

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



**Impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor
financiero de las empresas de explotación de minerales metálicos y de carbón en
Colombia**

**Tesis para obtener el grado de Magister en Administración Estratégica de
Empresas otorgado por la Pontificia Universidad Católica del Perú**

PRESENTADA POR

Leonardo Bravo

Fabiano Ortiz

Maria Jose Tramelli

Luísa Fernanda Velásquez

Asesor: Juan O'Brien

Bogotá D.C, abril de 2017

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



Impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero de las empresas de explotación de minerales metálicos y de carbón en Colombia

Tesis para obtener el grado de Magister en Administración estratégica de empresas otorgado por la Pontificia Universidad Católica del Perú

PRESENTADA POR

Leonardo Bravo

Fabiano Ortiz

Maria Jose Tramelli

Luísa Fernanda Velásquez

Asesor: Juan O'Brien

Bogotá D.C, abril de 2017

Tabla de Contenidos

1.	Introducción.....	10
1.1	Antecedentes.....	10
1.2	Definición del problema.....	14
1.3	Propósito de la Investigación.....	15
1.3.1	Objetivos de la investigación.....	15
1.3.2	Pregunta de Investigación.....	16
1.4	Importancia de la Investigación.....	16
1.5	Naturaleza de la Investigación.....	16
1.6	Limitaciones.....	17
2.	Revisión de la Literatura.....	19
2.1	Gobierno Corporativo.....	19
2.2	Generación de valor mediante Gobierno Corporativo.....	27
2.3	Gobierno Corporativo en Colombia.....	27
2.4	Industria Minera en Colombia.....	29
2.5	Valor financiero.....	31
2.5.1	Valor económico agregado (EVA®).....	33
2.5.1.1	Inversión de capital.....	35
2.5.1.2	Costo promedio ponderado de capital (WACC).....	35
2.5.2	Ratios.....	37
3.	Metodología.....	41
3.1	Introducción.....	41
3.2	Diseño de la investigación.....	42

3.3	Conveniencia del diseño	42
3.4	Preguntas de la investigación	43
3.5	Población y Participantes	43
3.6	Carta de presentación	43
3.7	Marco del muestreo	44
3.8	Localización Geográfica	44
3.9	Instrumento	46
3.10	Recopilación de datos	54
3.11	Análisis de datos	54
3.12	Validez y confiabilidad	55
4.	Presentación y Análisis de Resultados	56
4.1	Resultados conforme a los principios de Gobierno Corporativo	56
4.2	Resultados de Ratios de rentabilidad ROA y ROE	74
4.3	Ratios y Cumplimiento de Gobierno Corporativo	80
5.	Conclusiones y Recomendaciones	83
5.1	Conclusiones	83
5.2	Recomendaciones	86
6.	Referencias	88
8.	Apéndices	95
7.1	Apéndice A	95
7.2	Apéndice B	98

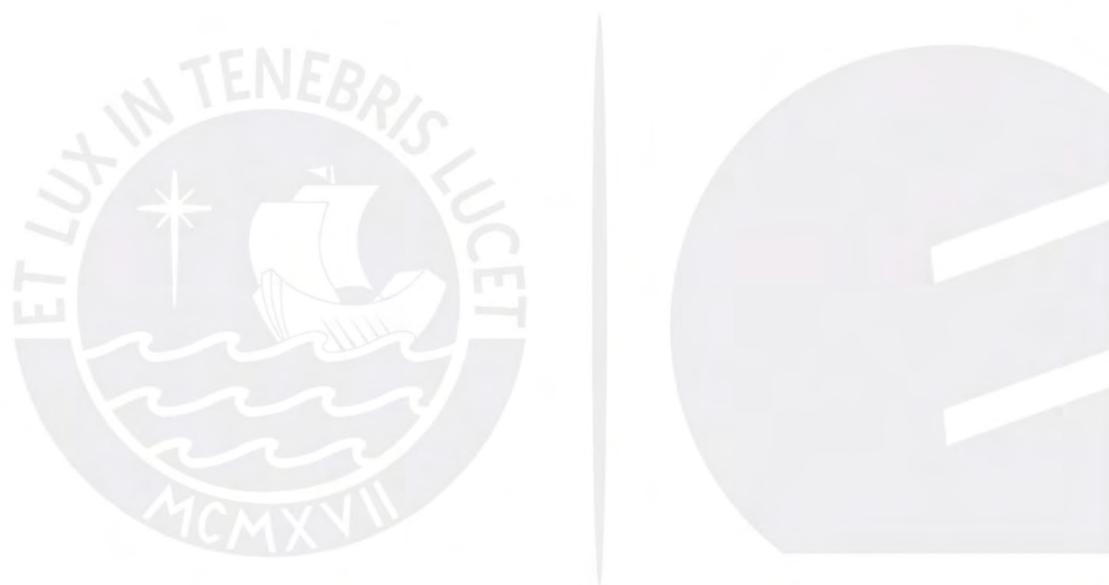
Lista de Tablas

Tabla 1 Principales métodos de valoración.....	32
Tabla 2 Empresas Mineras de Explotación de Carbón y Minerales Metalíferos en Colombia.....	45
Tabla 3 Validación de constructo de la encuesta.	53
Tabla 4 Empresas Mineras de Explotación de Carbón y minerales Metalíferos en Colombia con acceso a la información de la encuesta del Apéndice A de este trabajo	56
Tabla 5 Resultados consolidados de la encuesta del Apéndice A en las 11 empresas consultados y que se obtuvo respuesta.....	58
Tabla 6 Resultados consolidados de las afirmaciones y negaciones por cada principio obtenidos a partir de la tabla 5.....	70
Tabla 7 Resultados consolidados de las afirmaciones y negaciones por cada empresa obtenidos a partir de la tabla 5.	72
Tabla 8 Comparativo de las Rentabilidades por año de las Empresas Mineras de Explotación de Carbón y minerales Metalíferos en Colombia.....	78
Tabla 9 Valor Financiero y Cumplimiento de las Empresas Mineras de Explotación de Carbón y minerales Metalíferos en Colombia.	80

Lista de Figuras

Figura 1: El triángulo del Gobierno Corporativo. Tomado de Solea, 2014 (https://solea.la/2014/03/10/para-que-sirve-el-gobierno-corporativo/)	20
Figura 2: Mapa conceptual de la revisión de literatura	39
Figura 3: Gráfica de respuestas a las preguntas 1 y 2 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.	59
Figura 4: Gráfica de respuestas a las preguntas 1 y 2 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metalíferos	60
Figura 5: Gráfica de respuestas a las preguntas 3, 4, 5 y 7 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.	61
Figura 6: Gráfica de respuestas a las preguntas 3, 4, 5 y 7 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metalíferos.	62
Figura 7: Gráfica de respuestas a las preguntas 8 y 9 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.....	63
Figura 8: Gráfica de respuestas a las preguntas 8 y 9 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metalíferos.....	64
Figura 9: Gráfica de respuestas a las preguntas 10 y 11 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.....	65
Figura 10: Gráfica de respuestas a las preguntas 10 y 11 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metalíferos.....	66
Figura 11: Gráfica de respuestas a las preguntas 6 y 12 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.....	67
Figura 12: Gráfica de respuestas a las preguntas 6 y 12 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metalíferos.....	67
Figura 13: Gráfica de respuestas a las preguntas 13 y 14 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.....	68
Figura 14: Gráfica de respuestas a las preguntas 13 y 14 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metalíferos.....	69

Figura 15: Gráfica de afirmaciones y negaciones de cada principio de acuerdo a los resultados tabulados en la tabla 6.	71
Figura 16: Gráfica de los porcentajes de afirmación y negaciones de cada principio por cada empresa.	73
Figura 17: Gráfica del ratio ROA para cada una de las empresas Mineras encuestadas.	75
Figura 18: Gráfica del ratio ROE para cada una de las empresas Mineras encuestadas.	76
Figura 19: Gráfica del comparativo de los ratios ROA y ROE para cada una de las empresas Mineras encuestadas.	77



Resumen

En este trabajo se presentan los resultados de un estudio descriptivo, cuyo objetivo fue determinar el impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero, a partir de una muestra de 11 empresas de explotación de minerales metálicos y de carbón en Colombia. Se diseñó un cuestionario argumentado a partir de un constructo literario y sujeto a un efecto cuantificable. Los resultados presumen el impacto que tiene el Gobierno Corporativo sobre el valor Financiero en dichas empresas, capaces de forjar beneficios económicos, mayor rentabilidad e influenciar la creación de valor financiero. El Gobierno Corporativo no es un simple concepto normativo, se convierte en el sello de garantía, calidad y reputación no solo de la gestión sino de la empresa misma, motiva a incorporar sus recursos a su crecimiento y desarrollo.

Con base en lo anterior y en lo desarrollado en este documento, queda claro que las empresas mineras buscan evolucionar hacia un concepto que, si bien por obvias razones no deja de ser cuantitativo, incorpora elementos cualitativos representados en el control, la propiedad, los derechos, deberes y responsabilidades gerenciales, que afectan los resultados de la empresa, pero sobre todo a los grupos de interés, los accionistas minoritarios y la misma sociedad.

Palabras claves: Gobierno Corporativo, valor financiero, rentabilidad, explotación, minerales metálicos, carbón.

Abstract

This paper presents the results of a descriptive study, whose objective was to determine the impact of good corporate governance practices on the generation of financial value, based on a sample of 11 mining companies of coal and metallic minerals in Colombia. A questionnaire was designed based on a literary construct and subject to a qualificable effect. The results presume the impact that Corporate Governance has on the financial value in these companies, capable of forging economic benefits, greater profitability and influencing the creation of financial value. Corporate Governance is not just a normative concept, it becomes the seal of guarantee, quality and reputation not only of the management but of the company itself, it motivates to incorporate its resources to its growth and development.

Based on the above and on the development of this document, it is clear that mining companies seek to evolve towards a concept that, although for obvious reasons, is still quantitative, incorporates qualitative elements represented in the control, ownership, rights, Managerial duties and responsibilities, which affect the results of the company, but especially the interest groups, minority shareholders and the same company.

Keywords: Corporate Governance, financial value, profitability, exploitation, metallic minerals, coal.

1. Introducción

1.1 Antecedentes

A principios del siglo XX fue promovido al interior de las corporaciones el concepto de Gobierno Corporativo, tomando fuerza durante las dos últimas décadas. En Colombia bajo la gestión de la Superintendencia Financiera y el Banco Mundial, aparece el Código de buen gobierno corporativo para pequeñas y medianas empresas de Confecámaras en 2003. De esta forma "este discurso ha sido presentado como un desarrollo deseable para la economía local sin tener claridad sobre sus connotaciones de origen o naturaleza" (Berrio C, 2008). Otros autores se refieren al gobierno corporativo por cuanto "se ha convertido en los últimos años en un indicador clave de la buena gestión empresarial, publicándose una multitud de Códigos de buen gobierno con el fin fortalecer los sistemas de gestión, control y administración de las empresas, haciéndolos más transparentes, eficientes y democráticos"(Puentes, R. 2009).

Su importancia se ha intensificado, a raíz de sonados casos y escándalos financieros ocurridos en los últimos años, que han forjado una pérdida de confianza en los mercados financieros. Esta condición ha originado la publicación de Códigos de buen gobierno "un conjunto de recomendaciones acerca de la apropiada estructura de los órganos de gobierno y del adecuado comportamiento de los miembros de esos órganos". El primer Código de buen gobierno publicado fue en 1992 en el Reino Unido denominado Cadbury Report, a raíz del cual se han producido otros de códigos a nivel internacional.

En el caso de Colombia, en el 2010 la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) comprometida con el fortalecimiento del gobierno corporativo en el sistema financiero, desarrolló un documento conceptual del gobierno corporativo en el cual indicó que: "Un adecuado gobierno corporativo contribuye de forma crucial al logro de los objetivos de estabilidad, seguridad y confianza; promoción y desarrollo del mercado de valores colombiano; y protección del consumidor financiero". De esta forma la SFC presentó su

enfoque frente a la supervisión del gobierno corporativo de sus entidades vigiladas contemplando la definición de gobierno corporativo, así como los elementos que lo componen:

El sector empresarial colombiano no ha sido ajeno a la evolución de las prácticas de buen gobierno y en la actualidad el país es identificado como uno de los que mayores avances tanto regulatorios como voluntarios ha gestado en los últimos años en el tema. Estos avances demuestran que ya existe una conciencia arraigada respecto del valor que agrega el buen gobierno a las empresas y a su desarrollo ordenado y exitoso. (Manual SFC, 2010).

Según Cándido Paz-Ares (2004), es crucial incentivar la confianza de los inversores y emisores en el mercado colombiano mediante una política de gobierno corporativo que les ayude a las empresas a captar nuevos fondos y a rebajar sus costos de capital, de igual forma resulta favorecedor para los inversionistas porque les ayuda a reducir al riesgo de cartera y a mejorar sus expectativas de rendimiento y finalmente la implementación de un buen gobierno corporativo ayuda a los mercados a ganar tamaño, profundidad y liquidez

Una investigación del Centro de Gobierno corporativo de IE University, indicó que:

En las últimas décadas del siglo pasado, se estimaba que la mayor parte del valor de un negocio provenía de sus activos tangibles; hoy día se reconoce un mayor peso de los intangibles, de unos activos difíciles de valorar económicamente, que en muchas ocasiones ni siquiera están contabilizados en el balance o lo están por valores de escasa entidad y que, sin embargo, todo el mundo está de acuerdo en atribuirles un peso decisivo en la obtención de resultados positivos para la empresa. (Centro de Gobierno Corporativo IE. 2011).

De acuerdo a la definición de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico - OCDE, el Gobierno Corporativo lo constituye el conjunto de prácticas y mecanismos que proveen incentivos apropiados al directorio y al grupo ejecutivo para

proteger los intereses de la Compañía y de sus accionistas y que facilitan el control efectivo de la gestión de la Empresa, de tal modo de incentivar la creación de valor y el uso eficiente de recursos.

Según el vicepresidente jurídico del grupo Argos, Carlos Yepes:

Con la propuesta de Gobierno Corporativo, la estructura y funcionamiento de las empresas da un giro y empieza una etapa de conocimiento y adaptación de sus iniciativas. Los accionistas minoritarios son más tenidos en cuenta y se sienten más seguros; las juntas directivas se ven más enfocadas, mejor constituidas, más conscientes de su responsabilidad, más capacitadas. Las reformas regulatorias empiezan a tener efecto y se da comienzo a una verdadera cultura de Gobierno Corporativo con una mejor y mayor respuesta tanto del sector privado como del sector público. (Yepes, 2012).

La gestión empresarial ha tenido cambios desde las implementaciones de Gobierno Corporativo, entonces ha surgido una variable adicional en el proceso y es cómo medir su impacto en los resultados de las empresas. Países como Brasil han creado un índice de Gobierno Corporativo (IGC) el cual demuestra una apreciación del valor de las acciones inscritas en bolsa cuando de por medio existen pautas de Gobierno Corporativo. En el caso de Colombia, aunque existe un código de gobierno corporativo que aplica para todos los emisores de valores, realizar esta comparación no es fácil debido que no existe un índice de medición, es por ello que se usa la encuesta de código país y se construye un índice que mide el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) de Colombia.

