancias futuras, sino por el contrario puede otorgarse privilegios económicos durante el desarrollo de su gestión en ausencia de ajustes de tipo ex post que garanticen que él tendrá efectivamente retribución sobre las ganancias futuras de la empresa

El Gobierno Corporativo se preocupa de esta problemática y promueve la definición de mecanismos a nivel interno y externo que le permitan controlar la eficacia de la función gerencial y la creación de valor en beneficio de los accionistas. Algunos de los mecanismos internos utilizados por el Gobierno Corporativo se centran en auditorías a la gestión del gerente, determinación de salarios más elevados y generación de beneficios corporativos que no necesariamente repercuten en la maximización de beneficios para las empresas, debido a que se generan costos de agencia.

Los mecanismos externos utilizados provienen generalmente de marcos regulatorios y del comportamiento de la economía de mercado enfocada en el mercado de capitales, el cual emite con base en los precios de acciones señales de creación o destrucción de valor.

Con el ánimo de disminuir los costos de agencia se diseñan mecanismos de compensación que le permiten al gerente lograr sus objetivos sin perder de vista la creación de riqueza para los accionistas. Generar planes de compensación para los directivos que dependan de la creación de valor crea mecanismos de control que afectan de manera positiva el valor de la empresa al permitir alinear los intereses de principales y agentes en pro de maximizar el valor de la misma. Algunas formas de compensar a los gerentes son bonificaciones que dependan del incremento del valor de la compañía, el derecho a comprar acciones a precios privilegiados o el otorgamiento de determinado número de acciones dependiendo de su gestión empresarial.

Los planes de compensación gerencial se establecen para reducir los problemas de agencia, reducir los costos generados por la relación principal agente y alinear los intereses de cada uno de estos grupos en la generación de valor.

Para hablar del valor de las empresas se debe partir del hecho de que cada organización que existe, se crea para satisfacer una necesidad en la sociedad, así, las empresas se crean para satisfacer necesidades de unos clientes o usuarios, sin dejar de lado que al cubrir estas necesidades deben existir utilidades para sus dueños. El valor en una economía de mercado, se constituye en la retribución que espera recibir una persona, por la inversión realizada de acuerdo con los riesgos y el valor del dinero en el tiempo, se espera que este valor sea mayor a la cantidad invertida. (Koller, Richard, & Bill, 2011).

Las finanzas de una compañía no se pueden manejar por percepciones, ni instintos, ni por fórmulas mágicas que prometan dar rendimientos exorbitantes a los accionistas. Existen

concepciones erróneas sobre la creación de valor, que pueden llevar a una empresa a la quiebra, toda inversión tiene implícito un riesgo y un nivel de rentabilidad atada directa y proporcionalmente a este, una mayor rentabilidad exige asumir un mayor riesgo. Es importante que los gerentes para su gestión tengan claros conceptos como riesgos, rentabilidad, métodos y técnicas de valoración y más aún sepan aplicarlos para la toma de decisiones, el gerente debe internalizar los principios de creación de valor y hacer que los accionistas también lo hagan. (Koller, Richard, & Bill, 2011)

Tener prácticas sanas en el gobierno corporativo es una garantía para los inversionistas y permite que hagan inversiones estables y de largo plazo, además ayuda a las empresas a crecer, formar alianzas estratégicas comerciales internacionales y a competir en la economía global. El presente documento busca responder la pregunta ¿Existe una relación entre los mecanismos de compensación a los gerentes y el valor de las empresas colombianas medidos a través de las variables financieras de flujos de caja y utilidades residuales?

### **1.1. Teoría de la Agencia**

La separación entre control y propiedad que caracteriza a la empresa moderna genera una lucha de intereses por la obtención del beneficio individual y se genera lo expuesto por Jensen y Meckling (1976) en “*Theory of the Firm: managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*”, como la relación de agencia, dado como un contrato bajo el cual dos o más personas (principal o principales) contratan a otra persona (agente) para que realice servicios en su nombre, generando una delegación de autoridad en el agente. Dado que ambos están en función

de maximizar su utilidad pueden generarse conflictos debido a que no siempre el gerente tomará decisiones que beneficien al accionista.

El objeto del Gobierno Corporativo es estudiar las diversas restricciones impuestas a la gerencia para minimizar el comportamiento oportunista de los gerentes e inducir a los inversionistas a suministrar capital (Faria, 2006, p.14), por otra parte (Ganga, 2008, p. 97) menciona que el problema más relevante en el gobierno de la organización será confeccionar normas e incentivos, contratos tácitos o explícitos, que alineen efectivamente el comportamiento de los agentes, con las pretensiones del principal, por medio de un reparto óptimo de los riesgos bajo condiciones de incertidumbre.

Los accionistas buscan maximizar el valor de su inversión y por su parte el gerente busca la maximización de su utilidad. En el contexto actual uno de los problemas identificados es precisamente el determinar una compensación lo suficientemente interesante al gerente que permita de manera paralela crear valor para el accionista. Por lo tanto, se hace necesario medir si efectivamente la implementación de mecanismos de compensación gerencial genera un incremento en el valor de las empresas. Para ello, se presentará una contextualización de lo que significa el “Valor”, cuales son los diferentes modelos y variables que permiten medirlo en una empresa.

Con el fin de determinar si los mecanismos de control operados por el Gobierno Corporativo, cumplen con el objetivo de generación de valor para la empresa, se establecen mediciones de desempeño gerencial y mecanismos de compensación gerencial que buscan motivar al gerente a realizar un mayor esfuerzo en el logro de los objetivos de la entidad. Algunos de los métodos de compensación mencionados en Baye (2003) son:

a) contratos de incentivos consistentes en la recepción de acciones y otros bonos directamente relacionados con los beneficios de la entidad.

b) incentivos externos como la reputación adquirida que les permite a los gerentes incrementar la posibilidad de movilizarse de un trabajo a otro cuando son capaces de demostrar que pueden gestionar la organización y generar valor. Las firmas compiten por tener al mejor gerente.

c) takeovers, si un gerente no realiza adecuadamente su gestión los inversores pueden tomar posesión de la firma y reemplazarlo.

d) participación en los ingresos generalmente reconocidos a partir de comisiones por logro de objetivos.

Por su parte, la valoración de empresas cobra importancia en la medida que con frecuencia se realizan diferentes transacciones que están basadas en el valor de la compañía. “La valoración es el proceso mediante el cual se determina el grado de utilidad que reportan los bienes a sus propietarios” (Labatut, 2005, p.20).

En este aspecto Hall y Liebman (1998) descubren que existe una relación positiva y sólida entre la remuneración del ejecutivo principal y el desempeño de la empresa, y que esta sensibilidad se genera sobre todo por las oportunidades de recibir acciones y la propiedad de las acciones. (Giannatale, 2005).

El presente documento tomó como base el estudio realizado por Banker, R. Rong H y Natarajan R. (2009) en Estados Unidos, donde examinaron la asociación entre las utilidades y los flujos de caja, definiendo estas dos medidas contables que sirven a variados propósitos en las organizaciones, como adecuadas para efectuar la evaluación de desempeño para los gerentes, los autores usaron información sobre compensación a gerentes y la contabilidad de un gran número

de empresas de EEUU, para analizar la relación entre los flujos de caja, las utilidades y la compensación a los gerentes.

Con base en este estudio se consideró necesario establecer si en el contexto colombiano los mecanismos de compensación a gerentes guardan relación con el comportamiento del valor de la empresa. Se tomó como base a las empresas colombianas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, se revisó cuáles tenían mecanismos de compensación de acuerdo a la Encuesta Código País<sup>1</sup> y se estudiaron sus Códigos de buen gobierno, sus informes de gestión de año 2014 y sus informes financieros, para determinar si existe la información necesaria para aplicar el modelo de Banker en el País.

## **1.2. Diseño Metodológico**

El enfoque definido para el trabajo es “cuantitativo, secuencial y probatorio”. (Hernández, Fernández, & Baptista, 2010, p. 4). Se pretende probar la existencia de una relación entre los mecanismos de compensación otorgados a los gerentes y el valor de las compañías en Colombia utilizando para ello variables como los flujos de caja y utilidades.

Para el efecto se trabajó con el modelo elaborado por Banker, Rong, & Natarajan, 2010 que permitió establecer una relación positiva entre el valor de las compañías y la compensación a los gerentes en EEUU. En este modelo se establecieron como variables endógenas la valoración de la empresa y la sensibilidad en los pagos a los gerentes. Se examinaron variables como el

---

<sup>1</sup>En el año 2007 la Superintendencia Financiera de Colombia a través de la Circular Externa No. 028 y con el apoyo de varias organizaciones, construyó el Código de mejores prácticas corporativas para Colombia destinado a los emisores de valores del país, el código busca establecer una serie de normas obligatorias con esquemas de autorregulación y cumplimiento voluntario que permitan mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo incorporadas por las empresas. De la mano del Código, la Superintendencia Financiera, también implementó la encuesta de Mejores Prácticas Corporativas desde el año 2007, destinada a los emisores de valores colombianos. Su objetivo es indicar y describir de manera general, información sobre las prácticas de Gobierno Corporativo de las empresas y el nivel de adopción de las recomendaciones del Código de mejores prácticas. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007)

precio por acción de la firma (EPS), el flujo de caja por acción de la firma (CPS), el valor en libros por acción de la firma (BPS) y la compensación en efectivo al CEO (salario+bonos). Los datos fueron obtenidos de las bases de datos denominadas Compustat Center for Research in Security Prices (CRSP) 2004, y ExecuComp 2004. Algunas restricciones puestas a la selección de datos fue el hecho de que el CEO no hubiera sido cambiado el último año, que el CEO llevara en la compañía mínimo 2 años consecutivos y que el valor en libros y total activos de la compañía fueran positivos.

Además de trabajar con base en el modelo de Banker, el presente documento realizó una recopilación de fuentes bibliográficas referentes a la teoría de la agencia, los mecanismos de compensación a gerentes, métodos de valoración de empresas con variables de flujo de caja y utilidades, con el fin de establecer aquellas variables objeto de validación que permitieran determinar si existe o no relación entre creación de valor y el establecimiento de los mecanismos de compensación a gerentes.

Se determinó el tamaño muestra a partir de la identificación de empresas que tuvieran establecidos mecanismos de compensación para retribuir a sus gerentes, con base en la encuesta Código País diseñada por la Superintendencia Financiera de Colombia. Se estableció el periodo objeto de estudios determinado por el acceso a la información de tipo contable y financiero, de 8 años, desde el 2007 hasta el 2014. Se recopiló la información de cifras contables y financieras de las bases de datos, emitidas por entidades oficiales, como la Superintendencia Financiera y la Bolsa de Valores de Colombia y se trabajó con los Códigos de Buen Gobierno, los informes de Gestión del año 2014 y los informes financieros del mismo año de las empresas seleccionadas en la muestra. Se identificaron variables que se pudieron obtener de los documentos y entidades

descritas. Finalmente, se aplicó el modelo en el contexto colombiano, se obtuvieron conclusiones y sugirieron recomendaciones al respecto.



## **2. Objetivos**

### **2.1.Objetivo General**

Determinar si existe una relación entre los mecanismos de compensación a los gerentes y el valor de las empresas colombianas, a través de las variables financieras de flujos de caja y utilidades residuales.

### **2.2.Objetivos Específicos**

- a. Caracterizar los mecanismos de compensación a gerentes utilizados en el marco de evaluaciones de desempeño con base en la creación del valor.
- b. Caracterizar los diferentes modelos de valoración de empresas utilizando las variables de flujos de caja y utilidades residuales.
- c. Identificar las potencialidades del uso de variables de flujos de caja y utilidades, para compensar a los gerentes enmarcados en la evaluación del desempeño y los modelos de valoración.
- d. Plantear recomendaciones para buscar que los mecanismos de compensación se alineen con el valor de las empresas.

### 3. Mecanismos de compensación a gerentes y evaluaciones de desempeño

En el contexto del Modelo Clásico de la Empresa una de sus premisas fundamentales es el hecho de buscar la maximización de la riqueza. Una compañía gerenciada por su propietario dirigiría todo su esfuerzo a la maximización del valor, desencadenando en la maximización de su propia utilidad. Y sería el único agente que asume los riesgos de las decisiones tomadas.

Actualmente las condiciones de mercado permiten que no sólo los propietarios dirijan sus empresas. Dada la existencia de múltiples dueños, en algunos casos se hace necesario seleccionar una persona que la dirija y a su vez represente los intereses de los dueños en materia de búsqueda de la riqueza.

Resulta evidente pensar que el tener riqueza personal suficiente para financiar las inversiones que necesita una empresa no implica que se tenga la capacidad y voluntad de dirigir la organización. Por otra parte, aquellos quienes posean habilidades directivas pocas veces cuentan con la riqueza personal suficiente para financiar las inversiones (Salas citado por Ganga & Vera, 2008, p.96).

En este momento se genera una ruptura entre la propiedad (propietario - principal – accionista)<sup>2</sup> y la dirección de las organizaciones (agente - gerente – director)<sup>3</sup>. Dicha ruptura es contemplada en lo que se conoce como la Teoría de la Agencia.

La Teoría de la Agencia constituye la base fundamental en lo que hoy se conoce como Gobierno Corporativo y se ocupa del conflicto de intereses entre los dueños de la propiedad

---

<sup>2</sup> En el desarrollo del trabajo se mencionarán indistintamente los términos de principal y accionista para referirnos a los dueños de la propiedad (empresa, sociedad o compañía)

<sup>3</sup> Se mencionarán indistintamente los términos gerente y director para referirnos al rol del agente que direcciona y administra la empresa, sociedad o compañía

pasiva (accionistas) y los intereses de los controladores de la propiedad activa (directivos). (Ramírez, 2008).

El conflicto generado por los roles de propiedad (accionistas) y control (gerentes) ha tenido variadas evidencias, como lo muestra (Elorza L. F., 2015) quien efectúa un rápido recorrido por la historia de los Estados Unidos. Básicamente enumera numerosos escándalos como el caso Penn Central, la compañía de trenes más grande del país, cuyos gerentes generaban reportes errados sobre las ganancias, llevándola al desastre. A finales de los años 80 el caso RJR-Nabisco ocasionado por evidentes deficiencias corporativas. También los casos IBM, Sears y General Motor, en los cuales el exceso de gastos y la falta de control interno afectaron el valor de la compañía.

Después del año 2000, se presentaron casos en los cuales los administradores con el objetivo de lograr compensaciones a su gestión, manipularon la información contable. Reflejando, a través de prácticas de contabilidad creativa utilidades alejadas de la realidad, ocultamiento de las pérdidas reales de la organización, inadecuados cálculos de valoración y en ocasiones el aprovechamiento de información privilegiada del comportamiento de las empresas para manipular los valores a su favor. Casos tan citados como los de Enron (2001), WorldCom (2002) y Adelphia Communications (2002), dan cuenta que la búsqueda de la maximización de la utilidad individual no se alinea siempre a los objetivos de maximización de riqueza de las empresas.

La manipulación premeditada de las cifras contables y financieras presentadas por las compañías, puede generar una incorrecta información a los mercados de capitales, haciendo que los accionistas se basen en información no confiable para efectuar el proceso de toma de decisiones. Situaciones como las enunciadas han dejado la percepción de que los directivos de

las entidades toman decisiones incorrectas respondiendo a la satisfacción de sus intereses.

Dejando de lado principios básicos como la ética, la transparencia, la legalidad y abandonando la concepción de maximizar los beneficios de los accionistas a través del aumento de valor de las compañías que dirigen. De acuerdo con (Paolantonio, 1999)

El problema que se presenta de asimetría en la información es muy fuerte debido a que los administradores conocen la frecuencia y magnitud del daño que causan a la sociedad por su conducta, mientras que los accionistas e inversores desconocen tal circunstancia. ( p.300).

La corrupción de los directivos de las organizaciones y falta de transparencia en sus cifras contables, generan desconfianza en los mercados de valores los cuales deben evidenciar los resultados de las compañías, de acuerdo con (Fama, 1994):

Un accionista aspira a comprar acciones que le ofrezcan la seguridad de que el precio pagado por ellas refleja el riesgo en que incurre, y que las acciones podrán apreciarse en el futuro, de forma que le permita recoger la recompensa (o el castigo) por el riesgo asumido. Así aunque un accionista individual pueda carecer de un fuerte interés para la supervisión directa de la dirección de una determinada compañía, puede estar muy interesado en la existencia de un mercado de capitales que valore eficiente las acciones de la empresa. (p.249).

Ante la manipulación de cifras contables o la tenencia de información privilegiada se crea incertidumbre sobre la eficiencia del mercado de valores para reflejar con transparencia la realidad de las empresas y permitir a los inversores tomar decisiones sustentadas en resultados anteriores confiables y en las proyecciones de obtener ganancias a futuro. Dicha incertidumbre,

puede generar falta de credibilidad en el mercado y por tanto no permitir una adecuada asignación de los recursos.

Por todo lo anterior, surge el concepto de Gobierno corporativo como respuesta a los problemas de agencia. De acuerdo con la OCDE (2004): “El gobierno corporativo constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como para fomentar la confianza de los inversores” (p.11).

“El gobierno corporativo o de las empresas se puede definir como el conjunto de leyes, regulaciones y prácticas que minimizan el riesgo de que los gerentes expropien a los inversionistas” (Shleifer & Vishny, 1997, p.738). Su objetivo es “confeccionar normas e incentivos, contratos tácitos o explícitos que alineen efectivamente el comportamiento de los agentes, con las pretensiones del principal por medio de un reparto óptimo de los riesgos, bajo condiciones de incertidumbre” (Ganga & Vera, 2008, p.97). Cadbury (2003) afirma:

En su sentido más amplio, el gobierno corporativo consiste en mantener el equilibrio entre los objetivos económicos y los sociales entre los objetivos individuales y los comunitarios. Se establece con el fin de promover el uso eficiente de los recursos y, en igual medida, exigir que se rindan cuentas por la administración de esos recursos. Su propósito es lograr el mayor grado de coordinación posible entre los intereses de los individuos, las empresas y la sociedad. El incentivo que tienen las empresas y sus propietarios y administradores para adoptar las normas de gestión aceptadas a nivel internacional es que ellas los ayudarán a alcanzar sus metas y a atraer inversiones. En el caso de los Estados, el incentivo es que esas normas fortalecerán sus economías y fomentarán la probidad de las empresas. (p.3)

El Gobierno Corporativo se ha convertido en una tendencia mundial que persuade a los Gobiernos a su incorporación con el fin de fortalecer sus economías y abrir sus mercados a la inversión extranjera. Actualmente se identifican dos modelos generales de gobierno corporativo.

El primero es el modelo *Shareholder* cuyo foco principal es la maximización del valor de la compañía a largo plazo con límites legales establecidos a través de contratos (Alpaslan, Green, & Mitroff, 2009). En segundo lugar, está el modelo de los *Stakeholder* cuyo foco principal es legitimar los intereses de cada grupo individual que puede afectar o es afectado por la compañía, cada uno de estos modelos tiene diferencias desde su aspecto normativo y en los supuestos empleados (Feerman, 1994; Sundaram & Inkpen, 2004; Vidaver – Cohen, 1998 citados por Alpaslan, Green & Mitroff, 2009)

### **3.1. Modelo Stakeholders**

En esencia la compañía tiene múltiples objetivos, los administradores deben ejecutar sus decisiones para satisfacer los intereses de todos y cada uno de los interesados en la corporación. A esta multiplicidad de objetivos se plantea una crítica, establecida por Jensen (2005) quien manifiesta “es lógicamente imposible maximizar una función en más de una dimensión” (p.10). Sin la claridad de una función objetivo se puede generar confusión, conflictos, ineficiencia y hasta falta de competitividad.

Esta teoría pone en manos de los gerentes y directores los intereses de todos los grupos entre los cuales se destacan los propios, pudiendo enfocar los recursos de la firma a su logro exclusivo, incrementar los costos de agencia e incluso llevar a la destrucción del valor de la compañía.

Maximizar la función de la firma implica una mejora en las condiciones de los grupos interesados en la operación de la compañía. No se puede generar valor si no existe una buena relación con los clientes, empleados, proveedores, comunidad, sistema bancario y gobierno. Por tanto, la apropiada medida para el desempeño de una organización es la creación de valor, es decir el cambio en el valor de mercado de la firma (Jensen, 2005).