Los resultados muestran que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo aún está lejos de alcanzar niveles altos. Sin embargo, se observa una tendencia creciente en los índices de aplicación. Se encontró que las empresas que tienen mejores prácticas de gobierno

corporativo están más interesadas en continuar adoptando las medidas del código país.
(Cortes, 2011)

Sin embargo, resulta importante establecer qué ocurre con aquellas empresas que no cotizan en la bolsa de valores y respecto a las cuales resulta dispendioso entender como la implementación de buen Gobierno corporativo ha creado valor. Es por ello que según Cortes, "Se presentan tres grupos de índices. El primer grupo comprende índices construidos a partir de encuestas completadas por las propias empresas" Cortés (2011). Índices de este estilo son los desarrollados por Black et al. (2006) y Byun (2007). Según Garay et al. (2006), Cuando se utilizan encuestas diligenciadas por las propias empresas para construir un índice de gobierno corporativo se presentan principalmente dos problemas: (i) poca recepción de estas iniciativas, especialmente por parte de las empresas que no poseen buenas prácticas de gobierno corporativo; y (ii) la existencia de un grado de incertidumbre relacionado con la veracidad de la información recolectada, ya que las empresas podrían completar las encuestas de acuerdo a su conveniencia.

El segundo grupo comprende índices construidos a partir de encuestas completadas con base en información pública de las empresas tales como estatutos, informes anuales, estados financieros, actas de juntas directivas y asambleas de accionistas, documentos de estructura de propiedad, inversiones en valores, códigos de gobierno, entrevistas con los directores y miembros de las juntas directivas. Según Langebaek y Ortiz (2007), construir el índice a partir de información pública presenta las siguientes ventajas: evita problemas de sesgo de selección, evita la subjetividad de quien responde un cuestionario, refleja lo que el mercado conoce sobre las empresas y permite aumentar el número de empresas consideradas.

Por último, el tercer grupo considera los índices que se construyen a partir de una mezcla de encuestas completadas por las propias empresas e información recolectada por los investigadores. Por ejemplo, Black et al. (2006) hacen uso de esta combinación para

completar información que no fue posible obtener a través de la encuesta". (Citado en Cortes, 2011)

En la búsqueda de evidencias de la creación de valor financiero en las empresas, la Superintendencia Financiera de Colombia ha indicado que:

El gobierno corporativo de las entidades financieras no es tan sólo un elemento importante para incrementar la productividad del sector, sino un factor determinante de control de los niveles de riesgo a que se encuentran expuestas las entidades financieras. Las buenas prácticas de gobierno corporativo fortalecen la adecuada administración de las entidades, disminuyen la existencia de conflictos entre las partes interesadas, mitigan los riesgos relacionados con la administración de la entidad, mejoran la capacidad para la toma de decisiones, reducen la necesidad de supervisión especializada por parte del Estado y mejoran la calificación de riesgo de las entidades, entre otros aspectos. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010)

Para el estudio del impacto del buen gobierno corporativo en la creación de valor, resulta importante estudiar el sector minero, que según el informe 2015 de la Superintendencia de sociedades de Colombia, ha tenido gran impacto en la economía colombiana en los últimos años. El PIB del sector de minería pasó de 5,2 billones de pesos en el año 2000, a más de 10,8 billones de pesos en el año 2014. Durante estos 14 años, creció en más de 5 billones de pesos.

1.2 Definición del problema

En Colombia, el 85% de las unidades de producción minera (UPM) sin título minero, están centrados en la explotación de minerales no metálicos (Censo Minero Colombia 2010-2011). Esta situación ampara estados de ilegalidad, de carencia de permisos ambientales, infraestructura y herramientas de explotación e insumos insuficientes, trabajo informal y mínima disponibilidad de estudios técnicos, entre otros.

Donde más se presentan UPM con título minero, es en las empresas de explotación de minerales metálicos y de carbón en Colombia, correspondiente al 51% de la explotación.

Cuando una empresa minera denota un alto estándar de Gobierno Corporativo, es percibida como una empresa más confiable, y como tal accede a mejores condiciones en el mercado (Censo Minero Colombia 2010-2011).

De otro lado, uno de los beneficios más probables en esta lógica es que más accionistas estén dispuestos a invertir en la empresa, o más bancos manifiesten su interés en concederles préstamos en condiciones financieras más favorables. Una empresa en esa condición podrá financiarse ventajosamente no sólo para sostener sus operaciones regulares, sino que además podrá expandir sus operaciones iniciando nuevos proyectos o alianzas estratégicas (CAF, 2010).

Por esta razón, resulta importante analizar las empresas de explotación de minerales metálicos y de carbón en Colombia que operan bajo un buen gobierno corporativo, para qué a través de los esfuerzos del sector, puedan influenciar la confianza en la inversión extranjera, la credibilidad ante los diferentes grupos de interés y el flujo de capital que impacte en la creación de valor financiero.

1.3 Propósito de la Investigación

La presente investigación pretende determinar el posible impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero, de las empresas de explotación de minerales metálicos y de carbón en Colombia.

1.3.1 Objetivos de la investigación

- Describir si la implementación de Buen Gobierno Corporativo en la industria minera, generan algún posible impacto sobre el valor financiero del sector.

- Establecer cuáles de las empresas estudiadas podrían tener un Buen Gobierno Corporativo, con el cumplimiento de los principios de buen Gobierno Corporativo.
- Reconocer en las empresas identificadas con Buen Gobierno Corporativo, si se puede establecer algún impacto sobre su valor financiero, con la implementación de un Gobierno Corporativo.

1.3.2 Pregunta de Investigación

- ¿La implementación de Buen Gobierno Corporativo en la industria minera, generan algún posible impacto sobre el valor financiero del sector?
- ¿Cuáles de las empresas estudiadas podrían tener un Buen Gobierno Corporativo, con el cumplimiento de los principios de buen Gobierno Corporativo?
- ¿En las empresas identificadas con Buen Gobierno Corporativo, se puede establecer algún impacto sobre su valor financiero, con la implementación de un Gobierno Corporativo?

1.4 Importancia de la Investigación

Esta investigación consigue aportar argumentos sólidos mediante los cuales pueden resaltarse beneficios económicos con el aumento de valor financiero, para las empresas que explotan minerales metálicos y carbón en Colombia, bajo la implementación de un buen gobierno corporativo. Igualmente pueden motivar otras empresas del sector para su implementación.

1.5 Naturaleza de la Investigación

La presente investigación cuenta con un enfoque cuantitativo, con un alcance descriptivo de dos variables definidas: Variable independiente el Buen Gobierno Corporativo y la variable dependiente el Valor Financiero, bajo un diseño no experimental.

1.6 Limitaciones

Según el Censo Minero departamental 2010 – 2011 en Colombia, predomina la explotación de minerales no metálicos con un 47% de las unidades de producción minera (UPM), seguido del 32% de explotación de minerales metálicos. 19% explotan carbón y tan solo 2% piedras preciosas. Sin embargo, donde más se presentan UPM sin título minero, es en la explotación de minerales No metálicos con un 85%. Esta condición limita el acceso a la información de los estados financieros de éstas compañías. Por esta razón la investigación estará centrada en empresas de explotación de minerales metálicos y carbón, bajo una muestra representativa del 51% del mercado. La explotación de minerales metálicos incluye: Oro, Plata, Platino, concentrado de Cobre, Hierro, Plomo y Ferroníquel.

Según el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE, las siguientes son las

Empresas vinculadas a la explotación de minas y canteras: Canacol Energy Ltda., Chevron Petroleum Company, Ecopetrol S.A, Mineros S.A, Occidental de Colombia LLC y Pacific Exploration & Producción Corporation.

Mineros S.A es la única empresa del sector que explota minerales metálicos, principalmente oro. Para el restante de empresas mineras no hay información pública que pueda definir que, a partir de la implementación de un buen gobierno corporativo, se inflencie la apreciación de sus acciones y la generación de valor financiero.

Otra limitación es el tiempo y la disponibilidad de la información por parte de las compañías evaluadas, por tanto, será útil hacer una segmentación de los principios de Buen Gobierno Corporativo y evaluar su impacto sobre el valor financiero del sector Minero. De igual forma se evaluarán los resultados financieros de las empresas a estudiar en los períodos 2013 y 2014 considerando que en estos períodos es posible establecer comparaciones reales

sin los cambios que se evidencian desde la implementación de las Normas Internacionales Financieras (NIF) a partir del año 2015.

Aunque las mediciones de ROE, ROA, no se consideran adecuadas para medir la generación de valor ya que por su estructura de cálculo no tienen forma de incorporar el costo promedio ponderado de capital, además de presentar inconsistencias en sus cálculos, son los únicos indicadores financieros a los que tendremos acceso para analizar el impacto de las políticas de Gobierno en la creación de valor financiero. El acceso a otro tipo información, como el valor económico agregado (EVA) futuro y el Market Value Added (MVA), que nos permite conocer estados de resultados detallados es limitado.



2. Revisión de la Literatura

2.1 Gobierno Corporativo

El concepto de Gobierno Corporativo reviste un alta en las últimas dos décadas a raíz de las crisis financieras mundiales de algunos países desarrollados y la relación estrecha que existe entre la economía del país y la situación financiera de las empresas. La respuesta a esto ha sido el estudio y desarrollo de este concepto en favor de la solidez y estabilización de las compañías.

Se puede decir que el Gobierno Corporativo es el conjunto de normas y órganos internos a través del cual se dirige y controla la gestión del ente económico ya sea de forma individual o en masa, también define responsabilidades y derechos dentro de los cuales interactúan los máximos organismos de dirección, como son; junta directiva, revisor fiscal, y órganos de control. Además, deberá suministrar mecanismos que aseguren la existencia de un adecuado nivel de comprensión y entendimiento siguiendo el interés de la entidad, sus accionistas, y acreedores y respetando los derechos de los consumidores. (SFC, agosto 2010)

Según Del Valle, C. Carvajal, M., (2005), el gobierno Corporativo puede ser interpretado como se muestra en la Figura 1.

Entre los beneficios que se tienen por la implementación del gobierno corporativo según CONFECAMARAS en su boletín 68, se encuentran:

Para los accionistas:

Protege a los accionistas con un ejercicio ordenado de sus derechos.

Garantiza la difusión de información oportuna y transparente de la situación de la empresa.

Fortalece el proceso de toma de decisiones para que se adopten mejores decisiones de negocios.

Genera mecanismos idóneos para resolver conflictos entre accionistas y entre accionistas con los administradores o la propia empresa.

En el caso de compañías cerradas y de familia, mitiga el riesgo de sucesión, regula las relaciones de la familia – accionista como empleado proveedor o cliente.

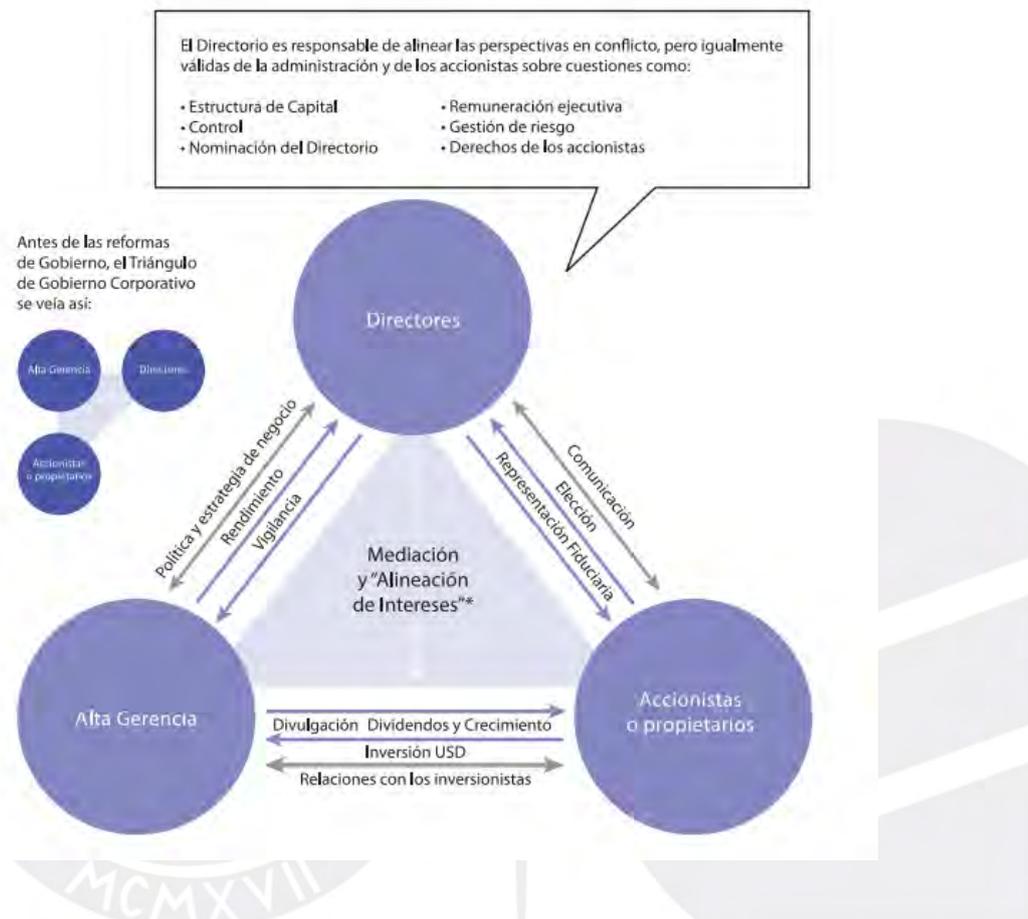


Figura 1: El triángulo del Gobierno Corporativo. Tomado de Solea, 2014 (<https://solea.la/2014/03/10/para-que-sirve-el-gobierno-corporativo/>)

Para los inversionistas:

- Los inversionistas se benefician del Gobierno Corporativo al contar con un lenguaje basado en estándares internacionales que les permite entender las características y el alcance de sus inversiones.
- Incluso si las compañías no contemplan fuentes de capital extranjero, adoptar buenas prácticas de Gobierno Corporativo se traduce en un aumento de confianza por parte de

los inversionistas locales, quienes se verán beneficiados al contar con más y mejor información de la compañía.

Para los acreedores:

- Los acreedores en su rol de monitoreo del deudor cuentan con reglas para proteger la garantía de su acreencia, así como información oportuna y fiable de la empresa/deudor. Esto facilita la comprensión del acreedor sobre la situación real de la empresa, lo que se traduce en una reducción del riesgo percibido y en mejores condiciones de endeudamiento para la compañía.

Otros grupos de interés:

- Los empleados, clientes, proveedores y demás grupos de interés de la compañía son esenciales en el desempeño y continuidad de cada empresa. Por medio del Gobierno Corporativo se define una estrategia de administración transparente y eficiente que promueve la articulación de las responsabilidades de la compañía frente a cada grupo de interés.
- Para los reguladores y supervisores el Gobierno Corporativo es una herramienta que promueve la transparencia y el cumplimiento del marco legal vigente. Permite identificar tendencias autorregulatorias indispensables para la salud del sistema empresarial, que deben convertirse en obligatorias.

En el ámbito de la OCDE, la *Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico*, en el año 2000, la Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo, desarrolló un papel de trabajo (White Paper) utilizando los principios que en esta materia ya había establecido la OCDE en su informe de 1999. Las Mesas Redondas Regionales de Gobierno Corporativo, establecidas en cooperación con el Grupo del Banco Mundial en Asia, Eurasia, Rusia, Europa Sur Oriental y América Latina creadas para apoyar el buen gobierno corporativo en el seno de la OCDE.

Las Mesas Redondas ofrecen un marco de trabajo eficaz para un diálogo continuo de políticas y un intercambio multilateral de experiencias. Los planteamientos que se desarrollan en estas Mesas se sustentan en la opinión de asociaciones y otras organizaciones civiles claves en las sociedades de los países que participan en las mismas. La Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo se compone de responsables políticos, reguladores, empresarios, inversores y expertos de la región, así como de sus pares de los países de la OCDE e inició sus reuniones en el año 2000 en Brasil, continuando luego en Argentina en 2001, México en 2002 y Chile en 2003.