### **3.2. Modelo Shareholder**

Las compañías deben tener como único objetivo incrementar el valor de la firma en el largo plazo. Este valor incremental debe dirigirse al accionista como acreedor de los derechos residuales, debido a que es la persona que asume el riesgo de la inversión y quien debe motivar a los administradores para que lo hagan de la forma más eficiente y efectiva posible.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] (2004), en el prólogo del documento Principios de Gobierno Corporativo afirma que el hecho de que las empresas deban comprender que un buen gobierno corporativo ayuda a mejorar la Competitividad y que los inversores deben garantizar prácticas de un buen gobierno corporativo, mediante la defensa del valor de sus inversiones, significa que el interés del gobierno corporativo no debe centrarse solo en las empresas, sino en permear a los actores involucrados.

La OCDE (2004) menciona: “aunque son muchos los factores que afectan a los procesos de gobierno y de toma de decisiones en las empresas, (...) los Principios se centran en los problemas de gobierno que se generan por la separación entre propiedad y control” (p.11)

El objeto de estudio del presente documento es determinar si existe una relación entre la generación de valor de la empresa y el establecimiento de mecanismos de compensación al gerente, alineando sus objetivos con los de los accionistas, para disminuir los problemas de

agencia generados por la separación entre propiedad y control, enfocados en el modelo *Shareholder* de generación de valor para el accionista.

Ahora bien, para incorporar el Gobierno Corporativo y verificar su cumplimiento, las sociedades cuentan con una serie de mecanismos internos y externos que les permiten cumplir con sus objetivos.

### **3.3.Mecanismos de Gobierno Corporativo**

“Son herramientas cuyo propósito es alinear los comportamientos oportunistas del agente hacia los objetivos que tienen los propietarios” (Ganga & Vera, 2008, p.105). Incluyen elementos que pueden diseñarse en las organizaciones y otros que no dependen de estas.

Los mecanismos internos son las acciones que desarrollan los consejos de administración, la designación de los comités de auditoría y los sistemas retributivos que se utilizan para compensar a los directivos. “En los mecanismos externos se distinguen los mercados de capitales, el sistema legal, político y regulatorio y los mercados de factores y productos” (Jensen, 1993; Fernández, Suárez y Ventura, 2001; Maroto y Melle, 2001; Cuervo, Fernández y Gómez, 2002; Maroto, Melle, Moreno y Rodríguez, 2006 citados por Ganga & Vera, 2008, p.106). El enfoque de este trabajo se centra en los mecanismos internos que puede establecer la organización para alinear los objetivos de los gerentes con los del accionista, específicamente en sistemas retributivos de compensación.

#### **3.3.1. Mecanismos de Compensación Gerencial**

Se establece un sistema de remuneración a los gerentes con el fin de solucionar los problemas de agencia. Shleifer & Vishny (1997) mencionan que una buena solución es conceder



a un administrador un contrato de incentivos ex -ante para alinear sus intereses con los de los inversores. En los casos en que el valor marginal de los beneficios personales del control pueda superar el valor marginal de la compensación no es conveniente usarlos, sin embargo, es muy raro que suceda si el componente de pago por incentivos es sustancial.

El establecimiento de los incentivos depende de las características que tengan las organizaciones tales como tamaño de la empresa, ubicación, diversificación de productos, sector en el que se ubica, oportunidades de crecimiento, entre otros (Shin, Kang, Hyun, & Kim, 2015). Las organizaciones desarrollan contratos que fijan las reglas de juego tanto para principal, como para agentes, tal como lo enuncia Jensen & Meckling (1994):

Definir los aspectos normativos de la relación de agencia; esto es, cómo estructurar la relación contractual (incluyendo los incentivos de compensación) entre principal y agente, para que el agente tenga los incentivos adecuados para tomar decisiones que maximicen la riqueza del principal, partiendo de que existe incertidumbre y control imperfecto. (p.267)

Generalmente las estructuras de estos contratos en la mayoría de las organizaciones, limitan los riesgos asumidos por los agentes especificando los pagos fijos prometidos o el pago de incentivos vinculados a medidas específicas de desempeño. Tal como lo enuncian, en el artículo Separación de Propiedad y Control (Fama & Jensen, 1983).

La estructura de compensación de la compañía debe estar acorde con sus principios éticos, profesionales y cumplir con la normatividad existente, para que la integridad en el ejercicio de sus funciones sea premiada con una adecuada compensación o por el contrario castigada.

Los contratos de incentivo pueden ser una base del salario, bonos anuales, acciones, opciones sobre acciones, pensiones de jubilación o indemnización por despido. El proceso de pago, el nivel y la combinación de la remuneración de los ejecutivos son instrumentos importante para la creación de incentivos (Philipp & Renneboog, s.f.). La Tabla 1 muestra los componentes del pago de corto, largo plazo y adicionales, que hacen parte del establecimiento de los sistemas de remuneración.

Tabla 1 *Componentes del pago*

<b>Plazo</b>	<b>Tipo de compensación</b>
Corto Plazo	Salario base, bonos anuales
Largo Plazo	Acciones, opciones sobre acciones
Adicionales	Beneficios, gratificaciones, pensión

Nota. Recuperado de Philipp & Renneboog – Executive Compensation: Incentives and Externalities

Las compensaciones a los directivos pueden ser directas o indirectas. Las directas se distribuyen conforme a la temporalidad en compensaciones de corto y largo plazo. Las compensaciones indirectas también son contempladas como beneficios adicionales que no tienen una temporalidad definida.

Las compensaciones a corto plazo son otorgadas por el desempeño del gerente en términos de un año. El salario es asignado generalmente por los comités de compensación y depende de las tareas y obligaciones que debe cumplir. Para determinar su valor, se toma en cuenta la formación, la trayectoria y los salarios determinados por el sector. Los bonos también son un incentivo de corto plazo, generalmente se entregan cuando se han cumplido metas específicas determinadas previamente, como aumento en nivel de ingresos, disminución de costos y gastos, incremento de la ganancia operativa, mejora en los indicadores financieros de la entidad, entre otros.

Las compensaciones de largo plazo se entregan como remuneración a resultados que no son inmediatos. Lo ideal con este tipo de compensaciones es permitir que el gerente realice acciones orientadas a la generación de valor a largo plazo y al bienestar para los accionistas. Generalmente están condicionadas a periodos durante los cuales el gerente debe direccionar sus esfuerzos a mejorar el valor de la compañía. El tiempo puede variar de tres a cinco años o más. En este caso el valor de la acción o de la opción se determina con base en la cotización del instrumento financiero a precios de mercado. También incluye, planes de participación en beneficios, ahorros, planes de inversión, planes de incentivos a largo plazo, acciones de rendimiento, derechos de apreciación (Baker, 1977)

Los paquetes de compensación consistentes en una larga porción de opciones sobre acciones crean una fuerte relación entre los pagos a los ejecutivos y el desempeño de la firma. Los pagos de la opción (*in the money*) incrementan dólar a dólar cuando se incrementa el precio de la acción (Philipp & Renneboog, s.f).

Los beneficios adicionales o compensaciones indirectas son entregados por algunas compañías generalmente con base en los años de servicios prestados por el Gerente. Se contemplan planes de retiros que pueden ser generosos, préstamos a bajo interés, contratos especiales, acuerdos de consultoría, asistencia médica, jurídica, asesoría financiera, aviones o yates para viajes gratis con cónyuges, subsidios de vacaciones, uso personal de habitaciones en hoteles, uso de activos fijos de la compañía, pago por el uso de la vivienda, entre otros (Baker, 1977). El contrato de incentivo óptimo está determinado por el grado de aversión al riesgo del Gerente. La importancia de sus decisiones y su habilidad de pagar por adelantado la propiedad (Shleifer & Vishny, 1997).

Es importante que los contratos de incentivos se encuentren bien diseñados debido a que pueden generar oportunidades de auto-negociación y favorecimiento para el gerente, que lo lleven a utilizar su conocimiento, manipulando el precio de las acciones, la contabilidad o los números, sin maximizar los intereses de los accionistas.

Es conveniente que los contratos contemplen el aumento de pago para el gerente solo si se mejora el valor de la empresa, es decir, la existencia de una correlación positiva entre valor de la empresa y el trabajo del gerente. De lo contrario “Si las remuneraciones fueran aleatorias, sin tener en cuenta el esfuerzo productivo, la organización no estaría incentivando el esfuerzo productivo; y si las remuneraciones estuvieran negativamente correlacionadas con la productividad, la organización estaría sometida al sabotaje” (Alchian & Demsetz, 1972, p.143 citado por Zapata & Hernández, 2010, p.59).

En este sentido se manifiestan Lin, Liao & Chang (2011) respecto a la racionalidad en que la compensación es atada al desempeño de un agente adverso al riesgo, quien podría centrarse solo en el desempeño a corto plazo e ignorar las estrategias de dirección a largo plazo. Además, el incremento ilimitado en compensación al gerente, puede ir en contra del objetivo de maximización del valor y llegar a causar un impacto negativo en los beneficios de la compañía.

Generar incentivos perversos puede llevar situaciones críticas como la crisis generada en Estados Unidos por los créditos subprime. Se otorgaba a los ejecutivos bonos basados en el volumen de hipotecas entregadas, sin importar la calidad de los préstamos y la recuperabilidad de los dineros. Las facilidades para el otorgamiento de créditos, generaron una burbuja inmobiliaria que elevo considerablemente los precios y llevó a la quiebra a varias entidades financieras (Schneider, JD & LLM, 2013). No obstante, los directivos recibieron su paga por cumplimiento de metas antes del declive financiero.

Existen regulaciones de países donde se limita en términos porcentuales las compensaciones asignadas al gerente, dependiendo del tipo de incentivo, específicamente en el caso de participación sobre utilidades, acciones y opciones sobre acciones. Las empresas determinan sus políticas de compensación acorde a sus objetivos en ellas algunas establecen restricciones o incluso especifican prohibiciones para el establecimiento de determinados mecanismos de compensación.

En términos generales se deben efectuar pagos excepcionales solo si los resultados son de forma excepcional, sin embargo existen ineficacias en la práctica de compensar a los directivos, donde inclusive se destruye valor.

Adicionalmente la Compensación es un componente crítico del Gobierno Corporativo, no solo influencia el desempeño de la firma sino que motiva a los empleadores a esforzarse en ser atractivos y en retener a empleados con grandes habilidades (Larkin, Lamar, & Gino, 2012). En este sentido pretende generar una serie de beneficios que:

- a) Permitan atraer las personas con más calificaciones para las tareas requeridas;
- b) Permitan mantener la relación en el corto y largo plazo, mediante la existencia de incentivos apropiados, y
- c) Provean reconocimiento y seguridad a los ejecutivos. (Paolantonio, 1999, p.309)

El mecanismo interno de los sistemas de compensación al igual que los otros mecanismos se utiliza para maximizar la riqueza de los accionistas actuales. No obstante, debe minimizar cuatro objetivos conflictivos que son críticos para el éxito de una estrategia de compensación, según lo expuesto por O'Byrne & Stewart (2001) estos son:

- a) Alineación: Proveer un incentivo al administrador para que seleccione las estrategias e inversiones que maximicen el valor para los accionistas.

- b) Apalancamiento: Proveer al administrador una compensación suficiente que lo motive a trabajar largas horas, tomar riesgos y tomar decisiones desagradables como las referentes a despidos de personal y cierres de plantas, con el fin de lograr maximizar el valor para los accionista.
- c) Retención: Ofrecer al administrador la compensación suficiente para retenerlo, particularmente durante periodos de bajo rendimiento debido a factores de la industria y del mercado.
- d) Costo del accionista: Limitar el costo de la compensación del administrador a niveles que maximice el valor para los accionistas actuales. (p.149)

El éxito en las estrategias de compensación es lograr un balance entre los cuatro objetivos conflictivos, sin dejar de maximizar el valor para los accionistas actuales.

Además de los factores internos contemplados en el contrato de incentivos existen factores externos que proveen al administrador un aliciente adicional para maximizar las ganancias de las compañías. Según Baye (2003) los factores externos son:

- a) Reputación: permite al administrador una mayor movilidad en el mercado laboral, puede demostrar a otras empresas que posee las habilidades necesarias para logra maximizar ganancias. Con el paso del tiempo esta reputación puede ser vendida en el mercado de administradores, donde las firmas compiten por el derecho a contratar los mejores administradores.
- b) *Takeovers*: amenazas de toma de posesión, si el administrador no opera la empresa de una forma que maximice las ganancias, inversores intentarán comprarla y reemplazarlo por otro gerente. Situación que no sucederá, si aumenta las ganancias y el valor de la empresa. (p.218)

Los factores que determinan el diseño de los sistemas de retribución a los altos directivos dependen de las características que tenga su gobierno corporativo y de su implementación en Gobiernos Nacionales. En los principios de la ODCE (2004) se mencionan como buenas prácticas del gobierno corporativo en relación con el establecimiento de los sistemas de compensación las siguientes:

- a. Establecimiento de políticas retributivas a los miembros del consejo y directivos que permitan definir la relación entre retribución y resultados de la sociedad, con el fin de enfatizar los intereses de la sociedad en el largo plazo frente a consideraciones de corto plazo.
- b. Existencia de un Comité Especial encargado de determinar la política retributiva y los contratos laborales de los miembros del consejo y de los directivos principales, cuyos miembros en su mayoría sean independientes y externos a la compañía
- c. Divulgación de la política retributiva de los miembros del Consejo y directivos principales de la compañía.
- d. Supervisión adecuada al cumplimiento de la política de remuneración y a los resultados obtenidos por los directivos.

Baker (1977) sobre compensaciones afirma que deben desarrollarse nuevas políticas en las reuniones de juntas directivas y fortalecer los comités de compensación. Un comité de compensación adecuado es capaz de representar a los accionistas para supervisar adecuadamente a los ejecutivos de tal forma que se disminuyan los costos de agencia.

El establecer sistemas de compensación gerencial que se encuentren vinculados con la generación de valor para las compañías no es garantía de que efectivamente se logre el objetivo.

Por tanto se deben asumir una serie de costos de supervisión y monitoreo, también llamados costos de agencia.

Los costos de agencia son diferentes en cada organización, ya que dependen de su tamaño, de los elementos que se utilicen para medir y evaluar el desempeño del gerente, del diseño y aplicación de índices para compensar al gerente y que estén relacionados con los resultados que pretenden los accionistas, así como del diseño de políticas y reglas específicas de comportamiento.

Tener un referente de buenas prácticas para el establecimiento de sistemas de compensación, permite hacer determinaciones que apunten a la alineación de los intereses de accionistas y gerentes incidiendo en la creación de valor. Ahora bien para determinar si los sistemas de compensación son efectivos, se debe efectuar una evaluación permanente donde se incluyan indicadores que midan si el desempeño del gerente apunta a la creación de valor para los accionistas. Aunque existen diferentes métodos de evaluar el desempeño del gerente, se presenta una breve descripción que se enfoca en determinar aquellos que permiten medirlo atado a la generación de valor para el accionista.

### **3.4.Evaluaciones de desempeño**

La evaluación del desempeño es un análisis periódico y formal de los resultados de trabajo, se efectúa de manera conjunta entre principal y agente. Consiste en verificar el cumplimiento de los objetivos y metas de trabajo acordados según las estrategias de la organización.

En una evaluación de desempeño se hacen mediciones financieras y no financieras. Las medidas no financieras (NFM) son indicadores de satisfacción de clientes, calidad de producto e



innovación permanente y hacen parte de los marcos teóricos de medición del desempeño. Notables ejemplos incluyen el *Balanced ScoreCard* (Kaplan and Norton, 1992, 2001, 2008), *Performance Dashboard* (Eckerson, 2006), Value Chain Scoreboard (Lev, 2001), *Performance Prism* (Neely, Adams, and Kennerley, 2002) y contemporáneos esquemas de compensación (Maltz, Shenhar, and Reilly, 2003). El principal argumento para incluir medidas no financieras, está en el hecho de que permiten un mayor nivel de gestión del desempeño por no depender de medidas financieras (O'Connell & O'Sullivan, 2014).

Una de las principales herramientas que se utilizan para medir y evaluar el desempeño gerencial es el cuadro de mando integral o BSC es un sistema de gestión desarrollado por Kaplan & Norton (1996) que permite establecer un conjunto de indicadores de utilidad para controlar la ejecución de los planes. No se basa exclusivamente en indicadores financieros, para Kaplan y Norton la matriz de tablero de mando está conformada por los objetivos estratégicos, los indicadores, la meta, los inductores y las iniciativas.

El *Balanced Scorecard* logra un balance entre los indicadores líderes y rezagados, entre los objetivos de corto plazo y largo plazo y las perspectivas de desempeño externo e interno. “Obligan a la administración a enfocarse en los conductores de desempeño futuro y no solamente en el desempeño pasado, estas medidas operacionales complementarias a las tradicionales proveen una fotografía más completa del desempeño de una compañía” (Bible, Kerr, & Zanini, Summer 2006, p.19)

Tiene una estructura que se llama tablero de mando y que está compuesto por objetivos estratégicos; indicadores financieros y no financieros; inductores e iniciativas. Cada perspectiva maneja entre 4 y 7 indicadores que se incorporan en el tablero de mando, la herramienta puede perder eficiencia si no se sabe dar prioridad a cada indicador o si no están interrelacionados. La

matriz debe ser usada como sistema de comunicación, información y aprendizaje, no solamente como una estructura de control. El hecho de que confluyan gran cantidad de indicadores hace que la herramienta muchas veces sea ineficaz para la medición del desempeño.

Dado el marco de este documento, la evaluación del desempeño del gerente se enfoca en la generación de valor para el accionista. El objetivo es determinar si en el contexto actual colombiano, los mecanismos de compensación permiten alinear los intereses de accionistas y gerentes, permitiendo de manera paralela la creación de valor para el primero. Se hace necesario medir si efectivamente la implementación de mecanismos de compensación gerencial generan incrementos en el valor de las empresas. En el siguiente capítulo se presentará el concepto de “Valor” y se identificarán los métodos contables que permiten medir la generación de valor para la empresa.

En términos generales se presentó la contextualización de la compensación gerencial, como mecanismo de control interno contemplado en el Gobierno Corporativo que permite alinear los objetivos de los gerentes con los objetivos de los accionistas, disminuyendo los problemas de agencia generados por la separación entre la propiedad y el control. Sin embargo, no son las únicas herramientas con las que cuenta el Gobierno Corporativo para lograr disminuir los problemas de agencia. Los contratos de incentivos deben estar diseñados adecuadamente para motivar la generación del valor y no para incentivar su destrucción. A nivel mundial se han identificado buenas prácticas respecto al establecimiento de sistemas de compensación, que pueden redundar en la mejora de las organizaciones y podrían aplicarse en el contexto actual colombiano.

#### **4. Modelos de valoración y creación de valor como medida de evaluación del desempeño gerencial**

A continuación se presentará el concepto de “Valor” y su relación con el precio de las acciones en un mercado de valores, a su vez se caracterizarán los métodos que se utilizan para medir ese valor identificando aquellos que tienen relación con dos medidas contables: los flujos de caja operativo y las utilidades, debido a que una vez revisada la literatura se determinó que éstas medidas contables tienen relación con la generación de valor a través del tiempo.

Posteriormente y teniendo en cuenta lo visto en el capítulo anterior, sobre sistemas de compensación atados a generación de valor que alineen los intereses de accionistas y gerentes, se presentará de manera conceptual el modelo aplicado en la economía de Estados Unidos, que permitió determinar la existencia de una relación positiva, entre la determinación del precio de las empresas en el mercado de valores y la compensación a gerentes a partir de los flujos de caja operativo y las utilidades. Este trabajo se enmarcará específicamente en la medición del desempeño del gerente con base en el logro de la generación de valor como único parámetro de referencia.

En el capítulo anterior se identificaron de los mecanismos de compensación gerencial y cómo estos pretenden alinear los esfuerzos de agentes y principales en el logro de los objetivos de la organización enfocados principalmente en el aumento del valor para el accionista. Dado que el objeto principal de estudio es establecer si efectivamente entregar compensaciones a los gerentes implica que su gestión se enfoque en la generación de valor para la compañía. Se presenta a continuación, el marco teórico sobre el valor y los diferentes métodos que se pueden utilizar para determinarlo en una empresa. Y con el fin de determinar los métodos más adecuados para realizar el estudio sobre la existencia o no de una relación entre compensación y valor de la

empresa se adelantará una exposición sobre ventajas y desventajas de los métodos de valoración anteriormente.

#### **4.1. Concepto de Valor**

Para hablar del valor de las empresas se debe partir del hecho de que cada organización que existe, se crea para satisfacer una necesidad en la sociedad, así, las empresas se crean para satisfacer necesidades de unos clientes o usuarios y al hacerlo generan utilidades para sus accionistas.

El valor en una economía de mercado, se constituye en la retribución que espera recibir una persona, por la inversión realizada de acuerdo con los riesgos y el valor del dinero en el tiempo, se espera que este valor sea mayor a la cantidad invertida. (Koller, Richard, & Bill, 2011, p.3).

Las finanzas de una compañía no se pueden manejar por percepciones, ni instintos, ni por fórmulas mágicas que prometan dar rendimientos exorbitantes a los accionistas. Existen concepciones erróneas sobre la creación de valor, que pueden llevar a una empresa a la quiebra, toda inversión tiene implícito un riesgo y un nivel de rentabilidad atada directa y proporcionalmente a este. Una mayor rentabilidad exige asumir un mayor riesgo.

El objeto de estudio del presente documento se centra en la empresa que busca generar valor para sus accionistas (enfoque *shareholder*) sin excluir que el hecho de generar mayor valor para la compañía posiblemente se invertirá en la generación de elementos de bienestar para otros grupos involucrados.

Por ello, los gerentes deben tener claridad sobre las formas en que efectivamente se crea valor. Evaluar conceptos de riesgos, rentabilidad, apalancamiento, entre otros antes de tomar una

decisión. La mejor forma de gestionar el valor es medirlo permanentemente y conocer aquellos principios de creación de valor para aplicarlos de manera continua.

Según Koller, Richard, & Bill (2011), en su libro “*The Four Cornerstones of Corporate Finance*” son cuatro pilares los que ayudarán a los ejecutivos de una compañía a tomar decisiones sobre la creación de valor. En primer lugar está, el núcleo del valor, las empresas crean valor invirtiendo capital de los inversores para generar futuros flujos de efectivo a tasas de retorno que excedan el costo del capital. Significa que los inversores deben recibir una retribución mayor por el uso de su capital, esto es la combinación entre crecimiento y retorno de la inversión de capital (ROIC), impulsando la creación de valor.

El segundo pilar, es la conservación del principio valor, es una conclusión del primero, el valor es creado por los accionistas, cuando las empresas generan flujos de efectivo más altos y no por reorganizar las partidas sobre el flujo de efectivo. El tercer principio es el de las expectativas del mercado, explica cómo las variaciones en el precio de las acciones de una empresa, son un indicador del cambio en las perspectivas del mercado de valores y no solo sobre el desempeño real de la empresa, también, sobre su crecimiento, el retorno de la inversión de capital (ROIC) y el flujo de efectivo.

El cuarto pilar es el del mejor dueño, una empresa no tiene un valor en sí misma, por el contrario, tiene un valor para cada propietario y un valor potencial para potenciales propietarios, este valor tiene su fundamento en cómo está administrada y qué estrategia persigue. Sobre la importancia de las empresas en su labor en la sociedad como generadores de empleo y responsabilidad social, por ejemplo, la literatura anglosajona con un enfoque de *shareholders*, ha hecho mucho énfasis en que su papel principal es la maximización de la inversión para los accionistas. Por su parte la literatura europea desde los países bajos y Alemania, sostienen que la

junta directiva de una empresa debe preocuparse por generar beneficios para todos los actores involucrados, desde los empleados, pasando por la comunidad y por supuesto los accionistas es decir, con un enfoque hacia los *stakeholders* (Koller, Richard, & Bill, 2011).

Es importante mencionar que para los autores el valor es la suma de los valores presentes de las expectativas de los flujos de efectivo en un momento del tiempo y la creación de valor es el cambio en el valor de la compañía ocasionado por su desempeño. (Koller, Richard, & Bill, 2011). El concepto de valor va relacionado con la riqueza, es decir, con la capacidad de la firma para generar flujos de caja futuros. (Cruz, Villareal Navarro, & Rosillo, p.50)

Ahora bien, ¿Por qué se requiere medir el valor? El objetivo de una buena gerencia es maximizar el valor de la firma y a partir de allí repartir en forma equitativa la riqueza entre todos los interesados. Por tanto, es una obligación de la gerencia tomar decisiones adecuadas que contribuyan a ese objetivo. Vélez Pareja (2001)

Dado nuestro enfoque en el modelo *shareholder* de creación de valor para el accionista, es importante verificar si la toma de decisiones por parte del gerente efectivamente está generando ese valor y por tanto debemos conocer la forma de medirlo. Es decir, el éxito o fracaso de la toma de decisiones del gerente (desempeño) se medirá conforme a la creación de valor. A continuación se hará una breve descripción sobre algunos métodos de valoración y sus características.

#### **4.2.Métodos de valoración**

“La valoración es el proceso mediante el cual se determina el grado de utilidad que reportan los bienes a sus propietarios” (Labatut, 2005, p.20). Esta cobra cada vez más

importancia convirtiéndose en una herramienta de gestión y planificación de las empresas. (Illueca Muñoz, 2014).

Las empresas realizan valoraciones con diferentes objetivos entre los cuales se encuentran: a) Como referencia de precio para obtener una negociación de compra o venta de empresas, b) determinación del precio de la acción para negociaciones de empresas en la bolsa de valores, c) procesos de fusión o escisión de empresas, d) separación de socios ante conflictos u otras oportunidades y e) instrumento de remuneración a los directivos en pro de aumentar la gestión de estos a la maximización del valor de la compañía y por ende de los accionistas. (Labatut, 2005)

En efecto, la valoración como instrumento de remuneración a directivos en busca de la maximización del valor de la compañía, es fundamental para el análisis. Es decir se responderá con el objetivo básico financiero de: “maximizar el valor de la empresa para sus propietarios, es decir, maximizar la riqueza de los accionistas. La riqueza de los accionistas está representado por el precio de mercado de las acciones”. (Moscoso Escobar & Botero Botero, 2013, p. 245).

Los métodos de valoración son de dos tipos, contables y de rentabilidad. El valor de una empresa está asociado al valor futuro que puede generar. Para calcular su valor podrían tomarse como base el valor del patrimonio en libros, el valor de los activos fijos menos los pasivos o el valor de liquidación de los activos, sin embargo, lo usual es que el valor de mercado de una empresa sea el de la bolsa o el valor presente de los beneficios futuros. La figura 1, da una explicación detallada sobre los métodos de valoración:

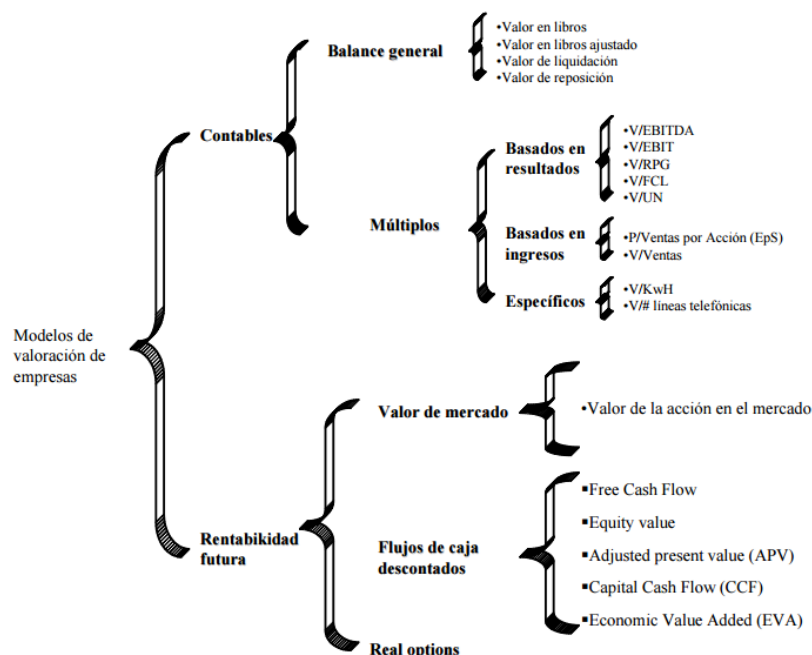


Figura 1. Modelos de Valoración de Empresas.

Tomada de: Sarmiento S. Julio A. Profesor – investigador.

Departamento de administración. Pontificia Universidad Javeriana.

Valoración de empresas. Métodos contables para la valoración. Recuperado de <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/presentaciones/valoracion.pdf>

Los métodos contables dan valor a la empresa haciendo estimaciones de su patrimonio, consideran que su valor radica en el balance y en los activos. No contemplan evoluciones futuras o temporales del dinero, tampoco factores como la situación del sector, problemas con empleados, la organización, etc. (Fernández, 2008). Son cuatro: el valor en libros, el ajuste en los activos netos, el valor de reposición y el valor de liquidación.

Las ventajas de los métodos contables es que en términos generales son fáciles de obtener pues dependen de los resultados que arroje la contabilidad de la empresa, se mantienen actualizados y existen marcos regulatorios para hallar los diferentes tipos de valor (en libros, ajustado en activos netos, de reposición, de liquidación). Sin embargo, son estáticos reflejan las condiciones de la empresa en un momento determinado del tiempo, aunque algunos toman como referencia los valores comerciales o precios de venta para ajustarse a la realidad, el principal



inconveniente es que no reflejan la posibilidad de generación de flujos futuros de efectivo es decir, no miden la capacidad de generar riqueza en el futuro.

Por su parte, los métodos de rentabilidad analizan la capacidad de la empresa de generar valor en el futuro, son de tres tipos: el valor de mercado, los flujos de caja descontados y las opciones reales.

Otro método que se utiliza para la medición del valor es el conocido - Valor Económico Agregado o *Economic Value Added* (EVA), Creada por Joel Stern y Bennett Stewart, es una manera de medir los resultados y gestiones realizadas por la dirección de la entidad. El EVA es el excedente de ingreso que queda después de que las utilidades operacionales hayan cubierto totalmente el retorno que se exigía por el uso del capital. También se puede decir que “el EVA es lo que queda una vez se han atendido todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas” (Cruz, Villareal Navarro, & Rosillo, p.175)

El EVA trata de medir el valor que agrega un proyecto a una empresa o el valor que genera una empresa en determinado periodo. Lo que considera como valor generado es el resultado después de haber descontado la inversión, los intereses pagados y los rendimientos a los accionistas (Vélez Pareja, 2001, p.6).

Sin embargo, estudios como el realizado por Vélez Pareja (2001), manifiestan que el EVA no permite establecer efectivamente el valor de la empresa, debido a que utiliza los valores en libros y no los valores del mercado. Es posible que el EVA sea una herramienta útil para medir el desempeño de la gerencia y en consecuencia ofrecer incentivos. Sin embargo, desde el punto de vista de la valoración de empresas, el EVA tiene problemas porque utilizan valores en libros y no valores de mercado. (Vélez Pareja & Tham, 2004, p.90)

El EVA es una herramienta que sirve para valorar a las empresas sólo si se aproxima al Flujo de Caja Libre- FCL, sin embargo, para que pueda ser trabajado como flujo de caja deben efectuarse varios ajustes (Vélez Pareja, 2002). “Valorar empresas con EVA sin los flujos de caja es un error y si se tienen los flujos de caja libre, ¿para qué hacer el proceso más complejo calculando el EVA?” (Vélez Pareja, 2001, p.15).

Es importante insistir que el EVA no es útil en sí misma para valorar una empresa, pero si lo es para medir desempeños gerenciales y va en armonía con el *Balanced ScoreCard*. No obstante, debido a que la evaluación del desempeño gerencial en este caso se efectuará con base en la generación de valor para la empresa se descarta la aplicación de métodos como el EVA y *Balanced ScoreCard* que aunque permiten evaluar el desempeño tienen limitaciones para medir el valor de una empresa.

#### **4.3.Medidas Contables para evaluar el desempeño gerencial**

Durante los últimos veinte años del siglo XX, la manera más usual de compensar a los gerentes fue a través de acciones de las empresas y pagándoles altas remuneraciones económicas, motivándolos para que el precio de la compañía aumentara. Las compensaciones para los gerentes se ven afectadas a largo plazo por las actuaciones de su pasado, sin embargo, las actuaciones inmediatas, afectan las compensaciones actuales, pero, entre más grande es la empresa más disminuye la sensibilidad por la compensación futura respecto al desempeño de la empresa y la sensibilidad por la compensación actual aumenta levemente. La preocupación del principal es maximizar la utilidad esperada descontada y que se sujete a una restricción de participación y de incentivos, así, el agente se va a comprometer con el principal a conservar una relación más larga y a esforzarse más por obtener utilidades. (Di Glannatale, 2005).

En este estudio no se utilizarán los métodos para valorar empresas con intención de venta, fusión o escisión sino como un instrumento de remuneración a los directivos por su gestión, por ello no se va a valorar la empresa en su conjunto, sino que se analizarán aquellas variables contables que permitan medir la generación de valor a través del cambio en el precio de la acción de la empresa en el mercado de valores.

Para establecer la pertinencia de las variables se revisaron estudios en que se demuestra la relevancia de las ganancias y los flujos de caja en la determinación del precio, por ejemplo (Banker, Huang, & Natarajan, 2009) en su estudio *Incentive Contracting and Value Relevance of Earnings and Cash Flow*, los autores demuestran que las medidas contables como las ganancias y los flujos de caja son útiles para los propósitos de valoración y evaluación del desempeño.

A su vez, el documento denominado “*Valuation of Airline Companies: A function of Earnings or Cash?*” Elaborado por (Zarb, 2014) identifica que el ingreso operativo y los flujos de caja operativo afectan la valoración de aerolíneas, debido a que el valor de la firma se encuentra en función de estas variables.

También, autores como McCann and Olson (1994) proveen soporte de la relación existente entre ganancias y dividendos determinando que las ganancias tienen un impacto positivo en las decisiones para pagar dividendos, dando valor al accionistas. A su vez Lui; Nissim, and Thomas (2007) investigaron si los flujos de caja operativos o las ganancias contables eran las mejores variables que permitían explicar el valor del patrimonio. “En todos los casos de estudio, los pronósticos de ganancias son una buena medida de valor, concluyendo que las ganancias y los flujos de caja pueden dar un buen indicador del valor de la firma” (Zarb, 2014, p.59). De acuerdo con lo anterior, las medidas contables Flujos de Caja y Utilidad son

útiles para medir la creación de valor de las empresas. Se hará una breve descripción de cada una de ellas.

#### **4.3.1. Flujos de Caja**

Los Flujos de Caja son todas las variaciones de ingresos y egresos de efectivo de una empresa para un periodo determinado. Es un indicador que permite conocer la liquidez de la empresa. Son los recursos que salen de la empresa para remunerar a los accionistas y deudores, la única forma de crear valor real es incrementando los Flujos de Caja. “El valor de empresa se deriva de la habilidad de ésta misma para generar *cash flow*. Pero el *cash flow* en el que se basa el retorno sobre una inversión” (Copeland, 1994 citado en Vidarte, 2009, p.104)

Los Flujos de Caja permiten hacer mediciones en cuanto a la generación de valor de una empresa. El más utilizado es el Flujo de caja descontado o *Discounted Cash Flow* –DCF, en inglés, revisan la capacidad que tiene la empresa para generar valor en el futuro. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero – *cash flows*- que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujo, en general, se recurre a la utilización del método del descuento de flujos de fondos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto. En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada (Fernández, 2008, p. 14)

Existen cuatro formas para hallarlo. En primer lugar, descontando el flujo de caja del accionista- FCA con el costo del capital propio con deuda. En segundo lugar, descontando el Flujo de Caja del Capital con el costo del capital propio sin deuda. En tercer lugar, descontando

el flujo de caja libre –FCL del costo promedio ponderado de capital (Vélez Pareja & Tham, 2004). Y una cuarta forma es proyectar el Flujo de Caja Libre – FCL, descontarlo al Costo Promedio de Capital –CPC y al resultado se le resta el valor de los pasivos.

Los flujos de caja descontados contemplan la capacidad que tiene la empresa en generar valor en el futuro, no es importante el precio de los activos en el mercados sino la generación de flujos por parte de estos activos en un periodo de tiempo, utilizan tasas de descuento para evaluar los riesgos de la inversión efectuada por el accionista, permite efectuar el valor actual de la empresa. Este método es el único que requiere información completa; si se quiere entender la creación de valor, se debe trabajar con una visión a largo plazo; traer intrínsecos los parámetros de inversión y riesgo y muestra coherencia entre el patrimonio y los resultados de la empresa.

#### **4.3.2. Utilidades o Ganancias**

La Utilidad es la capacidad de un bien para satisfacer necesidades. Desde el punto de vista contable, se entiende como beneficio y resulta de restar a los ingresos obtenidos por una empresa todos los gastos en que se incurrió, para generar las utilidades. Existe Utilidad Bruta, entendida como, la diferencia entre el total de ventas de un producto o servicio y el coste total de producirlo. También existe Utilidad Neta, que es el resultado luego de sumar la utilidad operacional, los gastos e ingresos no operacionales y los impuestos. La Utilidad Neta es que efectivamente se distribuye entre los accionistas. Como en el caso del Flujo de Caja, con la utilidad se pueden calcular si la empresa está creando valor.

El método de ingreso residual<sup>4</sup> es un método de valor agregado, su principio básico es que el valor de una compañía es igual al valor de su patrimonio ajustado por la capacidad que tiene la empresa de producir utilidades futuras por encima del costo de capital. Cuando puede hacerlo, significa que el valor de su patrimonio es mayor que su valor histórico, es decir, que el valor del patrimonio, es el valor en libros del balance ajustado por el valor actual de sus proyecciones del ingreso residual. Así, la diferencia entre valor en libros y valor intrínseco depende de la capacidad de la empresa para generar utilidad (Illueca Muñoz, 2014). La dirección de la empresa debe saber interpretar los resultados de estas medidas de acuerdo con la necesidad y objetivos que se hayan trazado, para poder alcanzarlos. Quienes defienden este método afirman que es muy útil para medir el desempeño gerencial y de acuerdo con este entregar incentivos.

De acuerdo con el método de ingreso residual el principal se debe asegurar de que todos los recursos destinados para consumo e inversión provengan de las actividades productivas de la empresa. La utilidad esperada que se asigna al agente para un periodo siguiente al actual depende del éxito de sus decisiones en el periodo actual.

#### **4.4. Contratación de Incentivos, valor relevante de ganancias (ganancias residuales) y flujo de efectivo**

Ahora bien, después de mostrar la potencialidad de las variables de flujo de caja operativo y utilidades, se presenta el estudio realizado por Banker, R. Rong H y Natarajan R. (2009) en Estados Unidos, en donde examinan la asociación entre las utilidades y los flujos de caja, como medidas contables que permiten efectuar evaluación de desempeño para los gerentes.

---

<sup>4</sup> Se calcula al restar el resultado entre tasa objetivo por base de activos de la utilidad así:

$$IR = \text{Utilidades} - [\text{Tasa Objetivo} \times \text{Base de activos}]$$

El método de ingreso residual es un método de valor agregado, su principio básico es que el valor de una compañía es igual al valor de su patrimonio ajustado por la capacidad que tiene la empresa de producir utilidades futuras por encima del costo de capital, creado Francis, Olsson, and Oswald (2000).

Existe poca evidencia que dé cuenta de alguna asociación entre estos dos roles, los autores usaron información sobre compensación a gerentes y la contabilidad de un gran número de empresas de EEUU, para analizar la relación entre los flujos de caja, las utilidades y la compensación a los gerentes. Según los autores:

When we analyze the data more formally to control for other influential factors at the firm level, the results confirm that compensation weight on each of earnings and cash flows is higher for firms that exhibit high levels of value relevance for the performance measure. The evidence also indicates that both value relevance and compensation weight for earnings decline from the subperiod of 1993 to 1997 to the subperiod of 1998 to 2003, while both the value relevance and the compensation weight for cash flows increase from the earlier subperiod to the later subperiod. (Banker, Huang, & Natarajan, 2009)

Trabajaron con las medidas contables utilidades y flujos de caja, tratando de identificar el “*Value Relevance*”, es decir, la importancia de esas medidas para el valor en la determinación de valor a través del precio de las acciones. Obtuvieron los pesos de valoración sobre Utilidades ( $\alpha_1$ ) y los Flujos de Caja ( $\alpha_2$ ) para cada uno de los años con regresión cruzada con el siguiente modelo:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{i,t} + \alpha_2 CPS_{i,t} + \alpha_3 BPS_{i,t} + \epsilon_{it}. \quad (1)$$

Donde:

$P_{i,t}$  es el Precio por Acción de la empresa  $i$  al final del tercer mes después de finalizar el año fiscal  $t$

$EPS_{i,t}$  son las Utilidades por Acción de la empresa  $i$  durante el año  $t$ , definido como ganancias antes de partidas extraordinarias escalado por número de acciones ordinarias en circulación ajustada por fraccionamiento accionario y dividendos.