Dentro del contexto del White Paper sobre gobierno corporativo en América Latina, existen las siguientes consideraciones fundamentales para comprender las formas de gobierno de las sociedades de los distintos países de la región:

A. Las privatizaciones. Las cuestiones relativas al gobierno corporativo en América Latina cobran especial interés a partir del gran movimiento de privatizaciones de empresas públicas que se inicia en la década de los ochenta. Esto ha marcado una clara división de responsabilidades entre los sectores público y privado.

B. La concentración de la propiedad. A pesar del reducido tamaño de los mercados de capitales de los países de la región, debido a la gran concentración de la propiedad, fundamentalmente en manos de grupos familiares, las cuestiones relativas al gobierno corporativo devienen fundamentales para, precisamente, la ampliación de esos mercados. Lo esencial sigue siendo, al igual que sucede en Europa, la búsqueda de un equilibrio entre un control claro y definido de la propiedad y los intereses de todos los accionistas de la empresa.

C. La influencia de los grandes grupos industriales y financieros. En América Latina, como en algunos otros países europeos (por ej., Alemania, España, y otros), el control de

la propiedad de las empresas suele estar en manos de grandes grupos industriales y financieros. Dichos grupos se desarrollaron, en parte, como un medio eficaz de financiar empresas con uso intensivo de capital, en ausencia de mercados de capitales eficientes y sostenibles en el tiempo por medio de sistemas legales bien definidos. De ahí la gran influencia de estos grupos tanto en el ámbito económico financiero como en el político, al cual el mercado financiero no es ajeno.

D. La reestructuración del sistema bancario. Junto a las privatizaciones, otra de las características que ha marcado fuertemente a la región latinoamericana es la reestructuración del sistema bancario. Esto también tiene que ver con las privatizaciones, antes de éstas los principales bancos eran propiedad del Estado. Junto con ello, han cobrado especial importancia los intermediarios financieros especializados, lo que ha llevado a una mayor competencia en el sector. Esto cobra una importancia vital en una región tan necesitada de fuentes de financiación.

E. Internacionalización de las empresas. La ola de privatizaciones producida en la región llevó a una mayor internacionalización de las empresas. A ello debe sumarse la integración de los mercados a través de uniones aduaneras o pactos de libre comercio como el ALCA, el NAFTA, el MERCOSUR, el Mercado Común Andino, el Mercado Común Centroamericano y otros procesos de integración económica. Uno de los efectos de estos movimientos es la salida de las empresas a cotizar en mercados extranjeros y la adopción, por las subsidiarias locales, de los modelos (y normas) de gobierno corporativo vigentes en los países en los que salen a cotizar. Ello puede tener como inconveniente la adopción de estructuras de gobierno corporativo «híbridas» no adecuadas a la realidad de la empresa.

F. Planes de pensiones privados. Finalmente, pero no por ello menos importante, hay que destacar las privatizaciones de los fondos y planes de pensiones que se ha producido

en la mayoría de los países de la región. Los planes de pensiones, antes en manos del Estado, han pasado a manos privadas total o parcialmente (fondos mixtos) y están cobrando cada vez más importancia (especialmente por el grado de endeudamiento de los gobiernos). Por ello, el grado en que los administradores de estos fondos promuevan la transparencia de su gestión y las buenas prácticas de gobierno corporativo, como parte de sus mandatos para maximizar retornos para sus clientes, serán cada vez más importantes en los próximos años y los gobiernos de la región deberán considerarlos prioritarios en sus políticas.

Tomando en cuenta estas características, que demuestran un conjunto similar de cuestiones y desafíos a los que deben hacer frente los gobiernos latinoamericanos, la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo para América Latina ha establecido una serie de prioridades de reforma en la estructura de los gobiernos de las empresas de la región. Entre ellas están por una parte el fortalecimiento del derecho de votación de los accionistas. En este sentido, si la legislación vigente permite diferentes derechos de voto, estas diferencias deberían estar justificadas y deben ir en paralelo con la mayor protección otorgada a los accionistas minoritarios. También el Trato equitativo a los accionistas. Se torna especialmente necesario en los cambios en el control de la compañía y en su influencia en la cotización bursátil de los títulos. De igual forma el asegurar la integridad de los informes financieros. A partir de la integración de las Normas Internacionales de Contabilidad —NIC para eliminar los potenciales o reales conflictos de interés y procurar la mejora de la información en el sentido de hacerla cada vez más fiable y acorde con la realidad de los negocios. Por su parte la eficacia de los consejeros. Los consejeros deben actuar de forma independiente en interés de todos los accionistas. Y finalizando el mejorar la calidad de los marcos reglamentarios. Las normas relativas al gobierno corporativo deben procurar que las actuaciones de los consejeros de las compañías sean transparentes y predecibles.

Por otro lado, los principios que rigen el gobierno corporativo están basados en lo promulgados por la OCDE, estos elementos ofrecen sugerencias prácticas para los mercados financieros, inversionistas, y empresas y otros stakeholders que son participantes importantes y que juegan papel vital en la aplicación del Buen Gobierno Corporativo. Pretenden ser concisos, comprensibles y accesibles a la comunidad internacional.

Estos principios proporcionan guías básicas para que los originadores de políticas, el estado y los participantes del mercado mejoren el marco legal, institucional que mantiene el gobierno corporativo, tales principios brindan recomendaciones prácticas no solo a las corporaciones, si no a los mercados bursátiles. Los principios deben ser evolutivos, cambiantes y ajustarse a las necesidades del entorno para ser competitivos con una revisión periódica.

La intención de los principios es darle un equilibrio entre los Consejos de Administración y la Administración, estableciendo unos derechos y obligaciones, enfatizando en una supervisión que no involucre la administración ordinaria sino por el contrario asegurar la orientación estratégica a través de normas claras de transparencia e información. Estos principios deben considerarse como un documento latente con prioridad muy alta y asegurarse de que cada uno de ellos sea difundido ampliamente entre todos los participantes directos o indirectos y lo más importante ejercer vigilancia y control de que se aplique en su integridad. A continuación, se enuncian según (OCDE) en su más reciente publicación de septiembre de 2015 los principios que rigen al Gobierno Corporativo:

Bases para un buen marco de gobierno corporativo: Se realza el papel esencial del marco de gobierno corporativo para promover mercados justos y transparentes, y la asignación eficiente de recursos; la importancia de la calidad en la supervisión y en la aplicación de los principios; y el rol fundamental del mercado bursátil en el fomento del buen gobierno corporativo.

Derechos y equidad de trato de los accionistas: Avances en el derecho a la información y a la participación, a través de la Asamblea de Accionistas, en las decisiones importantes de las sociedades; información sobre las estructuras de control; uso de medios tecnológicos para participar en las Asambleas de Accionistas; regulación de procedimientos de aprobación de operaciones con partes vinculadas.

Inversores institucionales, mercados bursátiles y otros intermediarios (nuevo capítulo): Adecuación de marco regulatorio de gobierno corporativo a la realidad económica; fomento del diálogo entre los inversores institucionales, el Consejo de Administración y la alta dirección; divulgación, por parte de los inversores institucionales, de sus políticas de voto y de gobierno corporativo, así como de la forma de gestionar los conflictos de interés generados en el ejercicio de sus derechos.

El papel de los grupos de interés en el gobierno corporativo: Reconocimiento de la cooperación activa entre la sociedad y los grupos de interés para defender y reconocer sus derechos; deber de proporcionar a los grupos de interés acceso a la información de forma oportuna, completa y suficiente.

Divulgación de información y transparencia: Identificación de las áreas esenciales que deben proporcionar información, financiera y no financiera, al mercado.

Responsabilidades del Consejo de Administración: Principales funciones de los consejeros, con especial énfasis en la revisión de la estrategia corporativa, la gestión de riesgos, la planificación fiscal y la supervisión de la auditoría interna; relevancia de las sesiones de capacitación para consejeros y evaluación de su actividad; constitución de comités especializados, como mínimo, en materias de remuneración, auditoría y riesgos.

2.2 Generación de valor mediante Gobierno Corporativo

“La eficiencia económica es medida por la diferencia entre los beneficios económicos generados por el uso de un recurso y el costo en el que se incurre durante dicho uso” (Stern, 2001). Para la evaluación de los resultados de una empresa, en términos del uso de los recursos, se recomienda establecer como objetivo último de la compañía, y criterio dominante en la actuación del consejo, la maximización del valor de la empresa o creación de valor para el accionista (Olivencia, 1998). De acuerdo con lo anterior, se hace necesario realizar controles de la alta dirección y se establece que existe un nivel óptimo de monitoreo de la gerencia por parte de los directores y que se considera que representa una función importante en los resultados financieros que obtenga una empresa (Bonazzi & Sardar, 2006).

El gobierno corporativo afecta al crecimiento y desarrollo de la empresa de las siguientes maneras: (1) incrementando el acceso a financiamiento externo para la compañía, (2) reduciendo el costo de capital, lo que hace más atractivo el negocio para los inversionistas y, a su vez, fomenta el crecimiento, (3) mejorando el desempeño empresarial, (4) reduciendo el riesgo de una crisis financiera, y (5) mejorando las relaciones con los grupos de interés con labor social y de protección ambiental. (Claessens, 2006). Es necesario indicar que utilidad y valor de accionista, vistos desde el punto de vista de la firma, no son el propósito final de la compañía; pero sí un fin instrumental para prevenir la falta de acción y asegurar que todos los miembros de la compañía realizan sus contribuciones respectivas (Koslowski, 2000).

2.3 Gobierno Corporativo en Colombia

Determinado por la Ley 275 de 2001, abarca aspectos como el regulatorio, económico, político, social, corporativo y financiero. Entre octubre de 2005 y diciembre de 2006, el Estado colombiano comenzó a desarrollar el proyecto Código País. Fue una iniciativa de la Superintendencia Financiera de Colombia con la participación de los gremios y agentes nacionales más importantes: Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia,

Asobancaria; Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, Asofondos; Asociación de Fiduciarias, Asofiduciarias; Asociación Nacional de Empresarios de Colombia, Andi; Bolsa de Valores de Colombia, BVC; Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, Confecámaras; Federación de Aseguradores de Colombia, Fasecolda.

El Código se ha estructurado de manera que contenga un conjunto de medidas concretas, que se espera sean incorporadas por los emisores de valores en su actividad diaria, sobre los siguientes temas: (i) Asamblea General de Accionistas, (ii) Junta Directiva, (iii) Revelación de Información Financiera y no Financiera, y (iv) Solución de Controversias. Cada grupo de medidas va antecedido de una breve explicación de las mismas.

En todos los casos, el emisor deberá responder si adoptó o no las medidas recomendadas para el período que esté revelando. Cuando su respuesta sea afirmativa, el emisor deberá explicar la forma y mecanismos por los cuales se asegura tal adopción. En caso de no haber adoptado alguna medida durante el período revelado, el emisor podrá informar las razones para ello. La encuesta también deberá publicarse por el emisor en su página de Internet y actualizarla con la misma periodicidad con la que se reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia.

Al respecto, la misma Superintendencia Financiera de Colombia 2007, sostuvo que: “Si bien el Código está dirigido a los emisores de valores, nada impide su aplicación por parte de aquellas empresas que, sin tener tal calidad, buscan avanzar significativamente en la adopción de mejores prácticas”. (SFC, 2007). La adopción de códigos de buen gobierno genera confianza en los inversionistas, se refleja en una mejor percepción de la empresa por parte del mercado y facilita la incursión en el mercado de valores al tiempo que promueve su profundización.

2.4 Industria Minera en Colombia

De acuerdo con la SIMCO Sistema de Información Minero Colombiano, actualmente Colombia cuenta con una geología que facilita la producción y el desarrollo de la minería. Dispone actualmente de una variada oferta de productos mineros, de gran escala como los son el carbón y el níquel, y de menor escala como el oro, el platino, las esmeraldas, la caliza, la sal, la roca fosfórica, las arcillas, las arenas silíceas, los minerales de cobre y manganeso, la magnesita, la barita, el yeso y varios tipos de rocas ornamentales.

Al respecto, el Ministerio de Minas y Energía, sostuvo que:

Estas producciones, se encuentran en los Distritos Mineros, que abarcan más de 250 municipios, en los cuales existe un alto potencial de crecimiento y exploración. En ellos, la actividad minera representa un significativo aporte al desarrollo económico y social de los territorios, generando un efecto en el aumento de los ingresos y promoviendo el mejoramiento del desempeño empresarial, en condiciones de responsabilidad social y ambiental, impulsando el desarrollo en lugares en los cuales la minería es un bastión fundamental para la lucha contra la pobreza, la marginalidad y la vulnerabilidad.

(Ministerio de Minas y Energía, 2009)

Ahora bien, la realidad es que en materia de importancia económica sólo se tiene información sobre el principal producto minero del país, el carbón, seguido del ferroníquel y de los demás minerales el conocimiento es nulo. Adicionalmente la actividad minera se desarrolla en extensiones pequeñas, y no se puede desconocer el interés que el sector despierta entre los inversionistas internacionales. Lo que sería una oportunidad importante para el desarrollo regional. Sin embargo, además del atractivo para la inversión extranjera, prima la desconfianza sobre la calidad de la regulación e implementación de la actividad minera, así como la debilidad en la información geológica con que se cuenta en el país.

Por otra parte, la combinación de bajo cumplimiento de lo estipulado en la regulación, así como de ignorancia sobre el verdadero potencial minero del país, dificulta la construcción de una política pública adecuada. Sin contar con la situación de la minería informal. El hecho de que el seguimiento de la minería formal se haga de forma tan desarticulada con las actividades de monitoreo y control de la actividad informal deja ver grandes dificultades a corto y mediano plazo para que el conocimiento sobre la actividad informal mejore.

Debido a la pésima fiscalización, no se conoce bien la estructura de costos ni el tipo de inversiones que se desarrollan en la actividad minera colombiana, por lo que se dificulta hacer análisis de eficiencia, la comparación de indicadores financieros de empresas mineras colombianas (con base en información reportada a la Superintendencia de Sociedades) con las más importantes listadas en la Bolsa de Toronto que permite ver, una reducción reciente en la rentabilidad de las actividades mineras, tendencia que las empresas colombianas comparten con las empresas referenciadas a nivel internacional, para las empresas colombianas en relación con el grupo internacional de referencia, un menor nivel de apalancamiento y una menor rentabilidad.

La inversión extranjera es crucial en el desarrollo del sector minero colombiano y, desde un punto de vista macroeconómico, su relevancia como fuente de financiación del déficit externo del país no puede desconocerse. En promedio durante el periodo 2007-2012, la inversión extranjera que ha llegado al sector minero supera los USD 2.000 millones anuales, monto que ha permitido financiar el 28% del déficit en la cuenta corriente colombiana. En importancia, solo es superado por el sector de hidrocarburos, que ha recibido durante el mismo periodo un promedio anual de inversión extranjera cercano a los USD 3.700 millones y que ha permitido financiar el 47% del desequilibrio en cuenta corriente del país.

En Colombia existen muchas empresas que funcionan como mineras en la extracción de elementos minerales y de carbón ya sean de tipo cerradas o abiertas, familiares o no que están

constituidas de forma legal o ilegal, minería artesanal, informal, de subsistencia como se le quiera llamar, y aunque el sector minero opera bajo estricta regulación son muchas las empresas que no cuentan con un Gobierno Corporativo, al ser un tema de carácter voluntario y la implementación depende del dueño. Dado lo anterior la industria busca darle un orden y organizarse de tal forma que aquellas empresas grandes que conforman el Sistema de Minería a Gran Escala – SMGE puedan brindarle experiencia y sean el ejemplo a seguir de las medianas y pequeñas mineras y en especial poner en desarrollo la implementación de un código de buen Gobierno Corporativo y buenas prácticas de responsabilidad social. Actualmente se tiene conocimiento de que existen solo 92 firmas agremiadas- Las de mayor envergadura como Drummond Ltda., Minas Paz del Rio, Prodeco, Mineros S.A., Cerromatoso y Anglo Gold Ashanti entre otras, son las que evidencian al interior de la compañía, Código de Gobierno Corporativo.

2.5 Valor financiero

La creación de valor de una empresa es un parámetro que está sujeto en cada compañía para ser evaluado a través del tiempo. Toda empresa trabaja para la creación de valor a los accionistas, ya que se crea valor cuando la rentabilidad obtenida sobre el capital invertido sea superior al coste de ese capital. Según Fernández, P, (2008), existen varios métodos de valoración en los que se pueden clasificar en seis grupos como lo muestra la Tabla 1.

Para establecer el mejor método que permita establecer la creación de valor se ha realizado la revisión de la literatura donde se ha tomado un trabajo de seminario de la Universidad de Chile y una tesis de la Universidad de Cantabria, España. En la Universidad de Chile, Astorga, C., Beas, P., Carmona, J., & Hoffa, A., (2003) en el seminario Gobierno Corporativo como instrumento de creación de valor, establece que la creación de valor va relacionada con el comportamiento de la empresa en términos de rendimiento y aplicación adecuada a estrategias, que le permitan obtener ventajas competitivas en el mercado, que, a su vez, es la

maximización del valor de la inversión realizada por los accionistas. Con respecto a la medición de valor, se hace un barrido de la generación interna de valor donde hace una comparación de los posibles índices a evaluar, sin embargo, se centra en dos índices; el valor económico agregado (EVA) futuro y el Market Value Added (MVA), estableciendo que estos dos índices son adecuados medidores de valor ya que consideran tanto los recursos que se utilizan como el costo asociado a ellos.

Tabla 1 *Principales métodos de valoración*

BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	DE MIXTOS	DESCUENTOS DE FLUJO	CREACIÓN DE VALOR	DE OPCIONES
- Valor contable	Múltiplos de:	-Clásico	-Free Cash Flow		-Black y Scholes
-Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	-Cash flow acciones	-EVA	-Opción de invertir
-Valor de liquidación	Ventas	-Contables europeos	-Dividendos	-Beneficio económico	-Ampliar el proyecto
-Valor sustancial	Ebitda	-Renta abreviada	-Capital cash flow	-Cash value added	-Aplazar la inversión
-Activo neto real	Otros múltiplos	-Otros	APV	-CFROI	-Usos alternativos

Téllez J. (2015) quien realizó su tesis de doctorado “Un análisis empírico de la creación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de valores” en la Universidad de Cantabria, trabajó bajo dos esquemas de medición; medidas internas y medidas externas de creación de valor. Estableció que las mediciones internas se sustentan en el concepto del valor presente neto (VPN), entendiendo que la tasa interna de retorno (TIR), en la mayoría de los casos, es congruente con el criterio del valor presente neto. Una empresa genera valor cuando selecciona proyectos de inversión con un $VPN > 0$ o una $TIR - WACC > 0$, entre los modelos que habla se encuentra modelo de flujo libre de efectivo y el EVA. Con respecto a la medida externa, se basan los modelos como el valor agregado del mercado (MVA), Q de Tobin’s,

entre otras donde su variable se considera el valor de los precios de las acciones en el mercado. Por otro lado, Stewart, G (1994). Afirma que la medida EVA es una de las más adecuadas para medir el valor de una empresa.

En el sector minero en Colombia, la participación en la bolsa de valores es muy reducida por lo que un método de valoración tal como el MVA no es aplicable debido a que se desconoce el valor de las acciones, sin embargo, el EVA como se ha evidenciado en las tesis y en la teoría es una herramienta adecuada para la valoración de las empresas.

2.5.1 Valor económico agregado (EVA®)

Blank, y Tarquin (2012), establecieron que el valor económico agregado es el monto remanente de la utilidad neta después de impuestos (UNDI) después de eliminar el costo de capital invertido, esto igualmente soportado por Stewart, G. Benett en los años 90's. Dicho de otro modo, El EVA consiste en determinar la rentabilidad obtenida por la empresa, deduciendo de la utilidad de operación neta de impuestos el costo de capital de los recursos propios y externos que utiliza.

A continuación, se hará la explicación desde los orígenes para la obtención de la ecuación de EVA argumentados por lo establecido por Blank, y Tarquin (2012):

$$\text{EVA} = \text{UNDI} - \text{Costo de capital invertido}$$

El ingreso de operación (R), también llamado ingreso bruto (IB), es el ingreso total proveniente de fuentes que producen entradas en una corporación. Estos ingresos se listan en el estado de ingresos, no se colocan los ingresos que no son de operación, estos irán por separado para propósitos fiscales. Los gastos de operación (GO) incluyen todos los costos corporativos en lo que se incurre en las transacciones de un negocio. El ingreso neto de operación (INO) o también llamado utilidad antes de intereses e impuestos sobre la renta (UAI).

$$\text{INO} = \text{UAI} = \text{IB} - \text{GO}$$

Ahora bien, el ingreso gravable (IG), es el monto a partir del cual se calculan los impuestos. Con este ingreso se deduce la depreciación (D), amortización y algunos otros deducibles por ingresos netos de operación. Por tanto, se define el IG como

$$\text{IG} = \text{IB} - \text{GO} - \text{D}$$

La tasa de impuestos (T) es un porcentaje, o equivalente decimal, del ingreso gravable que se debe pagar en forma de impuestos.

$$\text{Impuesto sobre la renta} = T * \text{IG}$$

La utilidad neta de operación después de impuestos (UNDI) será el remanente después de restar los impuestos del ingreso gravable.

$$\text{UNDI} = \text{IG} - \text{impuestos}$$

$$\text{UNDI} = \text{IG} - (T * \text{IG})$$

$$\text{UNDI} = \text{IG} * (1 - T)$$

Por tanto, la UNDI representa la cantidad de dinero que queda a la corporación como resultado del capital invertido durante el año. Desde este concepto de UNDI parte la explicación de valor económico agregado (EVA). El Valor Económico Agregado (EVA) es la medida de desempeño financiero que se acerca más a la captura del verdadero valor del desempeño económico de la empresa. Stewart, G (1991) definen como el más directo enlace con la creación de riqueza hacia los accionistas.

El EVA es el monto remanente de la UNDI después de eliminar el coste de capital. Es decir, Se toman las ganancias operativas netas después de impuestos restándoles el costo del capital utilizado para producirlas.

$$\text{EVA} = \text{UNDI} - \text{Costo de capital.}$$

El costo de capital es determinado por la multiplicación de la inversión de capital (IC) y el costo promedio ponderado de capital (WACC).

$$\text{EVA} = \text{UNDI} - (\text{IC} * \text{WACC})$$

Donde IC son los activos operativos involucrados en la generación de la utilidad neta de operación y el WACC representa el costo de los recursos financieros que sustentan los activos operativos.

Sí el EVA es positivo, significa que la empresa ha generado una rentabilidad por arriba de su costo promedio ponderado de capital, lo que le genera una situación de creación de valor, mientras que, si es negativo, se considera que la empresa no es capaz de cubrir su costo promedio ponderado de capital y por lo tanto está destruyendo valor para los accionistas.

2.5.1.1 Inversión de capital

La inversión de capital se obtiene sumando el capital de trabajo operativo, activos fijos netos y otros activos. Es importante recalcar que el criterio de selección de los activos obedece al principio que sólo se deben seleccionar aquellos activos que efectivamente participaron en la generación del UNO, excluyendo los que no tienen relación con la operación del negocio.

2.5.1.2 Costo promedio ponderado de capital (WACC)

Modigliani y Miller (1961) establecieron un teorema con tres proposiciones y que son mencionadas en la tesis doctoral de Téllez, J., (2015), a la primera se le conoce como la irrelevancia de la estructura de capital y establece que en ausencia de impuestos no importa la proporción de deuda con respecto al capital en la estructura de capital; sin embargo, con la presencia de los impuestos, la empresa se inclinará más por la deuda que por el capital debido a la deducibilidad de los intereses (escudo fiscal). La segunda proposición reside en que el WACC de la empresa es una función lineal de la proporción entre deuda y capital; en otras

palabras, si la empresa mantiene elevados niveles de deuda implica que la empresa está expuesta a mayores riesgos, por lo que los accionistas demandarán un mayor retorno. Con la presencia de impuestos, a mayor nivel de endeudamiento, el WACC de la empresa se reduce de manera importante. Por ello Modigliani y Miller (1961) propusieron la siguiente fórmula que sustenta la segunda proposición de su teorema:

$$r_s = r_o + D/S (r_o - r_d) (1 - t_c)$$

Donde r_s representa el costo de la empresa, r_o es el costo del capital de una empresa sin apalancamiento, D/S es el grado de apalancamiento financiero de la empresa entre la deuda (D) el valor de mercado de la empresa (S), r_d es el costo de la deuda y t_c es la tasa corporativa de impuestos.

La tercera proposición parte de la idea de que una empresa debe velar por los intereses de los accionistas por lo que, al momento de decidir la aceptación de un nuevo proyecto de inversión, la empresa tendrá como criterio de decisión que el rendimiento esperado del nuevo proyecto sea igual o mayor al rendimiento establecido por la empresa, el cual es totalmente independiente a la manera en cómo se va financiar la nueva inversión.

La estructura de capital es la mezcla de deuda de corto y largo plazo, capital común y preferente. La estructura de capital representa la manera en cómo se está financiando la empresa para su operación y se puede expresar con la siguiente ecuación:

$$V = D + E$$

Donde V representa la estructura de capital, D es la deuda total con costo de la empresa y E es el valor de mercado de la empresa, en caso de que la empresa no cotice en un mercado de capitales, se opta por tomar el capital contable registrado a valor en libros.

Si la deuda tiene un costo (r_d) y el capital tiene un costo (r_c), considerando que el resultado de la suma de estas dos fuentes de financiamiento es la estructura de capital, asumiendo lo anterior, la estructura de capital tiene un costo que depende de la ponderación de cada una de las dos fuentes de financiamiento.

El costo de la estructura de capital se le denomina el costo promedio ponderado de capital (WACC) y la fórmula que ampara el cálculo se basa en la segunda proposición de Modigliani y Miller (1961) considerando el efecto de los impuestos:

$$WACC = r_d (1 - t_c) D/V + r_c E/V$$

Donde WACC representa el costo promedio ponderado de capital de la empresa, r_d es el costo de la deuda, t_c es la tasa corporativa de impuestos, r_c es el costo del capital de los accionistas, D/V y E/V es la ponderación de la deuda total y valor del capital de los accionistas en la estructura de capital de la empresa.

2.5.2 Ratios

Una ratio es definida por Aching como “la relación entre dos números. Son un conjunto de índices, resultado de relacionar dos cuentas del Balance o del estado de Ganancias y Pérdidas” Aching (2006). “Las ratios proveen información que permite tomar decisiones acertadas a quienes estén interesados en la empresa, sean éstos sus dueños, banqueros, asesores, capacitadores o el gobierno”. Aching (2006).

Según Chamorro, (1978) y Aching (2006) Las ratios financieras están divididos en 4 grandes grupos:

1. Índices de liquidez: Evalúan la capacidad de la empresa para atender sus compromisos de corto plazo.

2. Índices de Gestión o actividad: Miden la utilización del activo y comparan la cifra de ventas con el activo total, el inmovilizado material, el activo circulante o elementos que los integren.

3. Índices de Solvencia, endeudamiento o apalancamiento: Ratios que relacionan recursos y compromisos.

4. Índices de Rentabilidad: Miden la capacidad de la empresa para generar riqueza (rentabilidad económica y financiera). Además, miden la capacidad de generación de utilidad por parte de la empresa. Tienen por objetivo apreciar el resultado neto obtenido a partir de ciertas decisiones y políticas en la administración de los fondos de la empresa. Evalúan los resultados económicos de la actividad empresarial. Expresan el rendimiento de la empresa en relación con sus ventas, activos o capital. Es importante conocer estas cifras, ya que la empresa necesita producir utilidad para poder existir. Relacionan directamente la capacidad de generar fondos en operaciones de corto plazo. Indicadores negativos expresan la etapa de desacumulación que la empresa está atravesando y que afectará toda su estructura al exigir mayores costos financieros o un mayor esfuerzo de los dueños, para mantener el negocio. Los indicadores de rentabilidad son muy variados, los más importantes y que estudiamos aquí son: la rentabilidad sobre el patrimonio, rentabilidad sobre activos totales.

En cuanto al rendimiento sobre el patrimonio (ROE) , para calcular el ROE, divide el ingreso neto para el período de tiempo entre la cifra de capital total. La ratio del retorno sobre el capital ayuda a las partes interesadas para poder determinar la eficacia con que la organización utiliza su capital para obtener un beneficio. $ROE = \text{Utilidad neta} / \text{Capital o patrimonio}$.

Por su parte el rendimiento sobre la inversión (ROA), para calcular el ROA, divide el ingreso neto para un período de tiempo determinado entre el total de activos. La rentabilidad

sobre activos ilustra lo bien que las empresas utilizan sus activos para obtener beneficios.

Cuanto mayor sea la ratio, más eficaz será la organización utilizando sus activos para generar