$CPS_{it}$  es el Flujo de Caja por acción de la empresa  $i$  durante el año  $t$ , definido como Flujo de Caja Operativo escalado por el número de acciones en circulación ajustadas por fraccionamiento accionario y dividendos

$BPS_{it}$  es Valor en Libros por Acción de la empresa  $i$  durante el año  $t$ , definido como Valor en Libros del capital ordinario escalado por el número de acciones ordinarias en circulación ajustadas por ajustadas por fraccionamiento accionario y dividendos

Con esta fórmula obtuvieron los pesos que tienen compensación sobre las Utilidades ( $\beta_1$ ) y los Flujos de Caja ( $\beta_2$ ) para cada uno de los años con regresión cruzada con el siguiente modelo:

$$\log(\text{CASHCOMP})_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_{i,t} + \beta_2 \text{CPS}_{i,t} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Se utiliza logaritmo para reducir la varianza de los datos. Donde:

$\text{CASHCOMP}_{it}$  es el total de la compensación del gerente (salario + bonificaciones) de la empresa  $i$  en el año  $t$ .

El peso relativo de la valoración de los Flujos de Caja versus la Utilidades es definido por  $\alpha_2/\alpha_1$ . El peso relativo de la compensación de los Flujos de Caja versus la Utilidades es definido por  $\beta_2/\beta_1$ .

Los autores efectuaron varias regresiones, partiendo del precio de la acción en un año específico y corrieron un modelo de regresión. Regresaron ese precio con las dos medidas, utilidades por acción y flujos de caja operativos por acción como variables y agregaron como variable de control el valor en libros.

En este modelo se establecieron como variables endógenas el precio por acción de la firma y la sensibilidad en los pagos a los gerentes. Se examinaron variables como la utilidad por acción de la firma (EPS), el flujo de caja por acción de la firma (CPS), el valor en libros por



acción de la firma (BPS) y la compensación en efectivo al CEO (salario+bonos). Los datos fueron obtenidos de las bases de datos denominadas Compustat Center for Research in Security Prices (CRSP) 2004, y ExecuComp 2004. Algunas restricciones puestas a la selección de datos fue el hecho de que el CEO no hubiera sido cambiado el último año, que el CEO llevará en la compañía mínimo 2 años consecutivos y que el valor en libros y total activos de la compañía fueran positivos. (Banker, Huang, & Natarajan, 2009)

La metodología usada consistió en correr tres modelos para obtener el coeficiente de determinación. En primer lugar corrieron solamente el valor en libros y luego el coeficiente de determinación para verificar que las utilidades realmente agregan información para determinar el precio. Después compararon el coeficiente de determinación de la segunda regresión con la primera, luego obtuvieron una regresión total, seleccionaron las tres variables, es decir, precio de la acción, utilidades por acción, el flujo de caja en acción y el valor en libros como variable de control y lo regresaron. Ahí, compararon para mirar si había efecto incremental del flujo de caja explicando el precio. El primer trabajo que ellos hicieron fue determinar a través del precio, que esas medidas contables sirven y son relevantes o aportan información para determinar el valor de las acciones. Usando como marco la información de compensación al gerente y el nivel de la firma, estimaron en concreto sobre una base anual, la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} \log(\text{COMP}_i) = & \gamma_0 + \eta_e (\text{ROA}_i) + \eta_c (\text{CFOA}_i) + w_e (v_{ei} * \text{ROA}_i) \\ & + w_c (v_{ci} * \text{CFOA}_i) + \theta_e v_{ei} + \theta_c v_{ci} + \delta_e \text{Control} * \text{ROA}_i \\ & + \delta_c \text{Control} * \text{CFOA}_i + u_i \end{aligned} \quad (3)$$

Donde para la empresa  $i$ ,

$\text{COMP}_i$  = Compensación efectiva del gerente (salario + bonificaciones),

$\text{ROA}_i$  = Ingreso Neto antes de partidas extraordinarias/activos totales medios

$CFOA_i = \text{Flujos de Caja Operativos} / \text{activos totales medios}$

$v_{ei} = \text{Relevancia del valor de las utilidades}$

$v_{ci} = \text{Relevancia del incremento del valor de los Flujos Operativos de Caja}$

$\text{Control}_i = \text{los valores de rango decil para diversas variables de control.}$

Un valor positivo significativo  $w_e$ , en la regresión del coeficiente  $v_{ei} * ROA_i$ , se espera que provea soporte al argumento de que existe asociación entre la relevancia del valor de la Utilidades y la sensibilidad del pago de las Utilidades es positivo, en un modo similar a un valor positivo significativo para  $w_c$  y que provea soporte al argumento de que existe asociación entre la relevancia de los flujos de caja y la sensibilidad al pago marginal de los flujos de caja es positivo. En segundo término, luego de que lograron determinar que esas medidas contables son relevantes para determinar el valor de la compañía a través del precio, entraron a revisar si los mecanismos de compensación están dirigidos a utilizar indicadores que permitan alinear los objetivos de los gerentes con los accionistas. Trataron de demostrar si se puede aplicar la compensación, regresando los indicadores que arrojaron las primeras regresiones, para mirar la importancia del valor. Tienen una variable adicional que es cuánto es lo que le pagan en efectivo y cuánta es la compensación total a los gerentes.

Hacen la regresión y plantean varios escenarios, con el objetivo de determinar cuál es la variable más importante y lo que logran demostrar es que utilidades por acción y Flujo de caja de la operación también tienen impacto con la forma de compensación de los gerentes y tratan de mirar si una es más importante que la otra para un periodo o un sub periodo específico.

Los resultados obtenidos mostraron que al aplicar el modelo se encontró que existe una relación en la forma de compensar el gerente y el valor de la empresa. Las consideraciones principales para el uso de las dos medidas contables fueron, por un lado porque el flujo de caja es

un componente de los ingresos, la investigación se presta para analizar las variaciones de los flujos de caja de acuerdo con los valores agregados. En segundo lugar, varios estudios han establecido que los ingresos y los flujos de caja tienen implicaciones diferenciales para el valor de la empresa.

Banker, Huang, & Natarajan (2009) se preguntaron si esas medidas contables estaban relacionadas con el valor de la empresa, las seleccionaron, las relacionaron con el precio y se identifica el índice de correlación. A medida que las utilidades aumentaron, encontraron una relación con el precio de las acciones. Hicieron varios ejercicios para decir en qué periodo era más predominante una u otra medida. Pero su trabajo no fue de valoración, primero probaron que las variables contables sí estaban relacionadas con la valoración. Después de probarlo, revisaron si esas medidas de valor, si esas dos variables, tenían relación con la forma en que se estaba pagando a los gerentes. Seleccionaron la variable de cuánto le pagaban a los gerentes y cómo es el comportamiento de las variables, utilidades por acción y flujo de caja por acción. Si las utilidades suben se esperaría que se pagara más a los gerentes e hicieron una alineación entre ellas determinando que están pagando más utilidades, pero también que hay más valor para la empresa.

Para entender los factores estructurales que influyeron en la naturaleza específica del contexto de la asociación mencionada, primero derivaron el flujo de caja y el valor agregado utilizando un entorno altamente estilizado sobre principal-agente que se caracteriza por dos medidas de desempeño. En segundo lugar, cada una de estas medidas fue modelada. El análisis basado en la estimación de los valores sugirió una asociación positiva entre el peso de la compensación y el peso de la valuación de la empresa cuando los ingresos y el flujo de caja son

considerados como medidas de desempeño. Utilizaron una muestra de 7.076 gerentes, abarcando el periodo 1993-2003.

En Colombia debido a las condiciones del mercado de valores y las formas establecidas para remunerar el gerente, sería necesario ejecutar este modelo para saber si existe o no relación.

Por tanto, en el siguiente capítulo se hará una contextualización general del Gobierno Corporativo en Colombia, el mercado de valores y los mecanismos de compensación gerencial utilizados por las empresas colombianas que cotizan en bolsa.

Se espera que en el siguiente capítulo se obtengan las utilidades y los flujos de Caja de las empresas colombianas que cotizan en Bolsa, el ejercicio que se va a hacer con esas medidas contables es tratar de mostrar el “*Value Relevance*” de las empresas para determinar si a través del precio, las medidas contables sirven y son relevantes o aportan información para determinar el valor de las acciones. Posteriormente revisar si los mecanismos de compensación están dirigidos, de acuerdo con lo que se hizo de gobierno corporativo, a entender que lo que se busca es fijar o utilizar indicadores que permitan alinear los objetivos de los gerentes con los accionistas, es decir, aplicar compensación.

Analizar si existe creación de valor es un parámetro importante para evaluar el desempeño del gerente y su alineación con los objetivos de los accionistas. Se presentó una contextualización sobre el concepto de “Valor” y su relación con el precio de las acciones en un mercado de valores, a su vez se caracterizaron los métodos que se utilizan para medir ese valor identificando aquellos que tienen relación con dos medidas contables: los flujos de caja operativo y las utilidades, debido a que una vez revisada la literatura se determinó que estas medidas contables tienen relación con la generación de valor a través del tiempo.

Se presentó de manera conceptual un modelo aplicado en la economía de Estados Unidos que permitió determinar la existencia de una relación positiva entre la determinación del precio de las empresas en el mercado de valores y la compensación a gerentes a partir de los flujos de caja operativo y las utilidades.

En este caso los resultados obtenidos mostraron que al aplicar el modelo se encontró que existe una relación en la forma de compensar el gerente y el valor de la empresa. Considerando principalmente dos medidas de desempeño contables, los ingresos y los flujos de caja. Las consideraciones principales para su uso fueron, por un lado porque el flujo de caja es un componente de los ingresos, la investigación se presta para analizar las variaciones de los flujos de caja de acuerdo con los valores agregados. En segundo lugar, varios estudios han establecido que los ingresos y los flujos de caja tienen implicaciones diferenciales para el valor de la empresa. Se determinaron los métodos más adecuados para realizar el estudio sobre la existencia o no de una relación entre compensación y valor de la empresa, en el siguiente capítulo se hará una aplicación del modelo descrito para el caso colombiano.

## 5. Gobierno Corporativo en Colombia

En este capítulo se presentará el inicio, desarrollo y prácticas del Gobierno Corporativo en Colombia, se requiere tener acceso a información pública de las compañías que implementaron el Gobierno Corporativo y establecer aquellas que determinaron mecanismos de compensación gerencial para evaluar si existe alguna relación entre su establecimiento y el valor de las empresas. Se tomarán como referencia aquellas compañías colombianas que son emisores de valores y por tanto cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia sin desconocer que existen otro tipo de entidades que aunque no cotizan en la Bolsa de Valores tienen implementado el sistema de Gobierno Corporativo.

### 5.1. Gobierno Corporativo

Como se mencionó en el capítulo III, el Gobierno Corporativo tiene diferentes maneras de compensar a los agentes, velando por que los objetivos de los principales se cumplan, entre estos se encuentran según Gandini Gómez & De los Ríos Gutiérrez (2009), los incentivos, instrumentos útiles para que los agentes actúen y para que decidan revelen o no información al mercado. La información es un aspecto complejo entre los agentes, utilizando el modelo principal-agente todo el poder para negociar pertenece al principal, garantizado a través de los incentivos. Al respecto afirman los autores:

Para ilustrar el comportamiento racional de los agentes se toma el caso de un individuo con capacidad de invertir (principal), pero sin conocimiento sobre el mercado bursátil, por lo cual debe contratar a otra persona para realizar la inversión. Por lo tanto, es necesario crear un sistema de incentivos, cuya condición de optimalidad se sustente en que el pago al agente dependa de alguna manera de la rentabilidad producida, a fin de

lograr que el agente produzca una mayor rentabilidad que la que produciría con una comisión que no dependa de su desempeño. (p. 90)

Tener prácticas sanas en Gobierno Corporativo es una garantía para que los inversionistas hagan inversiones estables y de largo plazo, además ayuda a las empresas a crecer, a formar alianzas estratégicas comerciales internacionales y a competir en la economía global. (Gutiérrez V, Calificación de Colombia en prácticas de gobierno corporativo, s.f). Conscientes de esta necesidad generada en el ámbito global, Colombia inició la incorporación de las prácticas de Gobierno Corporativo en la década de los 90 permitiendo el ingreso de nuevos capitales.

Con la Resolución 275 de 2001 emitida por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera, se implementa formalmente en Colombia el Gobierno Corporativo, se establecen requisitos a los emisores como la implementación de Códigos de Buen Gobierno, que deben estar permanentemente a disposición de los accionistas (Superintendencia Financiera de Colombia, 2001).

La aplicación de códigos de buen gobierno y la implementación de mecanismos internos de gobierno corporativo más explícitos, dará mayor credibilidad a los inversionistas extranjeros (Barona Zuluaga). En 2002, la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio- CONFECÁMARAS publicó el Código Marco de Buen Gobierno, utilizando un enfoque estratégico e innovador.

Según el documento, el Código de Buen Gobierno se obtuvo como resultado de un programa de difusión de *Corporate Governance*, trabajando con actores de diferentes niveles, como miembros de la academia, representantes de grupos económicos y financieros, ONG, la Bolsa de Valores de Colombia, representantes de firmas de pensiones y cesantías, de auditorías, de cámaras de comercio, entre otros. Además del Código del buen gobierno se hizo un

diagnóstico sobre cómo se encontraban las compañías en prácticas de gobierno corporativo, comparado con ocho países.

De acuerdo con Gutiérrez V (2002), la muestra nacional contó con 20 compañías de todos los sectores que fueron valoradas bajo los siguientes criterios:

- Grado de independencia de la junta directiva
- Sistema de votación
- Derechos al voto de los accionistas
- Grado de divulgación y de precisión de la información
- Políticas con respecto a adquisiciones hostiles
- Existencia y uso de buenos códigos de gobierno.

En una escala de 1 a 10 se compara a Colombia con 8 países industrializados (Reino Unido, Estados Unidos, Francia, Alemania, Bélgica, Países Bajos y Japón), su puntuación fue de 3,4. El estudio reveló que el patrimonio de las empresas colombianas está muy concentrado y los accionistas mayoritarios son muy poderosos, muchos de los miembros de las juntas no son empleados y un gran porcentaje está relacionado con los accionistas mayoritarios. En muchas ocasiones el mismo grupo de accionistas mayoritarios lo es de varias compañías, en el estudio, Colombia quedó en último lugar en el indicador sobre el grado de independencia de los miembros de la junta directiva. Es muy difícil ejercer el derecho al voto especialmente para los accionistas extranjeros, faltándoles información eficiente, precisa y oportuna.

La ausencia de conocimiento sobre gobierno corporativo por parte de los agentes del mercado; desconfianza de la comunidad internacional en el mercado causado por inestabilidades políticas y jurídicas, volatilidad de los mercados, ausencia de mecanismos efectivos que reparen los daños de los inversionistas, poca infraestructura para la supervisión, altos índice de riesgo



país y bajos índices de confianza; pocos elementos que permitan ejecutar la ley; bajos niveles de inversión extranjera y alta concentración de la propiedad, han sido algunos problemas que ha tenido que enfrentar el país para la implementación de gobierno corporativo, sin embargo, se han efectuado avances en el desarrollo de leyes que regulen el tema (Gutiérrez V, Calificación de Colombia en prácticas de gobierno corporativo, s.f). Un ejemplo del avance, es la creación del Código de mejores prácticas corporativas y de la Encuesta Código País, que se relaciona a continuación.

## **5.2.Código de mejores prácticas corporativas para Colombia y Encuesta Código País**

El Gobierno Corporativo de acuerdo con la Superintendencia Financiera de Colombia (2010), es un sistema, es decir un conjunto de normas y órganos internos, que administran a una persona jurídica. Define derechos y deberes, en él interactúan los diferentes niveles de dirección, tales como la junta directiva, los representantes legales, el revisor fiscal, los órganos de control.

En el Gobierno Corporativo debe existir equilibrio entre la gestión y el control, a través de pesos y contrapesos, asegurando un equilibrio para todos los actores involucrados, accionistas, acreedores, consumidores, grupos de interés, entre otros.

En el año 2007 la Superintendencia Financiera de Colombia a través de la Circular Externa No. 028 y con el apoyo de organizaciones como la ANDI, Asobancaria, Asofiduciarias, Asofondos, Confecámaras y Fasecolda construyó el Código de mejores prácticas corporativas para Colombia destinado a los emisores de valores del país, el código busca establecer una serie de normas obligatorias con esquemas de autorregulación y cumplimiento voluntario que permitan mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo incorporadas por las empresas. El Código sigue el principio de “cumpla o explique”, las medidas son de adopción voluntaria. Las

áreas en las que se divide el Código son las siguientes: I. Asamblea General de Accionistas, II. La Junta Directiva, III. Revelación de Información Financiera y no Financiera y IV. Solución de Controversias. El documento se elaboró con base en el Código Andino de Gobierno Corporativo de la Corporación Andina de Fomento -CAF (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007).

De la mano del Código, la Superintendencia Financiera, también implementó la encuesta de Mejores Prácticas Corporativas desde el año 2007, destinada a los emisores de valores colombianos. Su objetivo es indicar y describir de manera general, información sobre las prácticas de Gobierno Corporativo de las empresas y el nivel de adopción de las recomendaciones del Código de mejores prácticas. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007)

La estructura de la encuesta se basa en indagar a las empresas sobre la incorporación de un conjunto de 41 medidas, que deberán ser adoptadas por las empresas con el fin de mejorar sus prácticas corporativas, a su vez cada medida cuenta preguntas que indagan sobre la implementación de cada una, en total la encuesta contiene 80 preguntas. A continuación se presenta la estructura de la encuesta discriminada por áreas, medidas y preguntas en la Tabla 2.

Tabla 2 *Estructura Encuesta Código País*

Áreas	Medidas	Preguntas
Asamblea General de Accionistas	1 a 8 y 11	1 a la 13 y 18 a la 20
Derecho y Trato Equitativo de Accionistas	9 a 10	14 a la 17
Junta Directiva	12 a 26	21 a la 57
Revelación de información financiera y no financiera	27 a 39	58 a la 76
Resolución de Controversias	40 a 41	77 a la 80

En la totalidad de las preguntas el emisor debe responder con “Sí” o “No”, lo que implica la adopción o no de la medida. El emisor debe explicar la forma en que adoptó la medida y los mecanismos que dan evidencia de esa adopción. Algunas preguntas contienen la opción de “No Aplica”.

En vista de que son varias preguntas relacionadas con una sola medida, se entiende que esta ha sido completamente implementada cuando se respondieron afirmativamente la totalidad de las preguntas. Parcialmente implementada cuando no se responden todas afirmativamente y no implementada cuando las respuestas son negativas. Debido a que la adopción del Código es voluntaria, las empresas tienen la potestad de determinar aquellas medidas que implementa y aquellas que no.

Dado que la encuesta de mejores prácticas corporativas es el instrumento metodológico diseñado por el Gobierno Nacional a través de la Superintendencia Financiera para capturar información sobre la forma en que avanza la implementación del Gobierno Corporativo en los emisores de valores, se consideraron los resultados obtenidos de la encuesta para el año 2014 como la base para caracterizar las empresas objeto de estudio del presente capítulo.

### **5.2.1. Caracterización de las Empresas**

Conscientes de la necesidad y oportunidad de ampliar sus inversiones empresas colombianas han optado por implementar prácticas de Gobierno Corporativo. En la Tabla 3 se muestra la evolución del número de empresas que acogieron el Gobierno Corporativo en Colombia durante el periodo comprendido entre el 2001 y el 2009. En 2009 existían 124 empresas nacionales que adoptaron gobierno corporativo.

*Tabla 3 Penetración de la adopción de gobierno corporativo en Colombia*

Año	No. de Empresas	%
2001	12	10%
2002	45	36%
2003	9	7%
2004	10	8%
2005	3	2%
2006	10	8%
2007	8	6%
2008	10	8%
2009	4	3%
No informa	13	10%
Total	124	100%

Nota. Recuperado de Gaitán Riaño, 2009. Gobierno corporativo en Colombia. Tendencias actuales.  
file:///C:/Users/Pato/Downloads/207-708-1-PB%20(1).pdf

Para caracterizar las empresas y analizar lo relacionado con mecanismos de compensación, se revisó la información arrojada por la Encuesta Código País para el año 2014. De acuerdo con los resultados, existen 139 empresas que han implementado prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia.