ingresos. $ROA = \text{Utilidad neta} / \text{Activo total}$

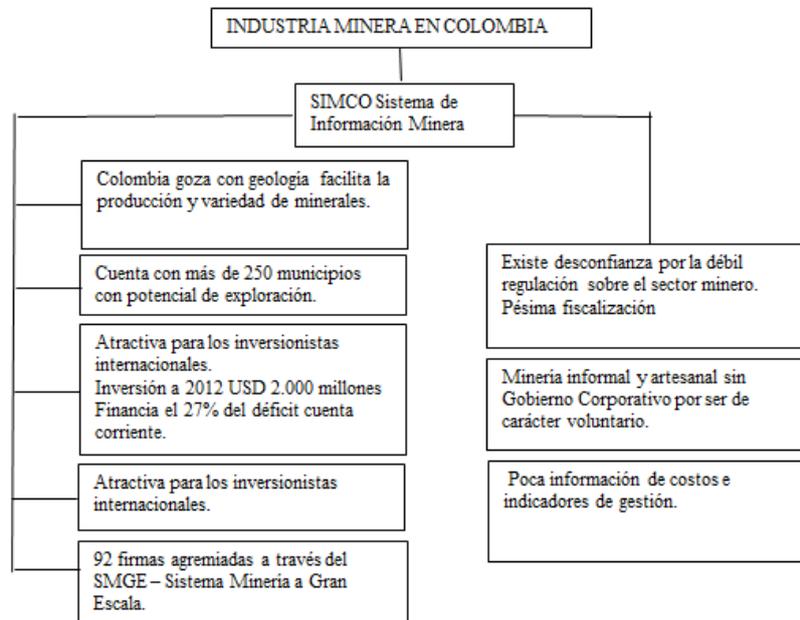


Figura 2: Mapa conceptual de la revisión de literatura

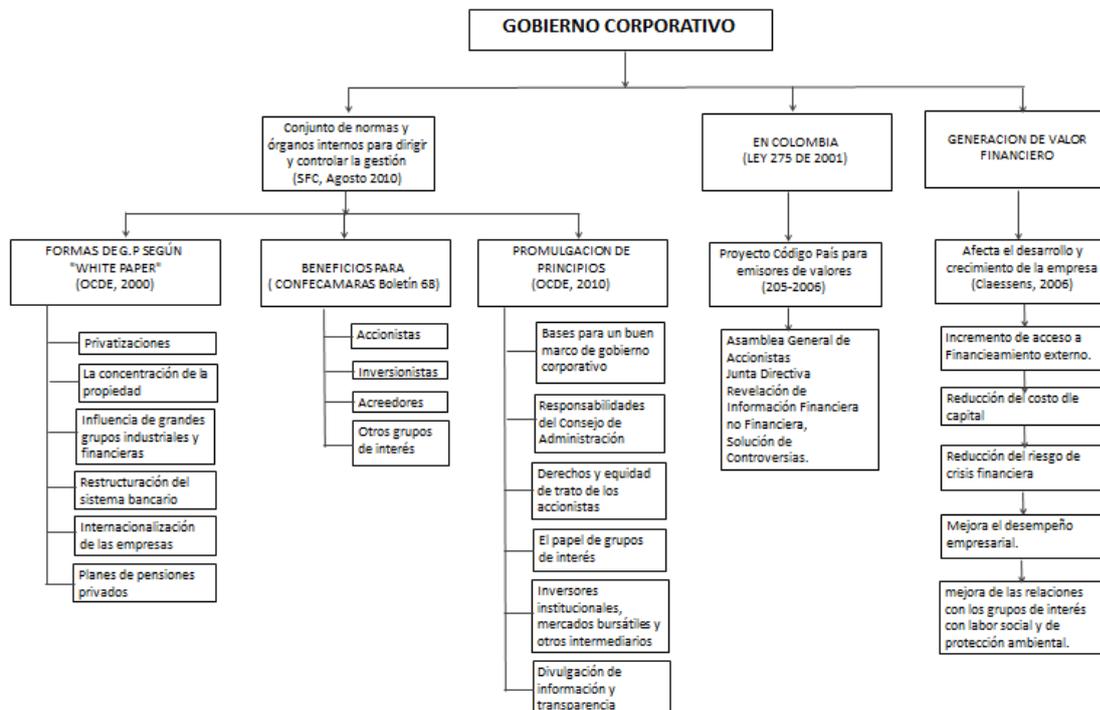


Figura 2 (conti): Mapa conceptual de la revisión de literatura

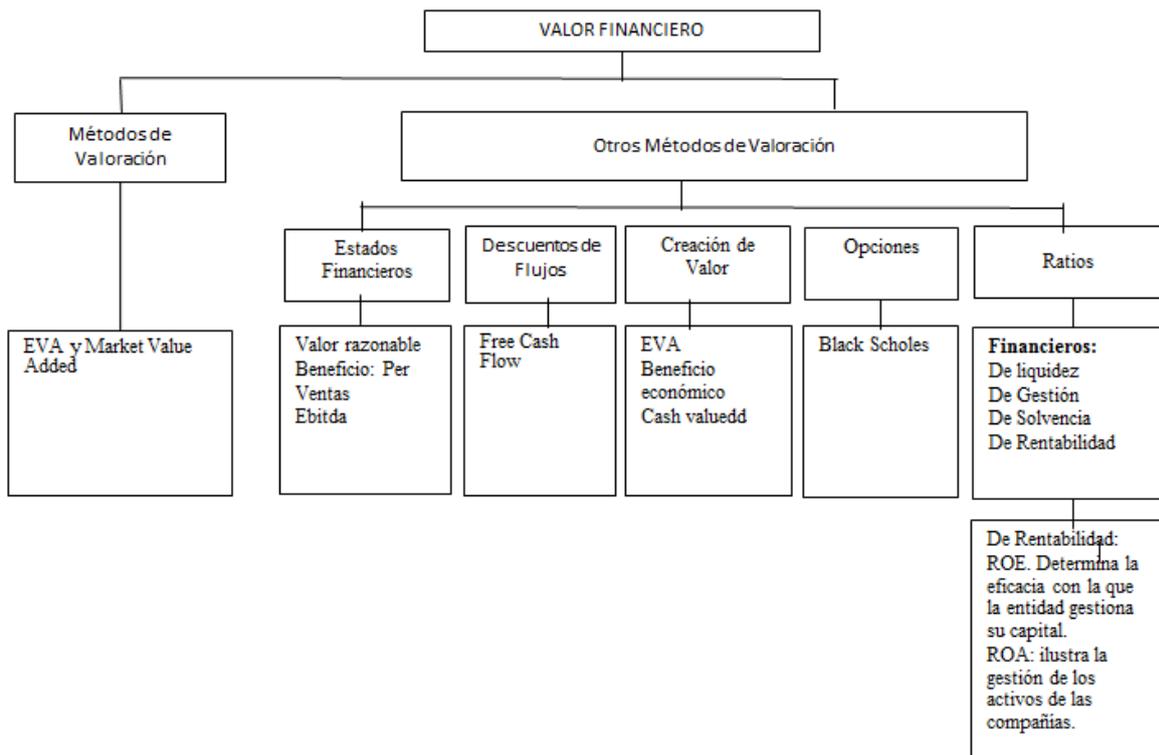
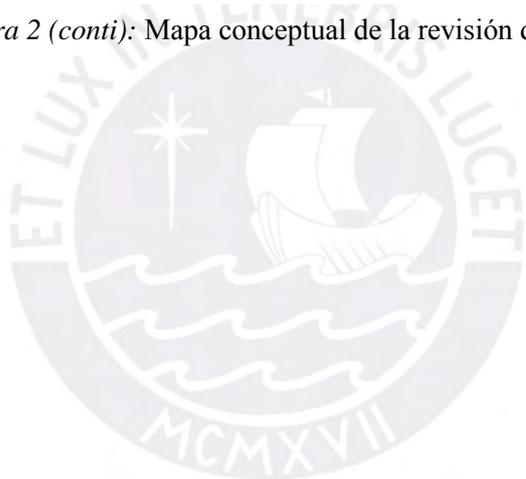


Figura 2 (conti): Mapa conceptual de la revisión de literatura



3. Metodología

3.1 Introducción

En esta parte introductoria, vale la pena aclarar el origen de la palabra investigación, la cual según Borrero:

La palabra investigación en sus orígenes denotaba recorrer caminos ya trazados, repasar las huellas de la ciencia, reconstruir en nuestras mentes lo recogido. Esta acepción primó en los siglos XII y XIII cuando se rescató la sabiduría milenaria acumulada por el hombre. Con la Revolución Científica del siglo XVI y con ello la llegada de las ciencias nuevas, la investigación cambió su significado y se tornó entonces en la búsqueda de lo desconocido, aunque durante el Renacimiento tomó también visos de invención (Borrero, 2003).

La metodología de investigación utilizada en este estudio tiene la intención de describir el impacto que tiene la implementación del Buen Gobierno Corporativo en el valor financiero de las compañías mineras con explotación de minerales metálicos y carbón en Colombia. El estudio será realizado, manipulando la variable del buen gobierno corporativo a través de sus principios y evaluando su efecto sobre el valor financiero. De la población se consolidará un muestreo, a partir del cual se efectuará una encuesta con preguntas soportadas en la literatura, referente a los principios del Gobierno Corporativo, las cuales estarán sujetas a un resultado cualitativo y que permita realizar una descripción del impacto que tiene el Gobierno Corporativo sobre el valor Financiero de las empresas. Aunque este trabajo es de tipo transversal, el valor financiero es determinado sobre las ratios de rentabilidad bajo la evaluación de dos periodos de tiempo (dos años consecutivos) con el fin de revisar un aumento, igualdad o disminución del mismo para poder intuir que exista o no impacto.

Pero hacer investigación no es copiar repetidamente procedimientos, sino que incluye un ingrediente importante de creatividad y originalidad que catapulte las ideas novedosas hacia el desarrollo de los diversos campos científicos

3.2 Diseño de la investigación

La presente investigación cuenta con un enfoque cualitativo. El alcance del estudio es descriptivo. Se reseñarán las situaciones de las empresas evaluadas con relación al Gobierno Corporativo y se analizará el impacto sobre la generación de valor financiero durante un periodo de tiempo determinado. Se recolectará información de manera independiente sobre la implementación de Gobierno Corporativo y los Ratios de Rendimiento que nos permitirán analizar el impacto sobre la generación de valor financiero de la empresa.

El tipo de diseño para esta investigación es transaccional, manipula una variable independiente que en este caso es el Buen Gobierno Corporativo, para analizar las consecuencias sobre la variable dependiente denominada Valor Financiero (Hernández et al., 2014)

3.3 Conveniencia del diseño

Esta investigación es de tipo cualitativa, como una excelente opción para ultimar los resultados y determinar cualitativamente la implementación de Gobierno Corporativo y el comportamiento sobre el valor financiero del sector minero. El análisis de los resultados entre las variables generará una respuesta integral. Los resultados pueden ser discutidos y publicados legítimamente, para evaluar el impacto entre las variables estudiadas en este trabajo.

El alcance de la investigación es descriptivo, debido a que se perfilará y caracterizará la variable independiente y seguidamente la variable independiente bajo un análisis individual. Posterior a esto mediante la evaluación de resultados, se deberá realizar un análisis que permita definir si existe una posible relación entre variables. El tipo de diseño para la presente investigación es transaccional, buscando construir deliberadamente una misma situación en la que expuestas las empresas mineras metálicas y carboníferas, nos permiten evaluar la realidad de la minería en Colombia.

3.4 Preguntas de la investigación

- ¿La implementación de Buen Gobierno Corporativo en la industria minera, generan algún posible impacto sobre el valor financiero del sector?
- ¿Cuáles de las empresas estudiadas podrían tener un Buen Gobierno Corporativo, con el cumplimiento de los principios de buen Gobierno Corporativo?
- ¿En las empresas identificadas con Buen Gobierno Corporativo, se puede establecer algún impacto sobre su valor financiero, con la implementación de un Gobierno Corporativo?

3.5 Población y Participantes

La población del estudio corresponde al 51% del mercado total, que está conformado por el 32% de explotación de minerales metálicos y 19% de explotación de carbón. El 49% restante no se contempla en el estudio debido a que el 47% corresponde a explotación de minerales no metálicos y el 2% de piedras preciosas. Su condición de “sin título minero” (85% del total) limita el acceso a la información de los estados financieros de éstas compañías. La población identificada cuenta con razón social en Colombia para el año 2015, según publicación de la Superintendencia de Sociedades en sus estados financieros.

3.6 Carta de presentación

La carta de presentación busca solicitar aprobación y apoyo de las empresas mineras encuestadas, frente a la consecución de la información financiera necesaria y a la identificación de políticas de Gobierno Corporativo en empresas del sector.

Fue dirigida a 36 compañías del sector minero de explotación de minerales metálicos y carboníferos en Colombia, contempladas en el muestreo de este estudio. Ver Tabla 2.

La carta de presentación se puede visualizar en Apéndice B del presente documento.

3.7 Marco del muestreo

Para establecer el marco del muestreo, se consultó a la Superintendencia de Sociedades en relación a las empresas colombianas registradas en el sector minero. La información obtenida incluía empresas de: extracción de piedra de carbón y lignito, extracción de minerales metalíferos, extracción de otras minas y canteras, extracción y explotación de otros minerales y carbón y derivados. Como resultado se generó una base de datos de 298 empresas.

En consideración con la presente investigación, cuyo objeto se ubica en la explotación de minerales metálicos como el oro, plata, platino, cobre, hierro, plomo, ferroníquel, explotación de carbón, se obtuvo un primer filtro de 212 empresas. Teniendo en cuenta el acceso a la información de los estados financieros de éstas compañías y adicionalmente al ranking de comparación de sus estados financieros según ingresos operacionales, patrimonio, activos, pasivos y utilidad neta (Reyes., Duque, J., Camacho, M., & Cáceres, M., 2015), se ha obtenido una muestra de 36 empresas para la presente investigación, descritas en la Tabla 2.

3.8 Localización Geográfica

El estudio se desarrollará en la ciudad de Bogotá-Colombia con empresas mineras de explotación de minerales metalíferos y carbón que tuvieran actividad en alguna región de Colombia. En Colombia la minería se establece como uno de los principales motores económicos debido a su ubicación geográfica y sus condiciones geológicas, con un subsuelo rico en minerales e hidrocarburos. La actividad minera se concentra principalmente en la zona centro, zona norte y zona occidente. Colombia tiene inmensas reservas de carbón en las tres cordilleras especialmente en la Oriental. Con minas en los departamentos de Boyacá, Antioquia, Cundinamarca, Norte de Santander y Valle del Cauca.

Tabla 2 *Empresas Mineras de Explotación de Carbón y Minerales Metalíferos en Colombia*

RAZÓN SOCIAL	OPERACIÓN
DRUMMOND LTDA	CARBÓN
CARBONES DEL CERREJON LIMITED	CARBÓN
ACERÍA PAZ DEL RIO S.A.	MINERALES METALÍFEROS
CCX COLOMBIA S A	CARBON
ANGLOGOLD ASHANTI COLOMBIA S.A.	MINERALES METALÍFEROS
COMERCIALIZADORA COLOMBIANA DE CARBONES Y COQUE S.A.	CARBÓN
CENTROMIN S A S	CARBÓN
SOCIEDAD CENTRAL DE ACTIVOS MINEROS SAS	CARBÓN
COEXMINAS COMPAÑIA COLOMBIANA DE EXPLOTACIONES MINERAS S A	MINERALES METALÍFEROS
DOWEA S.A.S	MINERALES METALÍFEROS
LATINAMERICAN CHEMICAL TREATMENTS LTDA.	MINERALES METALÍFEROS
COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL MILPA S.A.	CARBON
CARBONES DE LOS ANDES S. A	CARBÓN Y MINERALES METALÍFEROS
INDUSTRIAS COLOMBIANAS MINERARIAS S.A. INCOLMINE S.A.S.	CARBÓN
OPERADORARA MINERA S.A (INVERSIONES TOMAS S.A)	CARBÓN
CERRO MATOSO S. A	MINERALES METALÍFEROS
EMPRESA MINERA TENCUA LTDA.	MINERALES METALÍFEROS
ZANDOR CAPITAL S A COLOMBIA (GRAN COLOMBIA GOLD)	MINERALES METALÍFEROS
CONTINENTAL GOLD DE COLOMBIA	MINERALES METALÍFEROS
RED EAGLE MINING DE COLOMBIA LIMITED SUCURSAL COLOMBIA	MINERALES METALÍFEROS
QUINTANA S.A.S.	MINERALES METALÍFEROS
SOCIEDAD MINERA SOLVISTA COLOMBIA SAS	MINERALES METALÍFEROS
MINA EL GRAN PORVENIR DEL LIBANO S. A	MINERALES METALÍFEROS
MOROCOTA GOLD S.A.S.	MINERALES METALÍFEROS
CARMINALES	CARBÓN
ANDEAN EXPLORATION S.A.S	MINERALES METALÍFEROS
NEGOCIOS MINEROS S.A.	MINERALES METALÍFEROS
MINATURA COLOMBIA S.A.S.	MINERALES METALÍFEROS
MINEROS NACIONALES S.A.S	MINERALES METALÍFEROS
MINERA EL ROBLE S.A.	MINERALES METALÍFEROS
PRODECO S. A	CARBÓN
CONSORCIO MINERO UNIDO	CARBÓN
COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL COLOMBIAN NATURAL RESOURCES I S.A.S.	CARBÓN
MASERING S.A.S.	CARBÓN
VALE COAL COLOMBIA LIMITED	CARBÓN
SERVICIOS DE MINERÍA Y DRAGADOS S.A S	CARBÓN

En el departamento de La Guajira existe una de las minas a cielo abierto más grandes de América Latina: El Cerrejón, adicional a esto Colombia cuenta con reservas de carbón en otros departamentos como César, Córdoba, Boyacá y Santander. El oro se encuentra en

filones o vetas entre las rocas o en aluviones en las arenas de algunos ríos, en las cordilleras Central y Occidental. Los departamentos de mayor producción de oro son: Antioquia, Chocó, Nariño, Cauca, Tolima y Caldas.

3.9 Instrumento

Como se mencionó en el capítulo II del presente trabajo, los principios que rigen el gobierno corporativo están basados en los promulgados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico – OCDE en su última circular emitida en septiembre de 2015. Todos los principios son resumidos en la encuesta adjunta al Apéndice A de este trabajo, donde sus preguntas son argumentadas a nivel literario.

Las preguntas de la encuesta están sustentadas de la siguiente manera:

Bases para un buen marco de gobierno corporativo: Los principios siempre serán de carácter progresivo, requieren una constante revisión ante una modificación de contenido. Las empresas deben innovar y adaptar sus buenas prácticas de gobierno corporativo con el propósito de cumplir con las nuevas demandas, y aprovechar las oportunidades que salgan en el mercado para poder seguir siendo atractivas y competitivas para los inversores. De igual manera la responsabilidad recae sobre los gobiernos exactamente en sus organismos de vigilancia, control y proveedores de infraestructura para elaborar un marco regulador eficiente que suministre la flexibilidad que permita a los mercados funcionar de forma eficaz y responder a los intereses de los diferentes grupos.

Para garantizar la efectividad del marco para un buen desarrollo del gobierno corporativo en la industria es necesario establecer fundamentos reglamentarios e institucionales en el que todos los actores del mercado se sientan tranquilos y seguros al momento de crear relaciones comerciales.

Los países que pretendan aplicar los Principios deben realizar un seguimiento a toda su reglamentación y a sus actores incluido sus cotizaciones en los mercados con el fin de aportar al desarrollo de la economía. Asimismo, al momento de desarrollar un marco legal los entes legisladores deben considerar un dialogo y cooperación con los organismos internacionales así cómo los resultados que se puedan obtener por el bien de los gobiernos corporativos.

Por otro lado, los protagonistas políticos tienen la obligación de proporcionar un marco que sea flexible para satisfacer las necesidades de las sociedades facilitando el desarrollo por parte de las mismas para crear valor. Además, deberán centrar sus esfuerzos en creación de estructuras de incentivos, la eficacia de los sistemas auto reguladores y la gestión de los conflictos de intereses. Cuando se requieran nuevas normas y códigos para hacer frente a imperfecciones se deben crear de forma que sean de fácil entendimiento y aplicación por todas las partes, la consulta por parte de las autoridades a las asociaciones y gremios es una forma eficiente de conseguirlo.

La asignación de responsabilidades entre las autoridades debe ser de forma clara garantizando que sirve a los intereses del público por tal razón es importante que los gobernantes tengan presente los riesgos al momento de crear la norma para que adopten medidas, una ejecución efectiva requiere que la distribución de cargas en materia de supervisión, control, aplicación y ejecución entre las diferentes autoridades queden claramente determinadas, de tal modo que al momento de definir las competencias de cada organismo puedan respetarse y utilizarse de forma eficaz en favor de los mercados.

Estas responsabilidades deben ser atribuidas a autoridades u organismos que estén autorizados para cumplir con dichas funciones por supuesto sin generar conflicto de intereses y que estén vigiladas por el estado (OCDE Report to G20 Finance Ministers and Central Bank governors, 2015)

Derechos y equidad de trato de los accionistas:

El Artículo 48 de la Ley 222 de 1995, contempló que:

Los socios podrán ejercer el derecho de inspección sobre los libros y papeles de la sociedad, en los términos establecidos en la ley, en las oficinas de la administración que funcionen en el domicilio principal de la sociedad. En ningún caso, este derecho se extenderá a los documentos que versen sobre secretos industriales o cuando se trate de datos que, de ser divulgados, puedan ser utilizados en detrimento de la sociedad. Las controversias que se susciten en relación con el derecho de inspección serán resueltas por la entidad que ejerza la inspección, vigilancia o control. En caso de que la autoridad considere que hay lugar al suministro de información, impartirá la orden respectiva. Los administradores que impidieren el ejercicio del derecho de inspección o el revisor fiscal que conociendo de aquel incumplimiento se abstuviere de denunciarlo oportunamente, incurrirán en causal de remoción. (Artículo 48 de la Ley 222 de 1995)

De igual forma el Código de Comercio, estableció que:

Los documentos indicados en el artículo anterior, junto con los libros y demás comprobantes exigidos por la ley, deberán ponerse a disposición de los accionistas en las oficinas de la administración, durante los quince días hábiles que precedan a la reunión de la asamblea. (Artículo 447 del Código del Comercio)

La Superintendencia de Sociedades, determinó que:

La libertad del asociado según las voces del artículo 369, es la de examinar, vocablo este que no tiene una connotación diferente a la de escudriñar con cuidado y diligencia el tema de su interés, pero no va más allá de una simple inspección; esto es, que el asociado no puede, con base en la norma en comento, reclamar a los administradores nada distinto: sacar fotocopias o exigir las, supera el derecho allí consagrado, lo cual no obsta para que en

un momento dado la junta de accionistas, máximo órgano social, determine la viabilidad de conceder cierta libertad a favor de los asociados, para que al examinar los distintos papeles de la empresa en el ejercicio del derecho de inspección, se les permita sacar directamente o solicitar a la administración las fotocopias que a bien tengan”.(Oficio 220-30201 del 16 de abril de 1999, Superintendencia de Sociedades)

Inversores institucionales, mercados bursátiles y otros intermediarios (nuevo capítulo): El mercado de valores donde el conjunto de agentes, instituciones, instrumentos y formas de negociación interactúan facilitando la transferencia de capitales para la inversión a través de la negociación de valores hace parte de una estrategia de financiación para las compañías que definen acogerse a esta. El mercado de capitales permite que los recursos se destinen en el mediano y largo plazo para financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario. Entre las ventajas de acudir a un mercado de valores según la Superintendencia Financiera de Colombia en su informe de Conceptos Básicos del Mercado de valores (2008) se encuentra: a) Obtener recursos financieros a menor costo. b) Diseñar las fuentes de recursos financieros de acuerdo con sus necesidades. c) Capitalizar su compañía. d) Optimizar la estructura financiera de su empresa. e) Proyectar la imagen corporativa de la entidad. y f) Darles liquidez a los activos

Divulgación de información y transparencia: En un marco de gobierno de las sociedades, éstas deben asegurar que presentan identificación de las áreas esenciales que deben proporcionar información financiera y no financiera al mercado, de manera precisa y periódica sobre todas las cuestiones materiales, incluidas los Estados Financieros básicos, la sociedad y su gobernanza. La experiencia en países con mercados de valores activos, muestran que la información se puede convertir en una herramienta poderosa para influir en el comportamiento de las compañías y proteger a los inversores. El mantener un

sistema de información ágil y sólido puede ayudar a atraer capital nacional y/o extranjero manteniendo la confianza en los mercados financieros

La comunicación de la información sin importar el canal no debe constituir costos financieros y administrativos para las compañías, tampoco se pretende que revelen datos que puedan poner en riesgo su posición competitiva. Los estados financieros de las empresas que muestran los resultados económicos incluidos las notas y revelaciones, al parecer son la fuente de información más vista sobre las compañías que permite tomarlas como base para valorar sus títulos participativos. Estos informes resultan muy útiles puesto que ayudan a la toma de decisiones y a proyectar resultados futuros. Así mismo las compañías publican sus objetivos, visión, misión, políticas medioambientales y otros compromisos donde esta información resulta clave para los interesados con el propósito de evaluar la relación entre las comunidades y la organización donde operan y las medidas adoptadas.

En un segundo lugar los inversionistas propenden por que las empresas muestren a través de canales la estructura actual de la propiedad y los derechos, en algunos países establecen que las empresas deben revelar datos de propiedad una vez hayan traspasado un umbral de participación. En el caso colombiano a solicitud de las superintendencias las compañías reportan para publicación las participaciones mayores al 5% del total accionario, igualmente solicitan que desvelen información sobre las operaciones entre partes relacionadas.

Los inversionistas requieren información de los miembros que componen tanto las juntas directivas como los comités que brindan apoyo para la toma de decisiones a los consejos, con el fin de verificar y evaluar su trayectoria y un potencial conflicto de intereses que pueda impedir su labor, adicionalmente las compañías deben informar sobre las estructuras y políticas que las conforman y en especial la distribución del poder entre

los accionistas, administración e integrantes del consejo que resulta trascendental para la evaluación de las buenas prácticas del gobierno corporativo.

Por otro lado, los usuarios de la información financiera y los actores de los mercados necesitan estar enterados y evaluar los riesgos financieros a que puede llegar estar expuestos en sus participaciones accionarias, como es el caso del riesgo sistémico, el de tasa de interés, riesgos crediticios, riesgo de tipo de cambio y riesgo medioambiental entre otros. Es así que en una economía globalizada como la nuestra donde el interés de la información es general se hace necesario que los países implementen estándares de la más alta calidad que permitan mejorar la capacidad de los inversionistas para fiscalizar las compañías proporcionando reportes más confiables, comprensibles y transparentes, estos principios apoyan dichos estándares que pueden ayudar a perfeccionar la comparación de información entre países.

Para que toda la información sea pública se necesitan de conductos que pueden ser tan relevantes como el mismo contenido de la misma, gracias a los archivos electrónicos los sistemas de back up, internet, redes sociales y otras tecnologías facilitan el mejoramiento de la divulgación. (OCDE Report to G20 Finance Ministers and Central Bank governors, 2015)

Responsabilidades del Consejo de Administración: El marco del gobierno de las sociedades debe estipular las directrices estratégicas de la compañía, un control eficaz de la dirección por parte del Consejo y la responsabilidad del Consejo hacia la empresa y sus accionistas. Los miembros del Consejo deben desempeñar su labor contando con una información completa, de buena fe, con la diligencia y cuidado debidos y mirando siempre por los mejores intereses de la empresa y de sus accionistas. Cuando las decisiones del Consejo pudiesen afectar a los distintos grupos de accionistas de forma dispar, el Consejo debe actuar con todos los accionistas de forma justa. Todos estos aspectos forman parte de

la regulación de la sociedad como persona jurídica (no de la empresa como entidad económica ni del mercado). Sin embargo, entre las funciones que, según la OCDE, debe ejercer el Consejo se encuentran: la revisión y dirección estratégica corporativa, los principales planes de acción, la política de riesgo, los presupuestos anuales y los planes de negocio, el establecimiento de los objetivos sobre los resultados; la supervisión de los principales gastos; la selección, retribución y sucesión de directivos y la política de información y comunicación. Éstos, son más bien aspectos que pertenecen al gobierno de la empresa, no de regulación de la sociedad y, por tanto, deben ser autorregulados. Del mismo modo, en relación a la información financiera, la exigencia de una auditoría anual que permita establecer de forma objetiva el estado financiero de la empresa constituye una regulación externa y del mercado, más que de la propia sociedad.

Para promover la integridad del Consejo, los accionistas deberían tratar de tener un número suficiente de consejeros que sean independientes de la administración y de los accionistas de control. (Olcese, 2005).

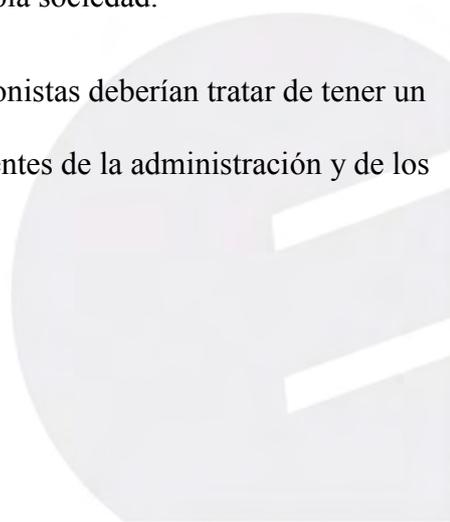
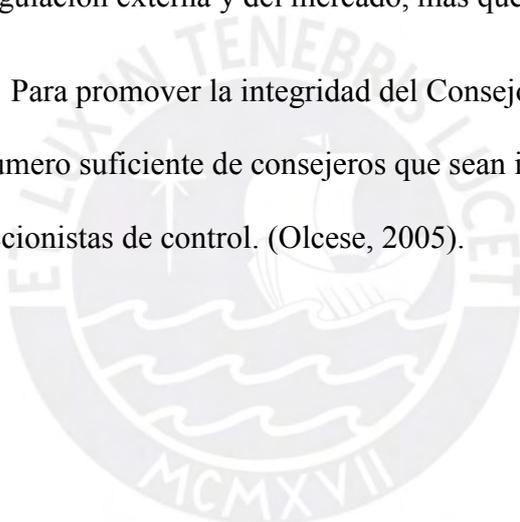


Tabla 3 Validación de constructo de la encuesta.

Principios que rigen el Gobierno Corporativo basados en la OCDE	Preguntas Encuesta	Soporte Literario
1. Bases para un buen marco de gobierno corporativo	1) ¿La empresa conoce el marco legal colombiano para la creación y el desarrollo de un Gobierno corporativo? 2) ¿La empresa considera que las autoridades del gobierno brindan el apoyo necesario en la creación del gobierno corporativo?	OCDE Report to G20 Finance Ministers and Central Bank governors. (septiembre de 2015). Obtenido de www.oecd.org : http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf
2. Derechos y equidad de trato de los accionistas	3) ¿La Sociedad proporciona un trato igualitario a todos los accionistas sin acceso a información privilegiada de unos accionistas respecto de otros? 4) ¿La Junta Directiva ha aprobado un procedimiento concreto para relacionarse con los Accionistas de distintas condiciones? 5). En operaciones que puedan derivar en la dilución de capital de los accionistas Minoritarios, la sociedad las explica detalladamente a los accionistas en un informe Previo de la Junta Directiva? 7) ¿La sociedad organiza eventos de presentación de resultados trimestrales, dirigidos a sus accionistas y analistas del mercado? 8) ¿La empresa se acoge al mercado de valores? 9) De ser negativa la pregunta anterior, ¿Dé las siguientes razones, por qué la empresa no se acoge al mercado de valores? a. No está interesada b. Hace parte de una Corporación que si emite valores c. Estará planeada a corto plazo d. Otro, ¿cuál?	Código de Comercio Colombiano. (1971). Decreto 410, capítulo IV, sección I, artículo 447. Superintendencia de Sociedades. (1999). Oficio 220-30201 de abril de 1999.
3. Inversores institucionales, mercados bursátiles y otros intermediarios	10) ¿Cuenta con una política activa para fomentar la inversión eficiente, económica y de Capital humano? 11) ¿Existe una cooperación activa entre empleados, clientes, socios y comunidad en General, en la creación de riqueza y empleo formal?	Superintendencia Financiera de Colombia. (2008) Conceptos Básicos de Mercado de Valores. Diciembre de 2008, Colombia.
4. El papel de los grupos de interés en el gobierno corporativo	6) ¿La sociedad cuenta con una página web corporativa, en el que se incluye información Financiera y no financiera, y en la que los accionistas pueden expresar sus observaciones? 12) ¿La Sociedad informa oportunamente a los accionistas eventos relevantes que puedan afectar la integridad de la misma?	Olcese, A. (2005). Código de mejores prácticas. En Teoría y práctica del buen gobierno corporativo (pp.13-45-46-66-70). Madrid: Marcial Pons ediciones jurídicas y sociales, S.A.
5. Divulgación de información y transparencia	13) ¿Los consejeros son independientes del grupo directivo? 14) ¿El consejo cumple con las siguientes funciones? a) La revisión de la dirección estratégica corporativa, principales planes de acción y los planes de negocio. b) Revisión del establecimiento de los objetivos sobre los resultados. c) Supervisión de la política de riesgo y de los presupuestos anuales. d) Vigilancia en la selección y sucesión de directivos e) La supervisión de los principales gastos. f) Supervisión de la política de información y comunicación. g) Realiza una auditoría anual que permita establecer de forma objetiva el estado financiero de la empresa.	OCDE Report to G20 Finance Ministers and Central Bank governors. (Septiembre de 2015). Obtenido de www.oecd.org : http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf
6. Responsabilidades del Consejo de Administración		Olcese, A. (2005). Código de mejores prácticas. En Teoría y práctica del buen gobierno corporativo (pp.13-45-46-66-70). Madrid: Marcial Pons ediciones jurídicas y sociales, S.A.