De las 139 empresas se tomó como base 69 empresas colombianas emisoras de valores que cotizan en bolsa, con un enfoque en aquellas que han definido buenas prácticas para la determinación de mecanismos de compensación que les permita remunerar a sus gerentes. Con la muestra resultante se procedió a revisar y caracterizar la información reportada por la empresa en sus códigos de gobierno corporativo y de buen gobierno, en su informe de gestión 2014 y en sus estados financieros consolidados, revisando si existe información suficiente que permita establecer una relación entre el valor de las empresas y los mecanismos de compensación gerencial en Colombia, a partir de la aplicación del modelo de Banker, que analiza la asociación entre las utilidades y los flujos de caja enmarcado en el desempeño de los gerentes y verificar su importancia para la creación de valor de las empresas, de acuerdo con lo expuesto en el capítulo IV.

La Tabla 4 muestra las empresas que actualmente cotizan, el año en que se inscribieron, el sector, la ciudad y el capital bursátil. A su vez cuáles implementaron prácticas de gobierno corporativo de acuerdo con en la Encuesta Código País del 2014.

Tabla 4 *Empresas colombianas que cotizan en la BVC*

No.	NOMBRE	AÑO DE INSCRIPCIÓN	SECTOR	CIUDAD	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	GOBIERNO CORPORATIVO
1	ACERIAS PAZ DEL RIO S.A.	1981	Industrial	Bogotá	\$ 223.835.827.455,00	SI
2	AGROGUACHAL S.A.	1986	Industrial	Palmira	\$ 25.857.000.000,00	SI
3	ALIMENTOS DERIVADOS DE LA CANA S.A.	1996	Industrial	Cali	\$ 34.413.337.118,21	SI
4	ALMACENES EXITO S.A.	1994	Comercial	Envigado	\$ 6.937.866.914.680,29	SI
5	ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COLOMBIA	1981	Financiero	Bogotá	\$ 4.599.747.773.649,00	SI
6	BANCO COMERCIAL AV VILLAS S.A.	1994	Financiero	Bogotá	\$ 2.128.531.481.150,13	SI
7	BANCO DAVIVIENDA S.A.	1985	Financiero	Bogotá	\$ 2.443.056.511.500,00	SI
8	BANCO DE BOGOTA S.A.	1981	Financiero	Bogotá	\$ 18.889.617.279.149,60	SI
9	BANCO DE OCCIDENTE S.A.	1981	Financiero	Cali	\$ 5.534.440.024.500,00	SI
10	BANCOLOMBIA S.A.	1981	Financiero	Medellín	\$ 24.060.773.815.680,00	SI
11	BANCO POPULAR S.A.	1988	Financiero	Bogotá	\$ 3.700.431.394.937,00	SI
12	BIOMAX BIOCOMBUSTIBLES S.A.	2009	Industrial	Bogotá	\$ 421.050.694.168,67	SI
13	BMC BOLSA MERCANTIL DE COLOMBIA S.A.	2007	Financiero	Bogotá	\$ 49.786.387.043,77	SI
14	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	2007	Financiero	Bogotá	\$ 296.795.755.151,93	SI
15	CARACOL TELEVISION S.A.	1997	Industrial	Bogotá	\$ 554.412.684.166,85	SI
16	CARTON DE COLOMBIA S.A.	1981	Industrial	Cali	\$ 484.722.225.000,00	SI
17	CARVAJAL EMPAQUES S.A.	2012	Industrial	Cali	\$ 62.788.425.600,00	SI
18	CASTILLA AGRICOLA S.A.	1981	Industrial	Cali	\$ 218.300.464.219,50	SI
19	CELSIA S.A. E.S.P. ANTES COLINVERS	2001	Industrial	Medellín	\$ 2.791.987.860.000,00	SI
20	CEMENTOS ARGOS S.A.	1981	Industrial	Medellín	\$ 13.466.490.427.400,00	SI
21	CEMEX LATAM HOLDINGS S.A.	2012	Industrial	Bogotá	\$ 7.141.072.970.040,00	SI
22	CLINICA DE MARLY S.A.	1982	Servicios	Bogotá	\$ 56.941.456.300,00	SI
23	COLOMBINA S.A.	1987	Industrial	Cali	\$ 298.208.650.904,94	SI
24	COLTIEBER S.A.	1981	Industrial	Itaguí	\$ 147.000.000.000,00	SI
25	COMPANIA AGRICOLA SAN FELIPE S.A.	1986	Industrial	Palmira	\$ 31.748.400.000,00	SI
26	COMPANIA DE ELECTRICIDAD DE TULUA S.A. E.S.P.	1994	Industrial	Tulua	\$ 101.159.713.859,36	SI
27	COMPANIA DE EMPAQUES S.A.	1981	Industrial	Itaguí	\$ 135.918.552.000,00	SI
28	CONSTRUCCIONES CIVILES S.A.	1982	Industrial	Cali	\$ 16.442.880.000,00	SI
29	CONSTRUCCIONES EL CONDOR S.A.	2012	Industrial	Medellín	\$ 689.238.984.000,00	SI
30	CONSTRUCTORA CONCRETOS S.A.	1983	Industrial	Medellín	\$ 1.029.903.484.385,00	SI
31	COOMEVA ENTIDAD PROMOTORA DE SALUD S.A.	1995	Industrial	Cali	\$ 36.852.028.001,12	SI
32	CORPORACION DE FERIAS Y EXPOSICIONES S.A.	1990	Servicios	Bogotá	\$ 167.391.943.000,00	SI
33	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA CORFICOLOMBIANA	1983	Financiero	Bogotá	\$ 8.108.483.109.620,00	SI
34	ECOPETROL S.A.	2003	Industrial	Bogotá	\$ 58.591.289.933.250,00	SI
35	EDATEL S.A. E.S.P.	1997	Servicios	Medellín	\$ 312.723.353.258,80	SI
36	EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	2008	Público	Bogotá	\$ 16.112.965.744.441,10	SI
37	EMPRESA DE ENERGIA DEL PACIFICO S.A. E.S.P.	1999	Servicios	Cali	\$ 2.641.136.296.499,76	SI
38	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. E.S.P.	2003	Público	Bogotá	\$ 2.055.770.425.548,00	SI
39	ENKA DE COLOMBIA S.A.	1996	Industrial	Medellín	\$ 133.043.083.267,90	SI
40	FABRICATO S.A.	1981	Industrial	Bello	\$ 146.309.389.601,75	SI
41	FOGANSÁ S.A.	2008	Industrial	Medellín	\$ 122.817.746.695,37	SI
42	FONDO GANADERO DEL TOLIMA S.A.	1983	Industrial	Ibagué	\$ 15.029.497.515,40	SI
43	GAS NATURAL DEL ORIENTE S.A. E.S.P.	1995	Público	Bucaramanga	\$ 52.516.268.681,80	SI
44	GAS NATURAL S.A. E.S.P.	1996	Público	Bogotá	\$ 4.430.110.560.000,00	SI
45	GRUPO ARGOS S.A.	1981	Inversiones	Medellín	\$ 13.975.022.272.060,00	SI
46	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	1998	Inversiones	Bogotá	\$ 25.769.520.923.565,00	SI
47	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	1981	Inversiones	Medellín	\$ 20.544.021.693.080,00	SI
48	GRUPO NUTRESA S.A.	1981	Inversiones	Medellín	\$ 9.616.580.272.200,00	SI
49	GRUPO ORBIS S.A.	1982	Industrial	Medellín	\$ 705.746.134.371,60	SI
50	INDUSTRIAS ESTRA S.A.	1981	Industrial	Medellín	\$ 17.445.462.160,00	SI
51	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	1999	Industrial	Medellín	\$ 7.753.745.262.857,72	SI
52	INVERSIONES EQUIPOS Y SERVICIOS S.A.	1984	Servicios	Palmira	\$ 52.275.036.047,55	SI
53	INVERSIONES VENECIA S.A.	1985	Industrial	Palmira	\$ 37.882.500.000,00	SI
54	ISAGEN S.A. E.S.P.	2007	Público	Medellín	\$ 8.614.387.520.000,00	SI
55	MANUFACTURAS DE CEMENTO S.A.	1981	Industrial	Bogotá	\$ 55.938.480.000,00	SI
56	MAYAGUEZ S.A.	1981	Industrial	Cali	\$ 398.030.845.521,60	SI
57	MINEROS S.A.	1982	Industrial	Medellín	\$ 510.290.433.900,00	SI
58	ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	2005	Servicios	Bogotá	\$ 1.803.598.096.867,78	SI
59	ORGANIZACION TERPEL S.A.	2014	Industrial	Bogotá	\$ 2.485.515.718.500,00	SI
60	PRODUCTOS FAMILIA S.A.	1982	Industrial	Medellín	\$ 1.275.857.522.982,24	SI
61	PROMIGAS S.A. E.S.P.	1983	Industrial	Barranquilla	\$ 5.495.102.814.734,55	SI
62	R.C.N. TELEVISION S.A.	1997	Industrial	Bogotá	\$ 550.369.135.919,40	SI
63	RIOPAILA AGRICOLA S.A.	1981	Industrial	Cali	\$ 126.047.841.785,18	SI
64	RIOPAILA CASTILLA S.A.	2006	Industrial	Cali	\$ 416.455.983.686,12	SI
65	SOCIEDADES BOLIVAR S.A.	1996	Servicios	Bogotá	\$ 4.656.551.695.000,00	SI
66	TABLEMAC S.A.	1989	Industrial	Medellín	\$ 220.118.768.044,50	SI
67	VALOREM S.A.	1997	Inversiones	Bogotá	\$ 1.225.682.332.600,00	SI
68	VALORES INDUSTRIALES S.A.	1997	Servicios	Bogotá	\$ 343.913.838.451,90	SI
69	VALORES SIMESA S.A.	2001	Inversiones	Medellín	\$ 55.868.293.950,00	SI

Construcción propia. Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Recuperado de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores> y Encuesta Código País. Recuperado de: <http://bi.superfinanciera.gov.co/consultacp/ListaPreguntas.jsp>

De las empresas que cotizan en bolsa, una es del sector comercial, 10 del sector financiero, 39 del sector industrial, 6 de inversiones, 5 públicas y 8 de servicios. La que tiene el capital bursátil más grande es ECOPETROL S.A. con 58.591.289.933.250 y la más pequeña es el FONDO GANADERO DEL TOLIMA S.A. con 15.029.497.515,4. La encuesta Código País para el año 2014 se aplicó a 139 empresas, para este estudio se extrajo la información únicamente de las colombianas que cotizan en bolsa y que presentaron la encuesta, dando un total de 69 empresas. Luego de identificarlas, se procedió a ubicar las medidas que tienen relación con el establecimiento de sistemas de compensación.

Inicialmente, se buscó en las medidas aquellas que respondieran a factores críticos en la estrategia de compensación como alineación, apalancamiento, retención y costo del accionista. Sin embargo, no se encontró nada explícito sobre estos temas. Por tanto, se procedió a revisar las medidas que tienen relación con las buenas prácticas de Gobierno Corporativo contempladas en el documento principios de la OCDE y en particular con sistemas de compensación. Obteniendo los resultados expuestos en la Tabla 5

*Tabla 5 Relación Buenas Prácticas con Encuesta Código País*

Buena Práctica	Medida	Pregunta
Establecimiento de políticas retributivas a miembros del consejo y directivos y conformación de un	Medida 24	44, 45, 46 y 47
Comité Especial encargado de determinar política retributiva		
Divulgación de política retributiva de miembros del consejo y directivos	Medida 32, 33 y 35	68, 69, 71
Supervisión adecuada al cumplimiento de la política retributiva	Medida 25	49, 50, 51, 52 , y 53

Se presentan las medidas que responden a las buenas prácticas de la OCDE respecto a sistemas de compensación. La medida 24 recomienda la creación de un Comité de

Nombramientos y retribuciones que tendrá entre otras funciones y sin limitarse a ellas, apoyar a la Junta Directiva en los siguientes temas:

- (i) Revisar el desempeño de la alta gerencia, entendiendo por ella al Presidente y a los funcionarios del grado inmediatamente inferior
- (ii) Proponer una política de remuneraciones y salarios para los empleados del emisor
- (iii) Proponer el nombramiento y remoción del Presidente de la compañía o quien haga sus veces, así como su remuneración.
- (iv) Proponer los criterios objetivos por los cuales el emisor contrata a sus principales ejecutivos.
- (v) Las demás acordes con la naturaleza del objetivo del comité, incluyendo la alta gerencia. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007, p. 9)

La medida 25 también tiene un punto que podría tocar el tema de compensación gerencial. Esta recomienda la creación de un comité de Gobierno Corporativo que entre sus funciones tendrá que “Supervisar el cumplimiento de la política de remuneración de administradores” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007, p. 9). EL mismo documento también establece:

Medida No. 32. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado las políticas generales aplicables a la remuneración y a cualquier beneficio económico que se conceda a los miembros de la Junta Directiva, el Representante Legal, el Revisor Fiscal, los Asesores Externos y las Auditorías Especializadas.

Medida No. 33. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado, los contratos entre sus directores, administradores, principales ejecutivos y representantes legales, incluyendo sus parientes, socios y demás relacionados. (...)

Medida No. 35. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado los criterios aplicables a las negociaciones que sus directores, administradores y funcionarios realicen con las acciones y los demás valores emitidos por ellas, como por ejemplo el derecho de preferencia. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007, p. 12)

De las 80 preguntas que constituyen la Encuesta Código País, hay 12 que indagan sobre las medidas que se ligan al establecimiento de sistemas de compensación, con una participación del 15%. Las medidas 32,33 y 35 contemplan 3 preguntas concernientes a revelación de información respecto a políticas de remuneración específicamente 28 empresas divulgan información concerniente a la remuneración al representante legal.

Del grupo de medidas seleccionadas, se identificaron las preguntas que más relación tienen con establecimiento de comités de compensación y su labor como determinantes de la fijación de los salarios a gerentes estas son las preguntas 45, 46 y la 53, con base en estas 3 preguntas se realizó una revisión de las empresas que respondieron afirmativamente y se procedió a conocer en detalle sus políticas de incentivos a los directivos. Se tomó como muestra las empresas que en las tres preguntas respondieron “sí”, quedando las 18 empresas emisoras de valores que aparecen en la Tabla 6.



Tabla 6 *Emisores*

EMISOR
ALMACENES EXITO S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COLOMBIA
BANCO DA VIVIENDA S.A. BANCOLOMBIA S.A.
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.
CELSIA S.A. E.S.P. ANTES COLINVERS CEMENTOS ARGOS S.A.
COMPANIA DE ELECTRICIDAD DE TULUA S.A. E.S.P.
CONSTRUCCIONES EL CONDOR S.A.
CONSTRUCTORA CONCRETO S.A.
EDATEL S.A. E.S.P.
EMPRESA DE ENERGIA DEL PACIFICO S.A. E.S.P.
GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.
GRUPO NUTRESA S.A.
INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.
ISAGEN S.A. E.S.P.
ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.
SOCIEDADES BOLIVAR S.A.

Con esta muestra se hace una revisión de los Códigos de Buen Gobierno, los Informes de Gestión y los Estados Financieros para el año 2014, con el fin verificar si tienen políticas específicas sobre compensación gerencial y si son reveladas a terceros. Se trata de identificar los aspectos relevantes para determinar las formas y los montos de compensar a los gerentes de las compañías, así como establecer aquellos incentivos que buscan fortalecer la obtención de resultados a corto plazo y aquellos que se enfocan a la obtención de resultados a largo plazo, además establecer si existen beneficios adicionales. La Tabla 7 da cuenta de los resultados obtenidos.

Tabla 7 Caracterización empresas

EMISOR	Sector	Capital Bursátil	Define Política de Compensación				Remuneración				Habla sobre Generación de Valor		Revelación de la información	
			Junta Directiva	Asamblea de Accionistas	Fijo	Variable	Acciones	Otros	Cuál	Si	No	Si	No	
ALMACENES EXITO S.A.	Comercial	\$ 6.937.866.914.680,29	1	0	5	5	5	5			0	1	0	1
BANCO DAVIVIENDA S.A.	Financiero	\$ 2.443.056.511.500,00	0	1	5	5	5	1	Honorarios y comisiones		1	0		1
BANCOLOMBIA S.A.	Financiero	\$ 24.060.773.815.680,00	0	1	1	1	0	1	Participación en el Fondo Institucional de Pensión Voluntaria SVA, Costos no retributivos como gastos de viaje, alojamiento, transportes, tecnología y unos gastos que tienen que ver con capacitaciones, actualizaciones, contratación de asesores externos		1	0	0	1
BBVA COLOMBIA	Financiero	\$ 4.599.747.773.649,00	1	0	1	5	5	1	Auxilios, honorarios, viáticos, gastos de representación, bonificaciones, prestaciones en dinero y especie		1	0	0	1
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	Financiero	\$ 296.795.755.151,93	1	0	5	5	0	5			0	1	0	1
CELSIA S.A. E.S.P.	Industrial	\$ 2.791.987.860.000,00	1	0	1	1	0	1	Beneficios extralegales		0	1	0	1
CEMENTOS ARGOS S.A.	Industrial	\$ 13.466.490.427.400,00	1	0	1	0	1	0			0	1	0	1
COMPANIA DE ELECTRICIDAD TULUA S.A. E.S.P.	Industrial	\$ 101.159.713.859,36	1	0	5	5	5	5			0	1	0	1
CONSTRUCCIONES EL CONDOR S.A.	Industrial	\$ 689.238.984.000,00	0	1	1	1	0	0			0	1	0	1
CONSTRUCTORA CONCRETO S.A.	Industrial	\$ 1.029.903.484.385,00	5	5	5	5	5	5			5	5	0	1
EDATEL S.A. E.S.P.	Servicios	\$ 312.723.353.258,80	1	0	1	1	0	1	Bono, beneficios		1	0	0	1
EMPRESA DE ENERGIA DEL PACIFICO S.A. E.S.P.	Servicios	\$ 2.641.136.296.499,76	1	0	5	5	5	5			5	5	0	1
GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	Inversiones	\$ 20.544.021.693.080,00	1	0	5	5	5	1	Viáticos, gastos de representación, bonificaciones, transportes y otras remuneraciones		5	5	0	1
GRUPO NUTRESA S.A.	Inversiones	\$ 9.616.580.272.200,00	1	0	1	5	5	5			5	5	0	1
INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	Industrial	\$ 7.753.745.262.857,72	1	0	1	1	0	1	Beneficios, bonificaciones y auxilios		5	5	0	1
ISAGEN S.A. E.S.P.	Público	\$ 8.614.387.520.000,00	1	0	1	1	0	1	Beneficios, bonificaciones y auxilios, variable a corto y largo plazo		1	0	0	1
ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	Servicios	\$ 1.803.598.096.867,78	1	0	1	5	1	5			5	5	0	1
SOCIEDADES BOLIVAR S.A.	Servicios	\$ 4.656.551.695.000,00	1	0	5	5	1	5			5	5	0	1

Nota. Convenciones Si: 1, No: 0, No registra: 5.

De la caracterización de las 18 empresas seleccionadas se pueden determinar las siguientes observaciones:

1. De las 18 empresas que tienen implementados mecanismos de compensación 6 se ubican en el sector industrial, 4 en el sector financiero, 4 en el sector servicios, 2 en el sector inversiones, 1 en el sector comercial y 1 en el sector público, la representatividad en capital bursátil se puede ver en la Tabla 8

Tabla 8 *Representatividad de Capital Bursátil*

Sector	Capital Bursátil	%	No. Empresas
Financiero	31.400.373.855.981	28%	4
Inversiones	30.160.601.965.280	27%	2
Industrial	25.832.525.732.502	23%	6
Servicios	9.414.009.441.626	8%	4
Público	8.614.387.520.000	8%	1
Comercial	6.937.866.914.680	6%	1
Total general	112.359.765.430.070	100%	18

El mayor capital bursátil está representado en un 28% por el sector financiero, seguido por el sector de inversiones con el 27% y el sector industrial con un 23%.

2. Las políticas de compensación a gerentes es determinada en 14 de las empresas por la junta directiva, en 3 de ellas son determinadas por la asamblea de accionistas y en una no informa el órgano encargado de definir las políticas de compensación. Es decir en un 78% las políticas de compensación son definidas por la junta directiva apoyados por los comités de compensación.
3. Respecto a los tipos de remuneración se encuentra:
  - a. La remuneración más representativa es la fija, el 56% de las empresas informa tenerla establecida, el 44% restante no reporta.
  - b. La remuneración variable es establecida por el 33% de las empresas, el 61% no reporta y sólo el 6% manifiesta que no la establece.
  - c. El 39% de las empresas manifiesta que no efectúa remuneración en acciones, el 44% no reporta y sólo el 17% establece este tipo de remuneración.

Finalmente, la remuneración en otros incentivos tales como: honorarios, comisiones, capacitaciones, gastos de representación, bonificaciones, beneficios extralegales, auxilios, es usada por un 39% de las empresas que contemplan mecanismos de compensación. No la reporta un 50% y no la establece un 11% de las empresas. Vale la pena destacar que es

la segunda más representativa después de la remuneración fija. La Tabla 9 desglosa la información por tipo de remuneración y cantidad de empresas y porcentaje de representatividad.

Tabla 9 *Tipo de Remuneración*

Tipo de remuneración	NR		Si		No		Total	
	Cantidad	Porcentaje	Cantidad	Porcentaje	Cantidad	Porcentaje	Cantidad	Porcentaje
Fijo	8	44%	10	56%	0	0%	18	100%
Variable	11	61%	6	33%	1	6%	18	100%
Acciones	8	44%	3	17%	7	39%	18	100%
Otros	9	50%	7	39%	2	11%	18	100%

4. Respecto al vínculo entre la remuneración al gerente y la generación de valor sólo 5 empresas que representan el 28% hablan sobre incentivo para remunerar al gerente por la generación de valor a largo plazo. De las 5 empresas 3 de ellas corresponden al sector financiero, 1 es pública y 1 es del sector servicios. La Tabla 10 hace la relación.

Tabla 10 *Generación de Valor*

Generación de V:	No. Empresas	%
Si	5	28%
No	6	33%
No Reporta	7	39%
Total	18	100%

Las empresas que dentro de su política de remuneración contemplan la generación de valor son las siguientes se muestran en la Tabla 11.

Tabla 11 *Empresas con generación de valor*

Emisor	sector
BANCO DAVIVIENDA S.A.	Financiero
BANCOLOMBIA S.A.	Financiero
BBVA COLOMBIA	Financiero
EDATEL S.A. E.S.P.	Servicios
ISAGEN S.A. E.S.P.	Público

5. Además y como un aspecto relevante en los informes de gestión y estados financieros de las entidades, a pesar de mencionar que se efectúan los procesos remuneraciones a directivos el 100% de las empresas de la muestra, no revelan información sobre los montos asignados a sus gerentes como compensación al trabajo y a la generación de valor.

En ninguna de las empresas analizadas aparecen cifras en concreto sobre compensación o incentivos. En los Estados Financieros hacen mención general de pagos de honorarios y comisiones, pero no hay ninguna explicación concreta sobre remuneraciones y compensaciones a Directivos, por lo general cuando hay información, los valores no se encuentran desagregados y específicamente el del Presidente no se puede determinar.

Los Informes Financieros que incluyen las notas mencionan en general la remuneración a directivos de manera global explicando el valor de los salarios y otros pagos laborales, pero no existen datos pormenorizados sobre la remuneración establecida a gerentes. Se encuentra revelación sobre la remuneración a la junta directiva, no obstante tampoco se encuentra detalle y no corresponde al objeto de estudio de este trabajo.

Es evidente que con el correr de los años el Gobierno Corporativo en Colombia ha ido permeando a las empresas y se está viendo mayor compromiso por parte del Gobierno Nacional en su aplicación.

En general las empresas tienen remuneración para los miembros de las Juntas directivas que van desde los 4 salarios mínimos mensuales legales vigentes hasta los casi 5,5 millones por sesión. La mayoría tiene reglamentado que la remuneración del Presidente de la compañía es definida por las Juntas Directivas apoyadas por los comités de compensación y en algunos casos por la asamblea de Accionistas.

Todas tienen comités de compensación que las ayudan definir políticas en materia de remuneraciones y compensaciones no solo para los gerentes, sino para los demás empleados, teniendo en cuenta una serie de requisitos y criterios que son muy similares en cada una de ellas. Estos comités también diseñan las políticas de evaluación del desempeño de los gerentes y presidentes de las compañías.

Las empresas han avanzado en la implementación de Gobierno Corporativo y en la implementación de políticas de compensación gerencial, sin embargo todavía falta mucho para llegar a un nivel más avanzado, pues de las 69 empresas colombianas que cotizan en bolsa, únicamente en 18 han aplicado cambios que conducen al desarrollo de compensaciones gerenciales.

Algunas de las empresas indican que tienen rentas fijas y variables como forma de remuneración, también, dan la opción de adquirir un porcentaje muy pequeño de las acciones de la compañía, otras por el contrario son tajantes en definir que no se entregarán ningún tipo de acción como forma de compensación. En aquellas en las que hay remuneración variable, es una característica que se tenga en cuenta la creación de valor para la compañía y las condiciones del mercado

Vale la pena mencionar que ha habido avances sobre la implementación de medidas de Gobierno corporativo, pero mucha de esta información principalmente la de carácter financiero

no es revelada al mercado. Lo que dificulta la identificación de los tipos de medidas de compensación y más aún los valores pagados como efectos de la remuneración al gerente.

Luego de hacer la caracterización de las empresas colombianas que cotizan en bolsa y de verificar que si bien tienen avances en compensación gerencial, no entregan la información suficiente para evaluar si los valores efectivamente pagados a los gerentes a través de las diferentes formas de remuneración permiten alinear los objetivos de este a una mayor generación de valor. Como se puede ver en la tabulación de la información de los códigos, estados financieros e informes de gestión, las empresas analizadas no presentan información concreta sobre la manera de efectuar la compensación gerencial a sus directores. Si bien algunas informan que tienen remuneraciones variables, bonificaciones o auxilios ninguna explica cómo lo hacen, ni cuáles son los parámetros utilizados, porcentajes asignados o metas que deben lograr por lo cual no hay posibilidades de establecer definiciones sobre el tema.

En Colombia a pesar de existir el Código de Buenas Prácticas el hecho de que la aplicación del mismo sea de manera voluntaria, y que efectivamente no se cumpla lo mencionado en los códigos de buen gobierno de las empresas respecto a la información, limita fuertemente el acceso a información base para probar la existencia o no de una relación entre los mecanismos de compensación a los gerentes y el valor de las empresas colombianas medidos a través de las variables financieras de flujos de caja y utilidades residuales.

Así las cosas no es posible correr el modelo de Banker como se expuso en el capítulo IV, para establecer si en Colombia efectivamente la gestión realizada por el gerente logra el objetivo de creación de valor para la compañía. No ha sido posible recopilar las variables financieras que permiten evaluar la generación de valor de las compañías y medir el desempeño de los gerentes respecto a la creación de valor. Las empresas colombianas no entregan información sobre los

planes de compensación gerencial lo que impide establecer la relación entre compensación, generación de valor y reducción de problemas y costos de agencia, tal y como fue planteada por Banker. Sin embargo en el capítulo VI se hará una revisión de los datos que se pudieron obtener y se compararan las variables con empresas que no tienen establecidos los mecanismos de compensación tal y como los analizamos en este capítulo, para verificar si es posible hacer una aproximación a la medición del valor de la compañía vinculado a la existencia o no de comités de compensación gerencial.



## **6. Relación valor de las empresas y existencia de sistemas de compensación**

Determinar la existencia de una relación entre los sistemas de compensación a los gerentes y el valor de las empresas, a partir de la aplicación del Modelo contemplado en el documento “Incentive Contracting and Value Relevance of Earnings and Cash Flows” (Banker, Huang, & Natarajan, 2009), no fue posible en Colombia. Debido a limitaciones en la información que es revelada al público por los emisores. Adicionalmente, la Encuesta Código País, en la que se basó este documento como parámetro para verificar cuáles empresas tienen mecanismos de compensación, no captura detalles cuantitativos de la aplicación de dichos sistemas. Las empresas indican que reportan la información, no obstante, se limitan a presentar remuneraciones a juntas directivas, más no a gerentes y la revelación de esta es de carácter privado. Por lo tanto no se pudo obtener ningún tipo de información específica sobre compensación a gerentes, lo que impidió la aplicación del modelo.

Sin embargo, a continuación se presentará si existe alguna relación entre el valor de las empresas que argumentan tener implementados sistemas de compensación dentro de sus prácticas en Gobierno Corporativo y aquellas que no.

### **6.1. Relación Valor y Sistemas de Compensación**

En el capítulo anterior se precisó cuáles eran las empresas colombianas que cotizan en bolsa y que tienen sistemas de compensación. Sin embargo, en vista de que la información recopilada no permitió la aplicación del modelo de Banker, tal y como fue establecido. Se definió que lo más adecuado era tomar de la Encuesta Código País las empresas colombianas que cotizan en bolsa y que respondieron negativamente a cualquiera de las tres preguntas delimitadas en el capítulo anterior, es decir, las preguntas 45, 46 y 53, que fueron seleccionadas

conforme a lo establecido en el capítulo V para determinar la existencia de sistemas de compensación.

Luego de seleccionarlas se hará una caracterización sobre ellas y se compararán con las 18 empresas iniciales. Se correrá un modelo que tiene como variable dependiente el precio promedio por acción, como variable independiente el flujo de caja por acción y la utilidad neta por acción y como variable de control el valor en libros por acción, también se crea una variable Dummy relacionada con las que tienen sistemas de compensación y las que no. Finalmente y con base en la aplicación del modelo se revisa si existe alguna relación entre la implementación de sistemas de compensación y la creación de valor en las empresas estudiadas.

#### **6.1.1. Caracterización de las empresas**

Para caracterizar las empresas y analizar lo relacionado con mecanismos de compensación, se revisó la información arrojada por la Encuesta Código País para el año 2014. De acuerdo con los resultados, existen 139 empresas que han implementado prácticas de Gobierno Corporativo en Colombia. Para este estudio se extrajo la información únicamente de las colombianas que cotizan en bolsa y que presentaron la encuesta, dando un total de 69 empresas. Luego de identificarlas, se procedió a ubicar las medidas que tienen relación con el establecimiento de sistemas de compensación.

Cómo se explicó en el capítulo anterior, del grupo de medidas seleccionadas, se identificó que las preguntas 45, 46 y la 53 son las que más relación tienen con el establecimiento de sistemas de compensación y su labor como determinantes de la fijación de los salarios a gerentes. Con base en estas 3 preguntas se realizó una revisión de las empresas que respondieron negativamente, sin embargo no se encontraron empresas que cumplieran con esta característica.

Por tanto, se tomó la decisión de caracterizar aquellas empresas que en al menos en una de las 3 preguntas enunciadas contestaron negativa, ubicando 8 empresas a las que posteriormente se procedió a identificar aspectos contemplados por ellas en relación a sistemas de compensación. Se tomó como muestra las empresas que en alguna de las tres preguntas respondieron “no”, quedando las 8 empresas emisoras de valores que aparecen en la Tabla 12.

Tabla 12 *Emisores*

EMISOR
ECOPETROL S.A.
EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.
FABRICATO S.A.
GRUPO ARGOS S.A.
MANUFACTURAS DE CEMENTO S.A.
ORGANIZACION TERPEL S.A.
PROMIGAS S.A. E.S.P.
RIOPAILA CASTILLA S.A.

Con esta muestra se hace una revisión de los Códigos de Buen Gobierno, los Informes de Gestión y los Estados Financieros para el año 2014, con el fin revisar si a pesar de informar que no tienen sistemas de compensación gerencial, tienen políticas específicas sobre el tema y si las mismas son reveladas. Se trata de identificar aspectos relevantes sobre formas y montos de compensar a los gerentes y establecer aquellos incentivos que buscan fortalecer la obtención de resultados a corto plazo y largo plazo, así como la existencia de beneficios adicionales. La Tabla 13 da cuenta de los resultados obtenidos.

Tabla 13 Caracterización Empresas

EMISOR	Sector	Capital Bursátil	Define Política de Compensación		Remuneración				Habla sobre Generación de Valor		Revelación de la información		
			Junta Directiva	Asamblea de Accionistas	Fijo	Variable	Acciones	Otros	Cuál	Si	No	Si	No
ECOPETROL S.A.	Industrial	\$ 58.591.289.933.250,00	1	0	1	1	0	1	Beneficios	1	0	0	1
EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTÁ S.A. E.S.P.	Público	\$ 16.112.965.744.441,10	1	0	1	1	0	0		1	0	0	1
FABRICATO S.A.	Industrial	\$ 146.309.389.601,75	1	0	5	5	5	5		0	1	0	1
GRUPO ARGOS S.A.	Inversiones	\$ 13.975.022.272.060,00	1	0	1	1	1	0		1	0	0	1
MANUFACTURAS DE CEMENTO S.A.	Industrial	\$ 55.938.480.000,00	5	5	5	5	5	5		5	5	0	1
ORGANIZACIÓN TERPEL S.A.	Industrial	\$ 2.485.515.718.500,00	1	0	5	5	5	5		1	0	0	1
PROMIGAS S.A. E.S.P.	Industrial	\$ 5.495.102.814.734,55	1	0	5	5	5	5		1	0	0	1
RIOPAILA CASTILLA S.A.	Industrial	\$ 416.455.983.686,12	1	0	1	1	0	0		1	0	0	1

Nota. Convenciones Si: 1, No: 0, No registra 5

De la caracterización de las 8 empresas seleccionadas se pueden determinar las siguientes observaciones:

1. De las 8 empresas que no tienen implementados mecanismos de compensación 6 se ubican en el sector industrial, 1 en el sector inversiones y 1 en el sector público, la representatividad en capital bursátil se puede ver en la Tabla 14:

Tabla 14 Representatividad Capital Bursátil

Sector	Capital Bursátil	%	No. Empresas
Industrial	\$ 67.190.612.319.772,40	69%	6
Público	\$ 16.112.965.744.441,10	17%	1
Inversiones	\$ 13.975.022.272.060,00	14%	1
Total	\$ 97.278.600.336.273,50	100%	8

El mayor capital bursátil está en el sector industrial con un 69%, seguido por el sector de público con el 17% y el sector inversiones con un 14%.

2. La compensación a gerentes es determinada por la Junta directiva en 7 de las ocho y la restante no reporta información. Es decir en un 88% las políticas de compensación son definidas por la junta directiva.
3. Respecto a los tipos de remuneración:
  - a. En 4 de las 8 empresas no se registra información
  - b. En las 4 restantes el 100% de las empresas que registran información tienen establecidos parámetros de remuneración fija y parámetros de remuneración variable.
  - c. Una empresa manifiesta efectuar remuneración por acciones a sus gerentes la cual representa el 12%, el 38% informa que no efectúan remuneración por medio de acciones, y el restante 50% no informan al respecto. En una de las empresas que registra información se manifiesta la existencia de otro tipo de remuneraciones, que se da en forma de beneficios, es decir en un 13% del total de empresas de la muestra

La Tabla 15 desglosa la información por tipo de remuneración y cantidad de empresas y porcentaje de representatividad.

Tabla 15 *Tipo de remuneración*

Tipo de remuneración	NR		Si		No		Total	
	Cantidad	Porcentaje	Cantidad	Porcentaje	Cantidad	Porcentaje	Cantidad	Porcentaje
Fijo	4	50%	4	50%	0	0%	8	100%
Variable	4	50%	4	50%	0	0%	8	100%
Acciones	4	50%	1	13%	3	38%	8	100%
Otros	4	50%	1	13%	3	38%	8	100%

4. Respecto al vínculo entre la remuneración al gerente y la generación de valor 6 empresas que representan el 75% hablan sobre incentivo para remunerar al gerente por la

generación de valor a largo plazo. De las 6 empresas 4 corresponden al sector industrial, 1 es pública y 1 es del sector inversiones. La Tabla 16 hace la relación.

Tabla 16 *Generación de Valor*

Generación de Valor	No. Empresas	%
Si	6	75%
No	1	12,50%
No Reporta	1	12,50%
Total	18	100%

Las empresas que dentro de su política de remuneración contemplan la generación de valor son las siguientes se muestran en la Tabla 17.

Tabla 17 *Empresas con Generación de Valor*

Emisor	sector
ECOPETROL S.A.	Industrial
EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	Público
GRUPO ARGOS S.A.	Inversiones
ORGANIZACION TERPEL S.A.	Industrial
PROMIGAS S.A. E.S.P.	Industrial
RIOPAILA CASTILLA S.A.	Industrial

5. Al igual que en el capítulo anterior, en los informes de gestión y estados financieros de las entidades, a pesar de mencionar que se efectúan los procesos remuneraciones a directivos el 100% de las empresas de la muestra, no revelan información sobre los montos asignados a sus gerentes como compensación al trabajo y a la generación de valor.
- En ninguna de las empresas analizadas aparecen cifras en concreto sobre compensación o incentivos. En los Estados Financieros hacen mención general de pagos de honorarios y comisiones, pero no hay ninguna explicación concreta sobre remuneraciones y compensaciones a Directivos, por lo general cuando hay información, los valores no se encuentran desagregados y específicamente el del Presidente no se puede determinar.

Los Informes Financieros que incluyen las notas mencionan en general la remuneración a directivos de manera global explicando el valor de los salarios y otros pagos laborales, pero no existen datos pormenorizados sobre la remuneración establecida a gerentes.

### 6.1.2. Modelo con sistemas de compensación

El modelo aquí planteado es que el valor promedio de la acción en el mercado de valores de una empresa se puede expresar como función de su valor en libros por acción, las utilidades por acción, el flujo de caja por acción y la existencia o no de sistemas de compensación.

De tal forma que:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 FCO_{it} + \beta_4 SC_{it}$$

Donde:

$P_{it}$  = Precio promedio de la acción de la empresa  $i$  en el periodo  $t$ .

$BPS_{it}$  = Valor en libros de la acción de la empresa  $i$  en el periodo  $t$ .

$EPS_{it}$  = Utilidades por acción de la empresa  $i$  en el periodo  $t$ .

$FCO_{it}$  = Flujo de Caja Operativo por acción de la empresa  $i$  en el periodo  $t$ .

$SC_{it}$  = Existencia de Sistema de Compensación de la empresa  $i$  en el periodo  $t$ .

Con la finalidad de establecer si existe relación o no, entre la generación de valor medido a través del cambio en el precio promedio de la acción a través del tiempo y la existencia o no de los sistemas de compensación.

a. Variable dependiente

Precio promedio de la acción: es el valor promedio de la acción en el mercado durante un año.

b. Variables independientes

- Valor en libros por acción (BPS): Corresponde al valor en libros por acción reportada por las empresas acorde a sus estados financieros.
- Utilidad por acción (EPS): corresponde al valor de la utilidad reportada disponible para distribuir por cada empresa dividida por el número de acciones en circulación que fueron reportadas para cada uno de los años de estudio.
- Flujo de Caja Operativo por acción (FCO): corresponde al valor del flujo de caja operativo reportado por la empresa dividido por el número de acciones en circulación que fueron reportadas para cada uno de los años de estudio.
- Sistema de Compensación (SC): variable dummy asignada al modelo la cual corresponde a un valor asignado de cero (0) o uno (1) dependiendo las respuestas contempladas en la Encuesta. A las empresas que contestaron afirmativamente las 3 preguntas se les asignó un valor de 1, a aquellas que en algunas de las 3 preguntas contestaron No o No Aplica se asignó un valor de 0.

El estudio de Banker tiene una variable adicional, que la investigación realizada en este documento no logró obtener, cuánto le pagan en efectivo y la compensación total a los gerentes. Pero sí se encontró, cuáles entidades tienen mecanismos de compensación, por ejemplo asignaciones fijas o variables o la existencia de comités de compensación. Estos datos se utilizaron como una variable no cuantitativa, como una variable “Dummy” en el modelo de regresión. Para las 18 empresas con sistemas de compensación la variable marcaría el número 1



que significa “sí” y las 8 empresas que no tienen, es el número 0, que significa “no”. Se revisó, si realmente marcan una diferencia las empresas que lo tienen con las que no lo tienen.

Se corren tres regresiones durante un periodo, para al final determinar, si esas dos medidas contables tienen relación con el valor de la empresa, es decir, si hay correlación. Se trata de identificar, si las medidas que tenemos están relacionadas con aquellas empresas que han tenido mayor variación en sus utilidades y cambios en los flujos de caja operativos, si son diferentes o son aquellas que tienen mecanismos de compensación. Se hicieron las tres regresiones tal y como lo muestra la Tabla 18.

Tabla 18 *Regresiones del Modelo*

Regresión	Variable Dependiente	Variable independiente	Variable de control	Observaciones
Primera regresión	Precio por Acción	Utilidad por Acción Flujo de Caja por Acción	Valor en Libros	Mostrar que estas dos variables se relacionan con el valor de las empresas
Segunda regresión	Precio por Acción	Utilidades por Acción	Valor en Libros	Relevancia del valor de estas dos variables
Tercera regresión Primera etapa	Precio por Acción	Valor en libros		Cumple o no cumple con la compensación. demostrar si las empresas que tienen compensación a los gerentes implica que generen valor. Se espera que las que tengan la variable dummy positiva tengan mejores rendimientos en flujos de caja y utilidades por acción.