3.10 Recopilación de datos

En la recolección de datos se deberá tener un plan con un propósito específico según Hernández, Fernández, & Baptista. (2014) este incluye determinar: a) cuales son las fuentes y donde se ubican, b) cual será el instrumento a aplicar, y c) de qué manera serán presentados para el posterior análisis.

La recolección de los datos se va a tomar de las respuestas suministradas por Gerentes de las empresas que accedieron a dar la respuesta a la encuesta generada en el Apéndice A o en los casos en los cuales la encuesta no sea diligenciada por las empresas directamente, se procederán a consultar otras fuentes de información que permitirán diligenciar la encuesta correspondiente, de esta forma se obtendrá la mayor cantidad de empresas con la encuesta diligenciada con el fin de proceder a realizar el análisis propuesto en esta tesis. La recolección de datos fue hecha por los 4 estudiantes de esta tesis. El instrumento a aplicar para la recolección de datos será la Encuesta adjunta en el Apéndice A de este trabajo.

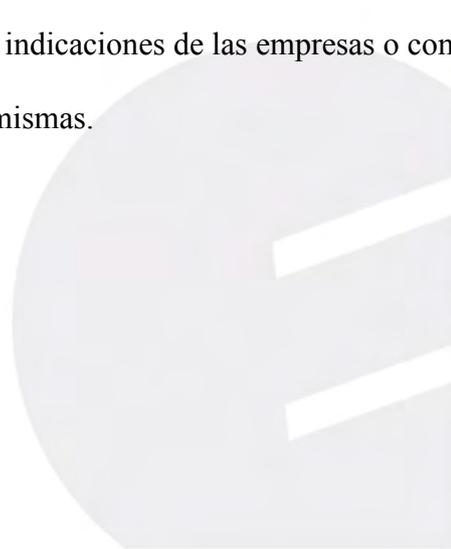
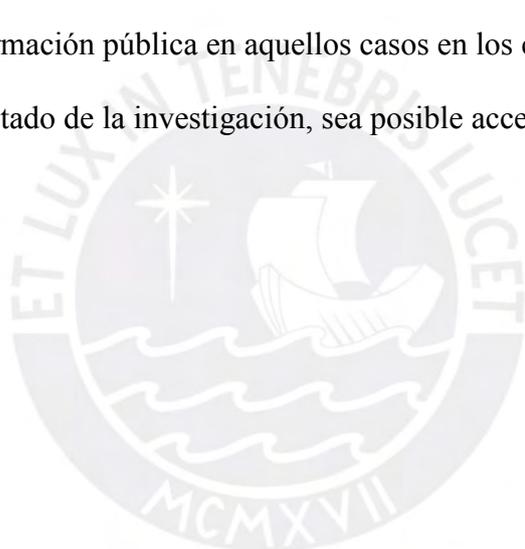
3.11 Análisis de datos

Una vez recopilada la información requerida y considerando que únicamente serán analizadas las empresas de explotación de minerales metálicos y de carbón en Colombia de las cuales los estudiantes reciban las encuestas diligenciadas y que operan bajo Gobierno Corporativo, o de las cuales su información pública permita el diligenciamiento de la misma, se analizarán los datos en dos etapas: En una primera etapa se validará cada una de las respuestas para analizar la tendencia de estas empresas a la implementación de los principios de Gobierno Corporativo, determinados por la OCDE en su último boletín de septiembre de 2015, posteriormente, en la segunda etapa, se analizarán los resultados financieros de estas empresas durante los años 2013 y 2014 para determinar el posible impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la generación de valor financiero traducido en beneficios económicos, mayor rentabilidad y creación de valor, en esta misma etapa será analizado el

principio de buen Gobierno Corporativo que tiene mayor impacto sobre el valor financiero de las empresas durante el período evaluado.

3.12 Validez y confiabilidad.

Como se ha mencionado, se ha realizado la validez de constructo a través de la sustentación literaria expresada en la sección 3.9. La información es confiable dado que ha sido recolectada a través de medios primarios y secundarios. En consideración de que la encuesta será realizada con base en los principios de Gobierno Corporativo establecidos por la OCDE en su último boletín del año 2015, ésta encuesta será enviada directamente a cada una de las empresas, sus respuestas serán válidas toda vez que un funcionario elegido por cada empresa presente la respuesta a los estudiantes, así mismo será válida la fuente de información pública en aquellos casos en los cuales por indicaciones de las empresas o como resultado de la investigación, sea posible acceder a las mismas.



4. Presentación y Análisis de Resultados

La recolección de los datos fue obtenida a partir del diligenciamiento de la encuesta del Apéndice A de este trabajo por parte de un Directivo de cada empresa o del diligenciamiento de la misma a partir de la página oficial de dicha compañía donde concurren los informes de Gobierno Corporativo. De la población identificada en la base de datos de la Superintendencia de Sociedades en relación a las empresas colombianas registradas en el sector minero y posterior a los filtros mencionados para el Muestreo, se obtuvo una relación de 36 empresas para la presente investigación, descritas en la Tabla 2. Sin embargo, una vez contactadas estas empresas y verificados sus informes de sostenibilidad o de Gobierno Corporativo, logramos obtener información mediante éstas dos fuentes, de 11 empresas las cuales fueron evaluadas en esta investigación. Dichas empresas son mencionadas en la Tabla 4.

Tabla 4 *Empresas Mineras de Explotación de Carbón y minerales Metalíferos en Colombia con acceso a la información de la encuesta del Apéndice A de este trabajo*

RAZÓN SOCIAL	OPERACIÓN
DRUMMOND LTDA	CARBÓN
CARBONES DEL CERREJON LIMITED	CARBÓN
COMERCIALIZADORA COLOMBIANA DE CARBONES Y COQUE S.A.	CARBÓN
COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL MILPA S.A.	CARBON
CARBONES DE LOS ANDES S. A	CARBON Y MINERALES METALÍFEROS
CONTINENTAL GOLD DE COLOMBIA	MINERALES METALÍFEROS
RED EAGLE MINING DE COLOMBIA LIMITED SUCURSAL COLOMBIA	MINERALES METALÍFEROS
ACERÍA PAZ DEL RIO S.A.	MINERALES METALÍFEROS
ANDEAN EXPLORATION S.A.S	MINERALES METALÍFEROS
MINEROS NACIONALES S.A.S	MINERALES METALÍFEROS
ZANDOR CAPITAL S A COLOMBIA (GRAN COLOMBIA GOLD)	MINERALES METALÍFEROS

4.1 Resultados conforme a los principios de Gobierno Corporativo

Los resultados obtenidos a partir del diligenciamiento de la encuesta trabajada en el Apéndice A de este documento y que a su vez contempla los 6 principios mencionados por la

OCDE en su último reporte, están comprendidos en las 14 preguntas mencionadas en la encuesta. Las respuestas fueron tabuladas y consolidadas en la Tabla 5 de este documento a partir de las encuestas anexadas al trabajo de grado.

Para el análisis de resultados se revisaron los mismos bajo dos segmentos: 1. Empresas dedicadas a la explotación de Carbón y 2. Empresas dedicadas a la explotación de minerales metalíferos. En el análisis se hace uso del constructo evidenciado en la Tabla 3, donde se correlacionan las preguntas de la encuesta con cada principio descrito por la OCDE. Por lo tanto, el análisis preliminar, se hace viendo el comportamiento de cada empresa con respecto a cada principio y por tanto a cada pregunta para ver una tendencia preliminar en el cumplimiento del Gobierno Corporativo. Posterior a este análisis, se determinó cual fue el principio con mayor y menor afirmación y negación con el propósito de ver correlaciones en término de cumplimiento de cada principio en las empresas mineras en Colombia. De allí, se determinó por cada empresa el porcentaje de afirmaciones y negaciones para poder ponderar su cumplimiento en el Gobierno Corporativo.

Finalmente, se analizó la relación entre las empresas con Gobierno Corporativo frente al valor financiero durante los años 2013 y 2014, para dar respuesta a las preguntas de investigación. Se revisan las respuestas de la encuesta del Apéndice A de las 11 empresas que se mencionan en la Tabla 4 y que cuyas respuestas son tabuladas en la Tabla 5 y basados en la validación del constructo de la encuesta que se representa en la Tabla 3 de este documento y que consolida cada pregunta con su respectivo principio según la OCDE en su más reciente publicación de septiembre de 2015. A continuación, se analizan los resultados en dos segmentos, las empresas de explotación de carbón y las empresas de minerales metalíferos propiamente. En las Figuras 3 y 4 se grafican las respuestas para cada segmento de mercado evaluado para el primer principio “Bases para un buen marco de Gobierno Corporativo donde

Tabla 5 Resultados consolidados de la encuesta del Apéndice A en las 11 empresas consultados y que se obtuvo respuesta

Pregunta	CARBONES COLOMBIANO DEL CERREJON S.A.S.	DRUMMOND LTDA	COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL MILPA S.A.	RED EAGLE MINING DE COLOMBIA LIMITED SUCURSAL COLOMBIA	ANDEAN EXPLORATION S.A S/ GRUPO EMPRESARIAL	MINEROS NACIONALES S.A.S	CONTINENTAL GOLD DE COLOMBIA	COLOMBIA GOLD S.A.S	CARBONES DE LOS ANDES S.A	COMERCIALIZADORA COLOMBIANA DE CARBONES Y COQUE S.A.	ACERÍA DE PAZ DEL RIO S.A.
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	1	1	1	1	1	1	NR	NR	1	0	NR
3	1	1	1	0	1	1	1	NR	1	NR	1
4	1	0	0	1	1	1	1	1	1	0	1
5	1	0	0	1	1	0	1	NR	1	NR	1
6	1	1	0	1	0	1	1	1	1	0	1
7	1	0	1	NR	1	1	1	1	1	0	1
8	1	0	1	NR	0	1	1	1	1	0	NR
9		D		NR	C					D	
10	1	1	1	NR	1	1	1	1	0	1	1
11	1	1	1	NR	1	1	1	1	0	1	1
12	1	1	1	NR	1	1	1	1	1	1	1
13	1	1	1	NR	0	1	1	1	1	1	0
14a	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
14b	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
14c	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
14d	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
14e	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	0
14f	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
14g	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0

1: Respuesta afirmativa;

0: Respuesta negativa;

NR: No responde

Gris

sombreado:

No

Aplica

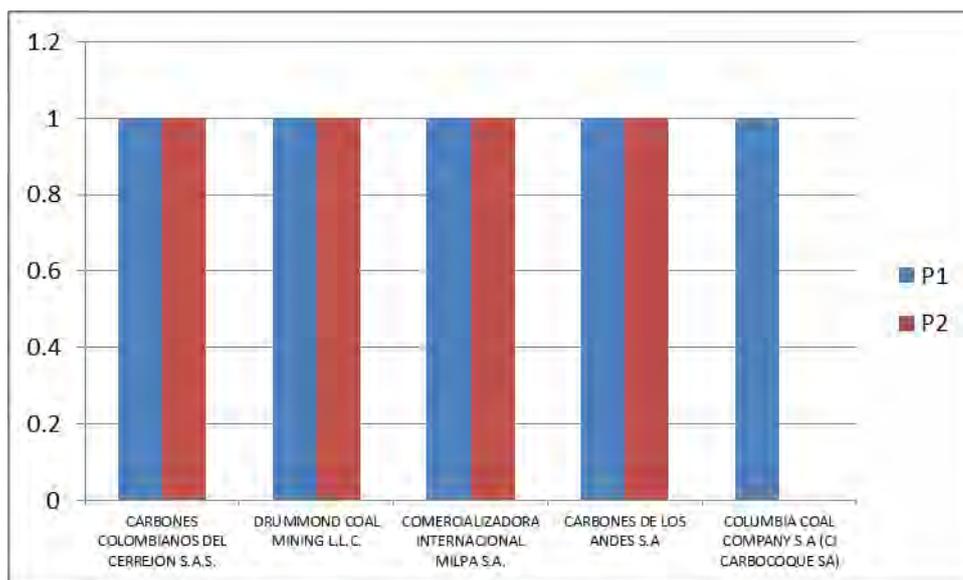


Figura 3: Gráfica de respuestas a las preguntas 1 y 2 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.

Las preguntas 1 y 2 de la encuesta están encaminadas a este principio, se encuentra que las empresas dedicadas a la explotación de Carbón como son: Drummond Ltda., Carbones de Cerrejón, Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A. Milpa y Carbones de los Andes tienen una tendencia a ser afirmativas las preguntas lo que presume que tienen buenas bases de buen marco de gobierno Corporativo, sin embargo, Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A. S.A niega tener consideración que las autoridades de gobierno brindan el apoyo necesario en la creación del Gobierno Corporativo, No obstante, según los resultados obtenidos con las 5 empresas de explotación de carbón, se presume que tienen bases sólidas para un buen Gobierno Corporativo.

Por otro lado, para este mismo principio 1, las empresas con un segmento de mercado de explotación de minerales metalíferos las cuales son: Red Eagle, Andean Exploration, Mineros, Continental Gold, Colombia Gold y Acerías paz del Rio tienen una variación mayor debido a que aunque todas responden afirmativamente a que la empresa conoce el marco legal colombiano para la creación y el desarrollo de un buen gobierno corporativo, solo la mitad de estas 6 empresas respondieron afirmativamente a la segunda pregunta de considerar

que las autoridades del gobierno brindan el apoyo necesario en la creación del gobierno corporativo, las otras, no suministraron respuesta. Por lo tanto, se ve mayor incidencia al cumplimiento del principio 1 en las empresas de explotación de Carbón que en las de explotación de minerales metalíferos.