#### 6.1.2.1. Definición de la muestra

La muestra final con la que se trabajó en este documento, son 26 empresas que cotizan en bolsa y que tienen implementados códigos de gobierno corporativo.

Se clasifican en dos grupos: a) inicialmente 18 que fueron caracterizadas en el capítulo V del presente documento las cuales cuentan con sistemas de compensación gerencial acorde a la respuesta afirmativa de 3 preguntas seleccionadas de la Encuesta efectuada anualmente por la Superintendencia Financiera, b) por otra parte se contemplaron 8 empresas cuyas respuestas en la

encuesta correspondieron al No, o al No Aplica y cuya caracterización se efectuó en la parte inicial de este capítulo.

El periodo que se trabajó fue desde 2007, año en que se implementó en Colombia la encuesta Código País hasta el 2014 año en que hasta la fecha se ha presentado la última encuesta. El modelo se corrió con el Software Stata, bajo la técnica de datos de panel en el que se incluyeron los datos correspondientes de las 26 empresas seleccionadas, para un tiempo determinado de 8 años a partir del 2007 y hasta el 2014. Las estadísticas descriptivas se muestran en la Tabla 19.

Tabla 19 *Estadísticas Descriptivas*

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
t	overall	4.5	2.296816	1	8	N = 208
	between		0	4.5	4.5	n = 26
	within		2.296816	1	8	T = 8
id	overall	13.5	7.518094	1	26	N = 208
	between		7.648529	1	26	n = 26
	within		0	13.5	13.5	T = 8
PriceC~e	overall	25630.04	73506.88	11.2	498460	N = 172
	between		78323.44	28.2569	398974.7	n = 25
	within		13964.13	-24112.63	125115.4	T-bar = 6.88
Tangib~e	overall	23186.83	70356.3	-16735.64	394120.3	N = 183
	between		67122.66	-961.8155	344320.4	n = 26
	within		7501.831	-22786.23	72986.69	T-bar = 7.03846
Cashfr~s	overall	1149.476	11040.58	-32898.74	65110.39	N = 173
	between		10897.28	-18227.42	51163.19	n = 26
	within		4167.912	-19731.75	15166.13	T-bar = 6.65385
EPS	overall	2599.826	8312.44	-16126.11	49302.81	N = 182
	between		7358.701	-2499.377	36946.21	n = 26
	within		3196.344	-31505.94	14956.43	T-bar = 7
DUMMY	overall	.4663462	.5000697	0	1	N = 208
	between		.4070591	0	1	n = 26
	within		.2999597	-.4086538	1.341346	T = 8
log y	overall	8.432962	2.258318	2.415914	13.11928	N = 172
	between		2.192934	3.304631	12.88209	n = 25

Donde “t” es el número de periodos analizados, es decir 8, “id”, son las empresas, es decir, 26. “PriceC~e”, es el precio promedio por acción. “Tangib~e, es el valor en libros. “Cashfr~s” es el Flujo de Caja por Acción, “EPS” es la Utilidad por Acción y “log\_y” es el precio por acción logaritmizado. Se entendería que el total de elementos sean 208, que es el resultado de multiplicar 8 por 26, sin embargo en la mayoría de las variables no sucede, debido a que en los años 2007, 2008 y 2009 principalmente no existe información sobre algunas variables.

#### **6.1.2.2. Aplicación del modelo**

Las tres regresiones planteadas se hicieron bajo dos escenarios: a) Inclusión de la variable Dummy, b) Exclusión de la variable dummy, con el fin de verificar si existe algún tipo de correlación.

La Tabla 20 muestra los resultados de la primera regresión, con las variables Utilidad Neta por Acción, Flujo de Caja Operativo y Valor en Libros. En la tabla aparecen las dos formas de hacer la regresión, en la primera parte con inclusión de la variable dummy y en la segunda parte sin esta variable

Tabla 20 *Primera Regresión*

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	149
Group variable: id	Number of groups	=	24
R-sq: within = 0.1477	Obs per group: min	=	3
between = 0.2753	avg	=	6.2
overall = 0.2705	max	=	8
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(4)	=	56.07
	Prob > chi2	=	0.0000
(Std. Err. adjusted for 24 clusters in id)			

log_y	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
EPS	-3.73e-06	6.76e-06	-0.55	0.581	-.000017	9.52e-06
CashfromOperatingActivities	-5.91e-08	4.03e-06	-0.01	0.988	-7.96e-06	7.84e-06
TangibleBookValuePerShare	.0000102	2.66e-06	3.83	0.000	4.99e-06	.0000154
DUMMY	.5232707	.0996189	5.25	0.000	.3280213	.7185202
_cons	7.970626	.433061	18.41	0.000	7.121842	8.81941
sigma u	1.8671828					
sigma e	.37754463					
rho	.96072102	(fraction of variance due to u_i)				

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	149
Group variable: id	Number of groups	=	24
R-sq: within = 0.0059	Obs per group: min	=	3
between = 0.2606	avg	=	6.2
overall = 0.2509	max	=	8
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(3)	=	24.01
	Prob > chi2	=	0.0000
(Std. Err. adjusted for 24 clusters in id)			

log_y	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
EPS	-.0000117	9.04e-06	-1.30	0.195	-.0000294	6.00e-06
CashfromOperatingActivities	-2.21e-06	4.37e-06	-0.51	0.612	-.0000108	6.35e-06
TangibleBookValuePerShare	.0000108	2.72e-06	3.96	0.000	5.43e-06	.0000161
_cons	8.272667	.4240868	19.51	0.000	7.441473	9.103862
sigma u	1.833246					
sigma e	.40740534					
rho	.95293736	(fraction of variance due to u_i)				

En ambas tanto el valor de la Utilidad por Acción como el Flujo Operativo de Caja es negativo, sin embargo en la que tiene la variable Dummy, el valor negativo es más alto que en la que no la tiene, es decir que por un punto que aumente el precio por acción, la utilidad por acción y el Flujo Operativo de Caja disminuirán.

El valor en libros por su parte, es positivo, sin embargo, disminuye con la variable Dummy, con esta, por cada punto que aumente el precio por acción, el valor en libros aumentará en 0,0000102 y sin la variable lo hará en 0,0000108, es decir 0,0000006.

La Tabla 21 muestra la regresión 2, donde las variables dependientes son la Utilidad por Acción y el Valor en Libros por Acción. En la primera parte con inclusión de la variable dummy y en la segunda parte sin esta variable.

Tabla 21 *Segunda Regresión*

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	156
Group variable: <b>id</b>	Number of groups	=	24
R-sq: within = <b>0.1513</b>	Obs per group: min	=	3
between = <b>0.2710</b>	avg	=	6.5
overall = <b>0.2597</b>	max	=	8
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(3)	=	47.79
	Prob > chi2	=	0.0000
(Std. Err. adjusted for 24 clusters in id)			

log_y	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
EPS	-3.97e-06	6.71e-06	-0.59	0.554	-.0000171	9.19e-06
DUMMY	.5021116	.0904742	5.55	0.000	.3247855	.6794377
TangibleBookValuePerShare	9.99e-06	2.93e-06	3.41	0.001	4.25e-06	.0000157
_cons	7.97562	.4256709	18.74	0.000	7.141321	8.80992
sigma u	2.0216464					
sigma e	.38522921					
rho	.96496208	(fraction of variance due to u_i)				

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	156
Group variable: <b>id</b>	Number of groups	=	24
R-sq: within = <b>0.0061</b>	Obs per group: min	=	3
between = <b>0.2523</b>	avg	=	6.5
overall = <b>0.2343</b>	max	=	8
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(2)	=	14.73
	Prob > chi2	=	0.0006
(Std. Err. adjusted for 24 clusters in id)			

log_y	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
EPS	-.0000117	9.11e-06	-1.28	0.200	-.0000295	6.17e-06
TangibleBookValuePerShare	.0000105	3.01e-06	3.49	0.000	4.60e-06	.0000164
_cons	8.254834	.4254774	19.40	0.000	7.420914	9.088754
sigma u	1.9816508					
sigma e	.4163737					
rho	.95771852	(fraction of variance due to u_i)				

También, como en la tabla anterior la Utilidad por Acción es negativa en ambos escenarios, pero para la tabla con la variable Dummy el valor negativo es mucho más significativo que en la que no la tiene. Para el caso del Valor en Libros por acción es positiva, sin embargo hay una diferencia significativa entre los dos escenarios, siendo mucho más significativo el dato que arroja donde aparece la variable Dummy.

En la Tabla 22 aparece la tercera regresión, donde la variable independiente analizada es Valor en Libros por Acción.

Tabla 22 Tercera Regresión

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	157
Group variable: <b>id</b>	Number of groups	=	24
R-sq: within = <b>0.1497</b>	Obs per group: min	=	3
between = <b>0.2710</b>	avg	=	6.5
overall = <b>0.2604</b>	max	=	8
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(2)	=	46.29
	Prob > chi2	=	0.0000
(Std. Err. adjusted for 24 clusters in id)			

log_y	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TangibleBookValuePerShare	9.31e-06	1.91e-06	4.87	0.000	5.57e-06	.0000131
DUMMY	.5076434	.0894478	5.68	0.000	.3323289	.682958
_cons	7.975105	.4261889	18.71	0.000	7.13979	8.81042
sigma_u	1.9925772					
sigma_e	.38429217					
rho	.9641382	(fraction of variance due to u_i)				

---

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	157
Group variable: <b>id</b>	Number of groups	=	24
R-sq: within = <b>0.0029</b>	Obs per group: min	=	3
between = <b>0.2563</b>	avg	=	6.5
overall = <b>0.2326</b>	max	=	8
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(1)	=	13.04
	Prob > chi2	=	0.0003
(Std. Err. adjusted for 24 clusters in id)			

log_y	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TangibleBookValuePerShare	8.37e-06	2.32e-06	3.61	0.000	3.83e-06	.0000129
_cons	8.271015	.4291433	19.27	0.000	7.42991	9.11212
sigma_u	1.9669402					
sigma_e	.41580686					
rho	.95722264	(fraction of variance due to u_i)				

Como en el caso anterior el Valor en Libros es positivo en ambos escenarios, pero el porcentaje de incidencia es más alto con la variable Dummy que sin ella.

Finalmente se establecen varias regresiones simples, para conocer el nivel de correlación entre las variables, al igual que en las anteriores se hacen varias regresiones, en cada regresión se va eliminando la variable que menos significativa para el modelo. La Tabla 23 muestra el modelo con todas las variables, a saber, Valor en Libros por Acción, Flujo de Caja Operativo por Acción, Utilidades Netas por Acción y la Variable DUMMY, a su vez, es la que mayor correlación tiene.

Tabla 23 *Primera Regresión Simple*

Source	SS	df	MS			
Model	8.7341e+11	4	2.1835e+11	Number of obs =	149	
Residual	4.0264e+10	144	279614091	F( 4, 144) =	780.91	
Total	9.1368e+11	148	6.1735e+09	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.9559	
				Adj R-squared =	0.9547	
				Root MSE =	16722	

	PriceClose	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TangibleBookValuePerShare		1.407053	.060026	23.44	0.000	1.288408	1.525699
CashfromOperatingActivities		-.3501159	.2210489	-1.58	0.115	-.7870357	.0868039
EPS		-2.046982	.3929694	-5.21	0.000	-2.823716	-1.270249
DUMMY		12986.98	2834.099	4.58	0.000	7385.174	18588.79
_cons		-4713.204	2201.334	-2.14	0.034	-9064.306	-362.1032

Con una correlación del 95,6% se puede ver que la variable Valor en Libros es la que mantiene sus valores positivos como se evidenció en las regresiones anteriores con el modelo panel, mientras que tanto el Flujo de caja Operativo como la Utilidad Neta por Acción, mantuvieron valores. La Tabla 24 muestra el modelo quitando a variable Flujo de Caja por Acción que es la que aparece como la menos significativa en la tabla anterior.

Tabla 24 *Segunda Regresión Simple*

Source	SS	df	MS			
Model	8.7592e+11	3	2.9197e+11	Number of obs =	156	
Residual	4.1312e+10	152	271786188	F( 3, 152) =	1074.28	
Total	9.1724e+11	155	5.9177e+09	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.9550	
				Adj R-squared =	0.9541	
				Root MSE =	16486	

	PriceClose	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TangibleBookValuePerShare		1.342372	.0438855	30.59	0.000	1.255668	1.429077
EPS		-1.915573	.3791959	-5.05	0.000	-2.664748	-1.166398
DUMMY		12981.39	2701.939	4.80	0.000	7643.188	18319.6
_cons		-4069.812	2090.847	-1.95	0.053	-8200.686	61.0624

En esta ocasión, se mantiene como positivo el Valor en Libros y negativa la Utilidad Neta por Acción, manteniendo las tendencias anteriores, sin embargo en este caso es menor la incidencia del valor en libros que en el caso anterior, baja también el valor negativo de la

Utilidad por Acción, el valor de la correlación también disminuye en un 0.005 . La tabla 25 muestra el modelo únicamente con la variable valor en libros, al eliminar la Utilidad por Acción.

Tabla 25 Tercera Regresión Simple

PriceClose	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TangibleBookValuePerShare	1.145806	.0809983	14.15	0.000	.9857951	1.305818
DUMMY	12012.66	3668.538	3.27	0.001	4765.51	19259.82
_cons	-3621.959	2629.842	-1.38	0.170	-8817.181	1573.263

Linear regression	Number of obs =	157
	F( 2, 154) =	132.52
	Prob > F =	0.0000
	R-squared =	0.9474
	Root MSE =	17702

De igual forma el Valor en Libros es positivo y más alto que en los dos casos anteriores, pero es el más bajo entre los tres modelos. Conservándose como más alto la primera regresión simple donde también hay mayor correlación.

Se evidencia que el precio promedio de las acciones para las empresas colombianas se determina principalmente por el valor en libros y la implementación de un sistema de compensación en las empresas. La relación establecida es del 95.50%.

La implementación de sistemas de compensación y el valor en libros afectan positivamente la determinación del precio promedio de la acción de las empresas. Y es afectado negativamente por el Flujo Operativo por Acción y la Utilidad Neta por Acción.

En Colombia, el precio promedio de las acciones se encuentra determinado principalmente por el valor en libros reportado por las compañías y la existencia de sistemas de compensación gerencial, lo que determina que la implementación de esta buena práctica del Gobierno Corporativo puede traer beneficios para las empresas.



En Colombia, aunque el precio promedio de las acciones se explica también por la generación de utilidades y generación de flujos de caja operativos, estas dos variables no son significativas para la determinación del mismo. Existen diferencias entre lo reportado por las empresas en la Encuesta Código País y la realidad de las empresas plasmada en sus códigos de buen gobierno, informes financieros e informes de gestión para el año 2014. Para los dos grupos de empresas seleccionadas.

En Colombia no se cuenta con revelación respecto a las sumas determinadas como remuneración a gerentes que permitan evidenciar si el incremento en dicha remuneración efectivamente tiene un efecto en el valor de las empresas. Por tanto, sigue siendo un objeto de investigación interesante. Debido a que permitiría a las empresas evaluar de una forma eficiente el establecimiento o no de determinados beneficios a sus gerentes y focalizar sus esfuerzos a la remuneración que sea más consistente con la estrategia de valor perseguida por la empresa.

## 7. Conclusiones

El Gobierno Corporativo es una tendencia mundial basada en la forma de gestionar las organizaciones, tiene implícitos mecanismos de orden externo e interno que permiten alinear objetivos de accionistas y gerentes en pro del beneficio de la entidad. El Gobierno Corporativo se implementa entre otros asuntos para mejorar la transparencia y divulgación de información útil a inversores de tal forma que se mejore la confianza de estos en la información reportada para lograr la movilización de recursos de inversión a nivel internacional y potenciar el crecimiento de las empresas.

El Gobierno Corporativo tiene dos enfoques que se definen principalmente por el benefactor de la riqueza generada por la empresa. El primero es el modelo *shareholder*, que define que el fin último de la riqueza debe ser para el accionista quien asume el riesgo de la inversión, sin embargo para en el segundo modelo *stakeholder* la riqueza debe ser para los diferentes grupos de interés que participan en la generación de ésta riqueza. Los sistemas de compensación se enmarcan dentro del conjunto de mecanismos internos que puede generar la organización para la creación de valor, su establecimiento se define de acuerdo al enfoque de su Gobierno Corporativo.

La compensación gerencial, como mecanismo de control interno contemplado en el Gobierno Corporativo permite alinear los objetivos de los gerentes con los objetivos de los accionistas, disminuyendo los problemas de agencia generados por la separación entre la propiedad y el control. Estudios consultados muestran que existe una correlación positiva entre el establecimiento de estos mecanismos de control y la reducción del problema de agencia. Sin embargo, no son las únicas herramientas con las que cuenta el Gobierno Corporativo para lograr disminuir los problemas de agencia. Los contratos de incentivos deben estar diseñados

adecuadamente para motivar la generación del valor y no para incentivar su destrucción. A nivel mundial se han identificado buenas prácticas respecto al establecimiento de sistemas de compensación, que pueden redundar en la mejora de las organizaciones y podrían aplicarse en el contexto actual colombiano.

Los contratos de incentivos a gerentes se establecen de acuerdo a la estrategia planteada por la organización en lo referente a la generación de valor en el corto o largo plazo y contempla el establecimiento de pagos a corto plazo como el sueldo y los bonos, o a largo plazo como las acciones, opciones sobre acciones, y otros beneficios indirectos a la forma de remuneración.

Existe documentación de buenas prácticas de implementación de sistemas de Gobierno Corporativo, que pueden ser utilizados por los Gobiernos y las Empresas durante su implementación, las buenas prácticas pueden generar una optimización de los aspectos contemplados en los sistemas de Gobiernos Corporativos.

El valor en una economía de mercado se encuentra determinado por la retribución que espera recibir quien realizó la inversión y asumió el riesgo de dicha inversión compensada por el paso del tiempo. La mejor forma de gestionar el valor se efectúa mediante la medición del mismo y la toma de decisiones adecuadas para incrementarlo.

Existen diferentes estudios que relacionan la creación del valor con las dos medidas contables flujos de caja y utilidades recibidas. Estas dos medidas permiten evaluar la generación de valor entendida como el precio en un mercado de valores.

Analizar si existe creación de valor es un parámetro importante para evaluar el desempeño del gerente y su alineación con los objetivos de los accionistas. Se presentó una contextualización sobre el concepto de “Valor” y su relación con el precio de las acciones en un mercado de valores, a su vez se caracterizaron los métodos que se utilizan para medir ese valor

identificando aquellos que tienen relación con dos medidas contables: los flujos de caja operativo y las utilidades, debido a que una vez revisada la literatura se determinó que éstas medidas contables tienen relación con la generación de valor a través del tiempo.

Se presentó de manera conceptual un modelo aplicado en la economía de Estados Unidos que permitió determinar la existencia de una relación positiva entre la determinación del precio de las empresas en el mercado de valores y la compensación a gerentes a partir de los flujos de caja operativo y las utilidades.

En este caso los resultados obtenidos mostraron que al aplicar el modelo se encontró que existe una relación en la forma de compensar el gerente y el valor de la empresa. Considerando principalmente dos medidas de desempeño contables, los ingresos y los flujos de caja. Las consideraciones principales para su uso fueron, por un lado porque el flujo de caja es un componente de los ingresos, la investigación se presta para analizar las variaciones de los flujos de caja de acuerdo con los valores agregados. Varios estudios han establecido que los ingresos y los flujos de caja tienen implicaciones diferenciales para el valor de la empresa. Se determinaron los métodos más adecuados para realizar el estudio sobre la existencia o no de una relación entre compensación y valor de la empresa.

En Colombia el Gobierno Corporativo inició su incorporación a partir del año 2001 con la expedición de la Resolución 275 de ese mismo año emitida por el Ministerio de Crédito y Hacienda Público y la Superintendencia de Valores y se establecen requisitos para el establecimiento de los códigos de gobierno para las diferentes entidades emisoras de valores.

En el año 2007 se establece el Código de Mejores Prácticas Corporativas para Colombia, y a su vez se genera la necesidad de efectuar un seguimiento a la implementación del Gobierno Corporativo mediante el establecimiento de un instrumento de recolección de

información denominado “Encuesta de Mejores Prácticas Corporativas”, el diligenciamiento de la encuesta es voluntario y tiene periodicidad anual.

La encuesta captura información de cumplimiento, no es obligatorio su diligenciamiento, y aparentemente carece de un control posterior a la información presentada. Lo anterior presentó que durante al contrastar la información suministrada en la encuesta y los códigos de gobierno, estados financieros e informes de gestión de las empresas no se contemple la totalidad de información reportada.

Referente al establecimiento de sistemas de compensación la encuesta no captura elementos de carácter cuantitativo que permitan establecer relación entre la generación de valor en las empresas y el establecimiento de pagos a gerentes en diferentes formas. A pesar de que el mercado considera la revelación de esta información una buena práctica del Gobierno Corporativo. A pesar de que en la encuesta las entidades manifiestan que existe una adecuada revelación de información correspondiente a la remuneración de juntas directivas y presidente o gerente. No se evidenció en los diferentes documentos la revelación de información correspondiente al Presidente de las Compañías.

La inexistencia aparente de control ante lo contenido en la encuesta y revelado en los documentos de las empresas, crea una dificultad para poder establecer con eficiencia la muestra de empresas seleccionadas. Algunas empresas que manifestaron no tener implementados sistemas de compensación, si mencionan el establecimiento de políticas de remuneración a directivos en sus códigos de gobierno.

Es evidente que con el correr de los años el Gobierno Corporativo en Colombia ha ido permeando a las empresas y se está viendo mayor compromiso por parte del Gobierno Nacional en su aplicación.

Las empresas han avanzado en la implementación de Gobierno Corporativo y en la implementación de políticas de compensación gerencial, sin embargo todavía falta mucho para llegar a un nivel más avanzado, pues de las 69 empresas colombianas que cotizan en bolsa, únicamente en 18 han aplicado cambios que conducen al desarrollo de compensaciones gerenciales.

Luego de hacer la caracterización de las empresas colombianas que cotizan en bolsa y de verificar que si bien tienen avances en compensación gerencial, no entregan la información suficiente para evaluar si los valores efectivamente pagados a los gerentes a través de las diferentes formas de remuneración permiten alinear los objetivos de este a una mayor generación de valor. Como se puede ver en la tabulación de la información de los códigos, estados financieros e informes de gestión, las empresas analizadas no presentan información concreta sobre la manera de efectuar la compensación gerencial a sus directores. Si bien algunas informan que tienen remuneraciones variables, bonificaciones o auxilios ninguna explica cómo lo hacen, ni cuáles son los parámetros utilizados, porcentajes asignados o metas que deben lograr por lo cual no hay posibilidades de establecer definiciones sobre el tema.

En Colombia a pesar de existir el Código de Buenas Prácticas el hecho de que la aplicación del mismo sea de manera voluntaria, y que efectivamente no se cumpla lo mencionado en los códigos de buen gobierno de las empresas respecto a la información, limita fuertemente el acceso a información base para probar la existencia o no de una relación entre los mecanismos de compensación a los gerentes y el valor de las empresas colombianas medidos a través de las variables financieras de flujos de caja y utilidades residuales.

No fue posible correr el modelo de Banker como se expuso en el capítulo IV, para establecer si en Colombia efectivamente la gestión realizada por el gerente logra el objetivo de

creación de valor para la compañía. No fue posible recopilar las variables financieras que permiten evaluar la generación de valor de las compañías y medir el desempeño de los gerentes respecto a la creación de valor. Las empresas colombianas no entregan información sobre los planes de compensación gerencial lo que impide establecer la relación entre compensación, generación de valor y reducción de problemas y costos de agencia, tal y como fue planteada por Banker.

La base de datos utilizada para capturar los datos requeridos en el presente estudio presenta varios datos inexistentes principalmente para el periodo 2007 -2009, lo que generó problemas en el momento de la utilización del modelo.

En Colombia, según el modelo determinado en el presente estudio el precio promedio de las acciones se encuentra determinado principalmente por el valor en libros reportado por las compañías y la existencia de sistemas de compensación gerencial.

En Colombia, los flujos de caja operativo por acción y las ganancias por acción tienen una relación inversa en el establecimiento del precio promedio de las acciones y no son una medida relevante para la determinación del valor de las empresas.

## Referencias

- Almacenes Éxito S.A. (s.f.). *Compendio de Gobierno Corporativo*.
- Alpaslan, C. M., Green, S. E., & Mitroff, I. I. (March de 2009). Corporate Governance in the Context of Crises: Towards a Stakeholder Theory of Crisis Management. *Journal of Contingencies and Crisis Management*, 17(1), 38-49.
- Alpaslan, C., Green, S., & Mitroff, I. (2009). Corporate Governance in the Context of Crisis: Towards a Stakeholder Theory of Crisis Management. *Journal of Contingencies and Crisis Management*, Volume 17 Number 1, 38-49.
- Argos. (2014). *Reporte integrado 2014*.
- Argos b. (2014). *Estados Financieros Consolidados 2014*. Obtenido de [http://www.argos.co/ir/Media/Default/images/EEFF%20NOTAS%20CONSOLIDADOS%20E%20INDIVIDUALES%20ARGOS\\_2014.pdf](http://www.argos.co/ir/Media/Default/images/EEFF%20NOTAS%20CONSOLIDADOS%20E%20INDIVIDUALES%20ARGOS_2014.pdf)
- Asociación Nacional de Empresarios de Colombia- ANDI. (s.f.). <http://www.andi.com.co/>. Obtenido de <http://www.andi.com.co/es/GAI/GuiInv/SisFin/MerVal/Paginas/RegVal.aspx>
- Asociación Nacional de Instituciones Financiera -ANIF. (2008). *Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio*. ANIF, Bogotá.
- Ayala Ruiz, L., & Arias Amaya, R. (s.f.). *Gerencia de Mercadeo. Ciencias Económicas y Administrativas*. Recuperado el 26 de Agosto de 2015, de Apuntes de Clase: <http://3w3search.com/Edu/Merc/Es/GMerc094.htm>
- Baker, J. C. (1977). Are corporate executives overpaid? *Harvard Business Review*, 4(55), 51-56.
- Banco Davivienda S.A. (s.f.). *ESTATUTOS DEL "BANCO DAVIVIENDA S.A."*. Obtenido de <https://www.davivienda.com/wps/wcm/connect/0bb3c133-032c-4c7c-a3ba-4afbff4b2e5b/150410+-+Davivienda+Estatutos+Banco+actualizaci%C3%B3n+reforma+Art++5+y+37+Marzo+de+2015.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=0bb3c133-032c-4c7c-a3ba-4afbff4b2e5b>
- Banker, R., Huang, R., & Natarajan, R. (June de 2009). Incentive Contracting and Value Relevance of Earnings and Cash Flow. *Journal of Accounting Research*, 47.
- Barona Zuluaga, B. (s.f.). *Importancia y beneficios de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo para Colombia*. Obtenido de <http://www.supersociedades.gov.co>: [http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20\(14\).pdf](http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20(14).pdf)
- Barugel, E. A. (2001). Teoría de las Finanzas Corporativas. *Universidad del CEMA*.





- Corporación Financiera Internacional - IFC. (1999). *Papel de Discusión No. 39*.
- Cruz, J. S., Villareal Navarro, j., & Rosillo, J. (s.f.). En Thomson, *Finanzas Corporativas: Valoración, Política de Financiamiento y Riesgo* (págs. 49-67).
- Cuevas Villegas, C. (Abril- junio de 2001). Medición del desempeño: Retorno Sobre Inversión, ROI; ingreso residual, IR; Valor Económico Agregado, EVA; análisis comparado. *estudios Gerenciales*, 17(79 ), 13-22.
- Di Glannatale, S. (octubre-diciembre de 2005). El componente de largo plazo de la relación entre la remuneración al ejecutivo y el desempeño de la empresa. *El trimestre económico*, LXXII(288), 735-764.
- EDATEL S.A. ESP . (2014). *Informe de gestión 2014*.
- EDATEL S.A. ESP. (2015). *Código de Buen Gobierno*.
- Ehrbar, A.-S. (1998). *EVA-The Real Key to Creating Wealth*, John Wiley & Sons, Inc.
- Elorza, L. F. (15 de 03 de 2015). *Supersociedades*. Obtenido de Supersociedades web site: [http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20\(14\).pdf](http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20(14).pdf)
- Elorza, L. (s.f.). *Marco legal del gobierno corporativo en Colombia*. Obtenido de [Http://www.supersociedades.gov.co: http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20\(14\).pdf](Http://www.supersociedades.gov.co: http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20(14).pdf)
- Empresa de Energía del pacífico S.A. E.S.P. (s.f.). *Código de Buen Gobierno*.
- Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P. (2014). *Reporte Integrado 2014*.
- Fama, E. (1994). Problemas de Agencia y Teoría de la Empresa. En L. Putterman, *La Naturaleza Económica de la Empresa* (págs. 245-260). Madrid: Alianza Editorial.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, Vol 26, No. 2, *Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution*, 301-325.
- Faría, H. M., Millán, N., & Villa, R. (2006). Gobierno Corporativo: Problemas, Principios y Modelos. *Debates IESA*, 14-18.
- Fernández, P. (Noviembre de 2008). Métodos de valoración de empresa. *Métodos de valoración de empresa*. Navarra, España: IESE Business School - Universidad de Navarra.

- Gaitán Riaño, S. (julio-diciembre de 2009). Gobierno corporativo en Colombia. Tendencias actuales. (U. EAFIT, Ed.) *AD-MINISTER*(15), 137-153.
- Gandini Gómez, G. E., & De los Ríos Gutiérrez, D. (Octubre de 2009). Eficiencia e información en el mercado de capitales: un análisis a través de la sincronía de precios y la teoría de contratos. (P. U. Javeriana, Ed.) *Revista de estudiantes de economía "Outlier"*(5).
- Gandini, G., & De los Ríos, D. (2009). Eficiencia e Información en el Mercado de Capitales: Un análisis a través de la sincronía de precios y la teoría de contratos. *Pontificia Universidad Javeriana. Vol. 5*, 85-118.
- Ganga, F., & Vera, J. (2008). El Gobierno Corporativo: Consideraciones y Cimientos Teóricos. *Cuadernos de Administración, 21 (35). Bogotá, Colombia*, 93-126.
- González González, P. (abril-junio de 2009). la integración del Balanced Scorecard (BSC) y el Analytic Hierarchy Process (AHP) para efectos de jerarquizar medidas de desempeño y toma de decisión en una institución financiera. *Revista Universo Contábil, 5(2)*, 87-105.
- Grupo BANCOLOMBIA. (2014). *Informe de Gestión 2014*.
- GRUPO BANCOLOMBIA. (s.f.). *Código de buen Gobierno*. Obtenido de <http://www.grupobancolombia.com/webcorporativa/gobierno/pdf/codigoBuenGobierno.pdf>
- Grupo de Inversiones SURAMERICANA S.A. (2014). *Código de Buen Gobierno*.
- Grupo de Inversiones SURAMERICANA S.A. (2014). *Informe Anual 2014*.
- Grupo NUTRESA S.A. (2015). *Código del Buen Gobierno* .
- Grupo NUTRESA S.A. (s.f.). *Informe Integrado 2014*.
- Gutiérrez V, P. (s.f.). *Calificación de Colombia en prácticas de gobierno corporativo*. Obtenido de <http://www.supersociedades.gov.co>: [http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20\(14\).pdf](http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20(14).pdf)
- Gutiérrez V, P. (s.f.). *Calificación de Colombia en prácticas de gobierno corporativo*. Obtenido de <http://www.supersociedades.gov.co>: [http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20\(14\).pdf](http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos%20RSE/Historia%20del%20Gobierno%20Corporativo%20(14).pdf)
- Illueca Muñoz, M. (2014). Valoración de empresas. Caso Grifols. *Proyecto Fin de Máster Gestión Financiera y Contabilidad Avanzada. Universitat Jaume I*.
- Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (2010). *Código de Buen Gobierno*.
- Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (2014). *Informe de Gestión 2014*.

- Investor Relations Colombia. (s.f.). *El mercado de valores en Colombia*. Obtenido de [http://www.irc.gov.co/portal/page/portal/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11\\_0.pdf](http://www.irc.gov.co/portal/page/portal/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11_0.pdf)
- ISAGEN S.A. E.S.P. (2012). *Código de Buen Gobierno*.
- ISAGEN S.A. E.S.P. (2014). *Informe de Gestión de 2014*.
- Isaza Cuervo, F., & Botero Botero, S. (2014). Aplicación de las opciones reales en la toma de decisiones en los mercados de electricidad. *Estudios Gerenciales* (30), 397-407.
- Jensen, M. (2005). The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems. En C. J. Donald, & a. S. Gillan, *Corporate governance at the crossroads: a book of readings* (págs. 21-40). New York: Mc Graw-Hill.
- Jensen, M. (2005). Value Maximization, Stakeholder Theory, and The Corporate Objective Function. En J. D. Chew, & S. Gillan, *Corporate Governance At The Crossroads. A Book of readings* (págs. 7 - 20). New York: Mc Graw Hill.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1994). Teoría de la Empresa: La Gerencia; Costes de Agencia, y Estructura de la Propiedad. En L. Putterman, *La Naturaleza Económica de la Empresa* (págs. 261-285). Madrid: Alianza Editorial.
- Koller, T., Richard, D., & Bill, H. (2011). *Value the four cornerstones of corporate finance*. New Jersey : John Wiley & Sons, INC.
- Labatut, G. (2005). El valor de las empresas: métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). *Revista Técnica Contable*, 18-32.
- Larkin, I., Lamar, P., & Gino, F. (2012). THE PSYCHOLOGICAL COSTS OF PAY-FOR-PERFORMANCE: IMPLICATIONS FOR THE STRATEGIC COMPENSATION OF EMPLOYEES. *Strategic Management Journal*, 1194-1214.
- Lin, Y. F., Liao, Y. C., & Chang, K. C. (2011). Firm performance, corporate governance and executive compensation in high-tech businesses. *Total Quality Management, Vol 22, February*, 159-172.
- Mäkeläinen, E., & Narcy , R. (1998). Why EVA is Betterthan ROI (ROCE, ROIC, RONA, ROA) an Earnings, Operating. *Helsinki School of Economics and Business Administration*.
- Manne, H. (1994). La Toma de Control. Su mercado. En L. Putterman, *La Naturaleza Económica de la Empresa* (págs. 241-2444). Madrid: Alianza Editorial.
- Méndez L, C. (2014). *Guía del Mercado de Valores*. Bolsa de Valores de Colombia -BVC, Bogotá. Obtenido de <http://bu.com.co/docs/public/ebooks/guia-del-mercado-de-valores/files/assets/basic-html/page80.html>

- Milla Gutiérrez, A. (2003). EL EVA (Economic Value Added): ¿Un indicador de gestión o un indicador de creación de valor? *Análisis financiero*(92), 58-73.
- Montoya, C. (julio-diciembre de 2011). El Balanced Scorecard como Herramienta de Evaluación en la Gestión Administrativa. *Visión futuro*, 15(2).
- Moscoso Escobar, J., & Botero Botero, S. (2013). Métodos de valoración de nuevos emprendimientos. *Semestre Economico. Vol 16, No. 33*, 237-264.
- Neftci, S. (2008). *Ingeniería Financiera*. México: McGraw-Hill Interamericana.
- O'Byrne, S., & Stewart, S. (2001). Total Compensation Strategy. En D. Chew, *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice* (págs. 147-181). New York: McGraw Hill.
- O'Connell, V., & O'Sullivan, D. (2014). The Influence Of Lead Indicator Strength On The Use Of Nonfinancial Measures In Performance Management: Evidence From CEO Compensation Schemes. *Strategic Management Journal* 35, 826-844.
- Organización de Ingeniería Internacional S.A. (2004). *Código de Buen Gobierno*.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Estados Unidos: OECD.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. OECD, Estados Unidos.
- Pablo, E. (2006). El Gobierno de la Empresa en los Mercados Emergentes. *Debates IESA. Octubre - Diciembre. Vol II. Issue 4*, 30-33.
- Paolantonio, M. E. (1999). La retribución de los directores y el análisis económico del derecho: reflexiones sobre el caso de las sociedades abiertas. *Revista de Derecho Privado y comunitario No. 21*, 287-315.
- Philipp, G., & Renneboog, L. (s.f.). Executive Compensation: Incentives and Externalities. En *Corporate Governance* (págs. 263-283).
- Prat, C., & Komarev, I. (2005). Légitimité et exigences réglementaires au sein de la gouvernance des sociétés cotées américaines et françaises: Les comités d'audit. *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion n° 216, Finance*, 33-48.
- RAMÍREZ RAMÍREZ, C. (2010). El Balanced Scorecard como herramienta metodológica para evaluar la gestión en la unidad de compras en el municipio de Medellín.
- Ramírez, F. (2008). Gerencia Basada en Valor, Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social Empresarial: ¿Una Integración Posible? En U. d. Medellín, *Modelación y Estrategias en Finanzas* (págs. 159-196). Medellín: Universidad de Medellín.
- Rotman, J. (2002). Appendix: Principles of Stakeholder Management. *Business Ethics Quarterly, Volume 12, Issue 2*, 257-264.

- Sarmiento S., J. A. (2015). *Valoración de empresas: Métodos contables para la valoración*.  
Obtenido de <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/presentaciones/valoracion.pdf>
- Schneider, P., JD, & LLM. (2013). The Managerial Power Theory of Executive Compensation. *Journal Of Financial Service Professionals*, 17-22.
- Shin, J. Y., Kang, S. C., Hyun, J. H., & Kim, B. J. (2015). Determinants Add Performance Effects of Executive Pay Multiples: Evidencia from Korea. *ILR Review*, 53-78.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*. Vol 52. No. 2, 737-783.
- SOCIEDAD DEL GRUPO BOLÍVAR. (s.f.). *CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO BANCO DAVIVIENDA S.A.* Obtenido de <https://www.davivienda.com/wps/wcm/connect/86c6389a-e23f-4c57-9503-7ffed70b0e14/Modificaciones+al+c%C3%B3digo+de+Gobierno+Corporativo+Definitivo.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=86c6389a-e23f-4c57-9503-7ffed70b0e14>
- Sociedades Bolívar S.A. (2003). *Código de Gobierno Corporativo*.
- Sociedades Bolívar S.A. (2014). *Informe de Gestión 2014*.
- Sociedades Bolívar S.A. b. (2014). *Estados Financieros Consolidados*.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2001). *Resolución 275*.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2007). *Código de mejores prácticas corporativas*. Bogotá, Colombia.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2010). *Documento conceptual de gobierno corporativo*. Bogotá.
- Universidad Interamericana para el Desarrollo. (s.f.). *Mercados e Instrumentos Financieros*. Obtenido de [http://moodle2.unid.edu.mx/dts\\_cursos\\_md/ADI/MD/MD03/MDPP03Lectura3.pdf](http://moodle2.unid.edu.mx/dts_cursos_md/ADI/MD/MD03/MDPP03Lectura3.pdf)
- Vélez Pareja, I. (2001). La creación de valor y su medida. *V Convención Financiera Centroamericana de FACACH*, (págs. 2-48). Tegucigalpa, Honduras.
- Vélez Pareja, I. (2002). *Valoración de empresas* (3 ed.). Bogotá, Colombia: Centro Editorial Javeriano, Colección Biblioteca del Profesional.
- Vélez Pareja, I. (2002). *Valoración de empresas*. Bogotá, Colombia: Centro Editorial Javeriano, Colección Biblioteca del Profesional.
- Vélez Pareja, I. (Agosto de 2014). *Cálculo de flujos de caja*.
- Vélez Pareja, I., & Tham, J. (Mayo de 2004). ¿Coinciden EVA© y utilidad económica (UE) con los métodos de flujo de caja descontado en valoración de empresas? *POLIANTEA*(1), 89-108.

- Vidarte, J. J. (Julio-Diciembre de 2009). El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa. *Revista Gestión y Desarrollo*, 6(2).
- World Finance. (2014). *Corporate Governance Awards 2014*. Obtenido de <http://www.worldfinance.com/>: <http://www.worldfinance.com/awards/corporate-governance-awards-2014>
- Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*(58), 187-214.
- Zapata, G., & Hernández, A. (2010). Sistema de incentivos y tipos básicos de trabajo en la organización bajo la perspectiva de la teoría de agencia. *Pensamiento y Gestión*. No. 29. *Universidad del Norte*, 56-86.
- Zarb, B. (2014). Valuation of Airline Companies: A Function of Earnings or Cash? *International Journal of Business, Accounting and Finance*, 59-72.