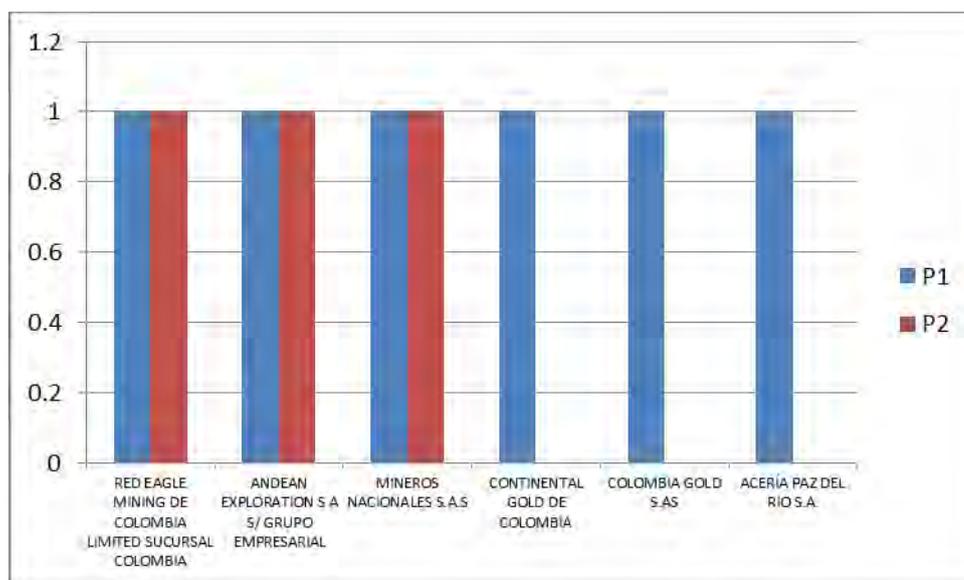


Figura 4: Gráfica de respuestas a las preguntas 1 y 2 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metalíferos

Con respecto al segundo principio “Derechos y Equidad de trato de los accionistas” y que está consolidado en las preguntas 3, 4, 5 y 7 se evidencia en las Figuras 5 y 6 para las empresas de explotación de carbón y las de minerales metalíferos respectivamente lo siguiente: En la Figura 5 se evidencian las respuestas a las preguntas 3, 4, 5 y 7 que tienen relación con el segundo principio de la OCDE en su más reciente publicación de septiembre de 2015. Las 5 empresas con características de organización diferentes que explica la variabilidad entre sus respuestas debido a que unas son multinacionales como Carbones del Cerrejón y las otras organizaciones bajo la gerencia de sus propios empresarios como el caso de Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A. Dos empresas de las 5 encuestadas en este segmento dieron respuestas afirmativas que corroboran la implementación de derechos y equidad en el trato a los accionistas, sin embargo, en el caso

de Drummond Ltda., y Milpa las respuestas solo fueron una y dos afirmativas respectivamente, lo que hace presumir que su Gobierno Corporativo no se encuentra completamente estructurado en términos del principio 2.

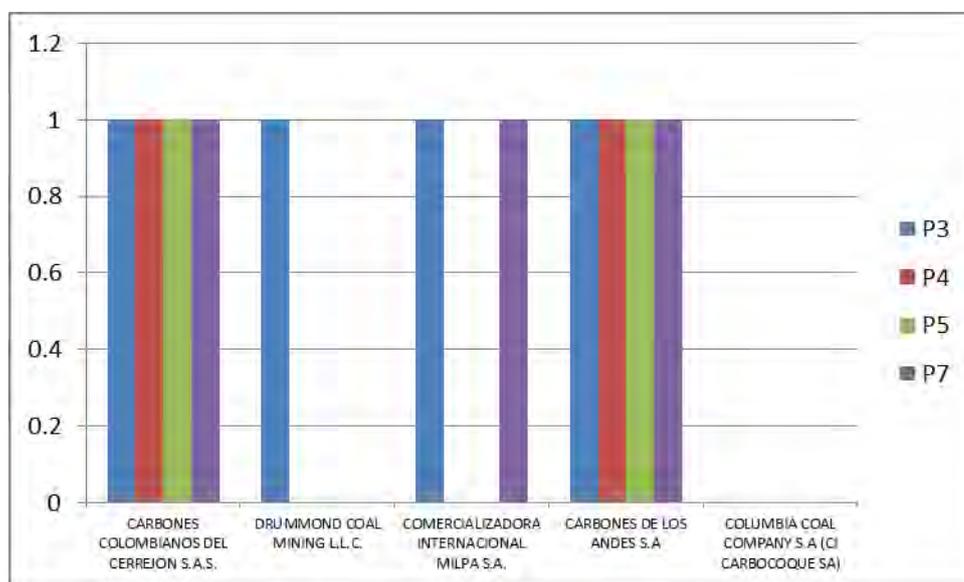


Figura 5: Gráfica de respuestas a las preguntas 3, 4, 5 y 7 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.

En el caso de Drummond Ltda., la empresa confirma en anotaciones en la encuesta que no hay accionistas de distintas condiciones al ser una empresa familiar, lo que explica a la negativa en todas sus preguntas a este principio y que es soportado por uno de los fundamentos evidenciados por la OCDE, el cual contempla que debido a la gran concentración de la propiedad, fundamentalmente en manos de grupos familiares, las cuestiones relativas al gobierno corporativo devienen fundamentales para, precisamente, la ampliación de mercados. Lo esencial sigue siendo, al igual que sucede en Europa, la búsqueda de un equilibrio entre un control claro y definido de la propiedad y los intereses de todos los accionistas de la empresa

Finalmente, la empresa Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A. niega todas las preguntas asociadas al principio 2 lo que hace presumir que no cuenta con estrategias o instrumentos que hagan valer los derechos y equidad del trato de los accionistas,

explicado también que es una empresa donde sus mismos empresarios son las que la manejan.

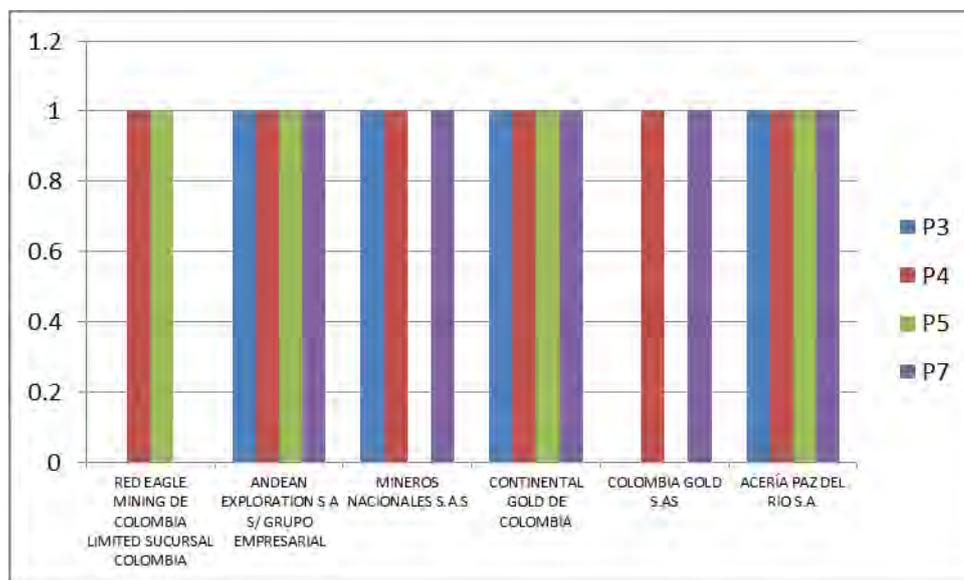


Figura 6: Gráfica de respuestas a las preguntas 3, 4, 5 y 7 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metalíferos.

En la Figura 6, se evidencia una mayor homogeneidad en los resultados por las 6 empresas que hacen parte al segmento de explotación de minerales metalíferos. En este caso la mitad de las 6 empresas respondieron afirmativamente a las 4 preguntas de este segundo principio, por tanto, el 50% hace referir que en este segmento la predominancia es cumplir el segundo principio. En el caso de las otras tres empresas Red Eagle, Mineros y Colombia Gold las respuestas son variadas, en el caso de Red Eagle, respondió afirmativamente a las preguntas 4 y 5 las cuales hacen referencia a la aprobación de un procedimiento concreto para relacionarse con los Accionistas de diferentes condiciones y la explicación detallada a los accionistas en caso de una disolución, las otras dos en la del trato igualitario (respuesta 3) responde negativamente y la de organización de eventos de presentación de resultados no dio respuesta. Para el caso de Mineros, respondió afirmativamente en todas las preguntas excluyendo la de la explicación detallada en caso de disolución justificándose en la misma encuesta que los accionistas tienen derecho a prevalencia y que no se ha tenido hasta ahora

ninguna disolución. Finalmente, para Colombia Gold el resultado es 50/50, para el caso de procedimientos concreto para relacionarse con los accionistas en distintas condiciones y el reporte al menos trimestral de los resultados ha respondido afirmativamente.

Aunque los resultados son variados, dependiendo de las respuestas de cada compañía, se muestra que las empresas en el segmento de explotación de minerales metalíferos tienen una adaptabilidad mayor en comparación al segundo principio que aquellas que se dedican al carbón, adicionalmente, en este segmento de minerales metalíferos, la mayor tendencia es de tener procedimientos concretos para relaciones entre accionistas de distintas condiciones.

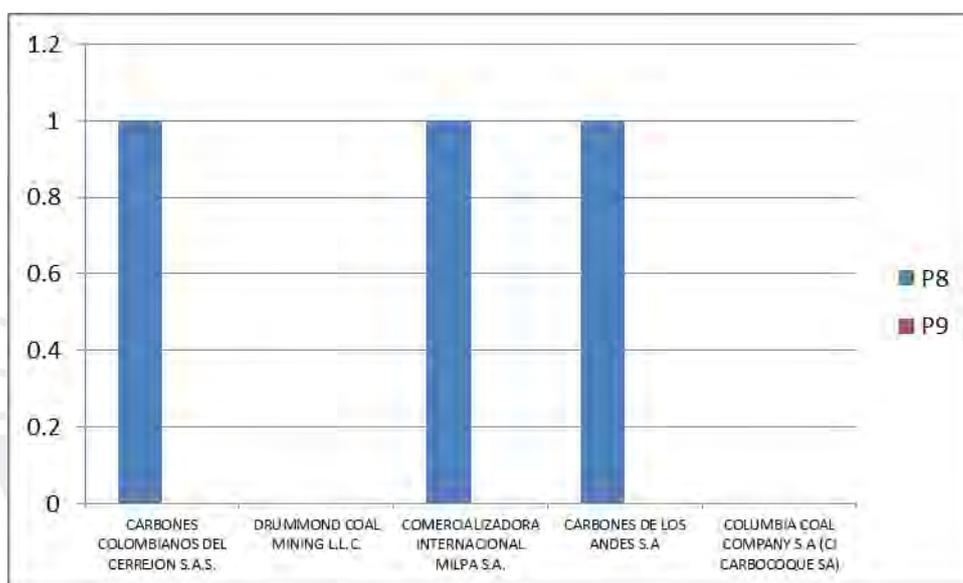


Figura 7: Gráfica de respuestas a las preguntas 8 y 9 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón

Los resultados obtenidos para el principio 3 que corresponde a las inversiones institucionales, mercados bursátiles y otros intermedios, las respuestas se describen así: Para el segmento del carbón, 3 de 5 empresas han respondido afirmativamente a que se acogen al mercado de valores, es el caso de Carbones Cerrejón, Milpa y Carbones de los Andes. Para el caso de Drummond Ltda., y Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A. respondieron que no se acoge a estos mercados y su respuesta a la negación fue que son empresas que no se acogen a mercado de valores. Sin embargo, cabe recordar que, aunque

este principio es determinado por la OCDE en su último reporte, la elección de entrar en el mundo bursátil es una decisión de cada compañía de hacerlo.

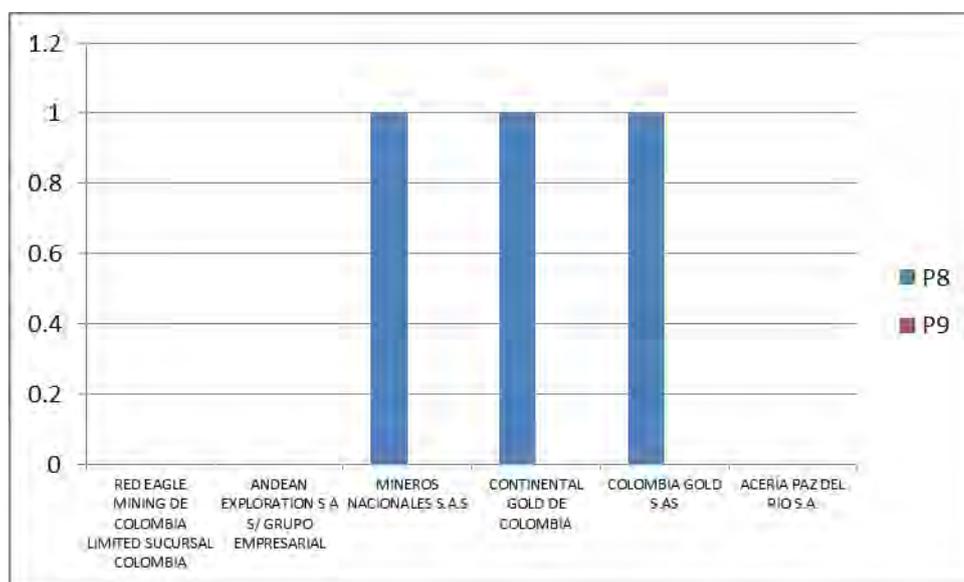


Figura 8: Gráfica de respuestas a las preguntas 8 y 9 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metálicos.

Para el segmento de minerales metálicos, la situación es un 50/50, Mineros, Continental Gold y Colombia Gold respondieron afirmativa a que ellos se acogen al mercado de valores, para el caso de los otros tres, Red Eagle no dio respuesta a la pregunta, Andean Exploration respondió que no se acogía a la industria de valores pero que estaba planeada al corto plazo hacerlo y finalmente Acerías Paz del Río no se pudo obtener ni de su página oficial ni de su reporte del 2015 a la Superintendencia Financiera esta información.

En estos dos segmentos, la acogida al mercado de valores se convierte en una decisión propia de cada empresa, de las 11 encuestadas solo 6 se acogen al mercado de valores, el 55% de las empresas encuestadas. Habría que determinar en otro estudio la decisión de no hacerlo en las empresas que han respondido negativamente.

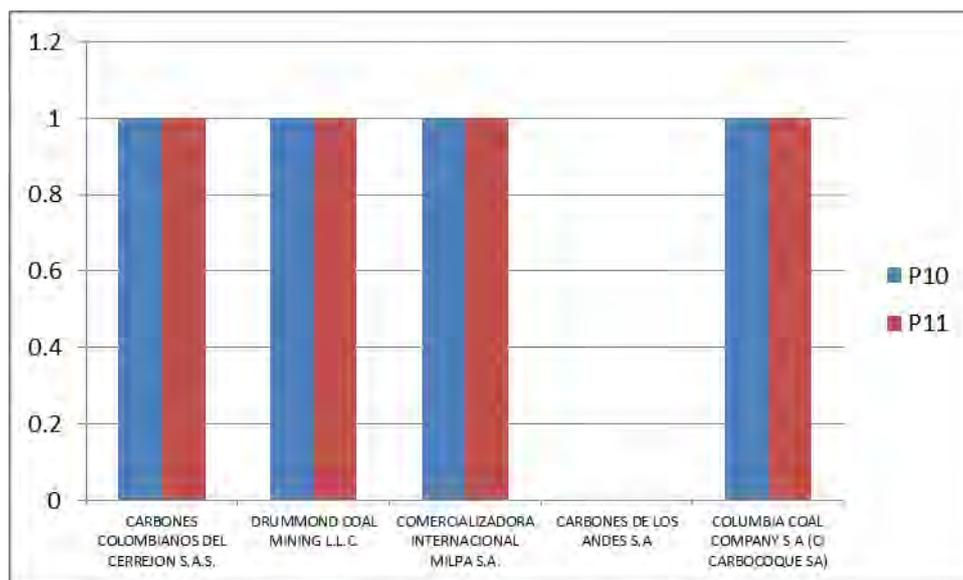


Figura 9: Gráfica de respuestas a las preguntas 10 y 11 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.

Para el principio 4 de la OCDE que establece el papel de los grupos de interés en el Gobierno Corporativo, el segmento de explotación de carbón tiene un comportamiento homogéneo en sus respuestas, es el caso que 4 de las 5 que hacen parte en este segmento afirmaron tener una política activa para fomentar la inversión y tener una cooperación activa entre empleados, clientes, socios en la creación de riqueza. Esto refleja la importancia de este principio en el ámbito del Gobierno Corporativo, sin embargo, Carboandes negó tener estas dos características, lo que la convierte en la única en no tener estos parámetros que permitan atribuirle cumplimiento al principio 4 de la OCDE.

En la Figura 10, se evidencia el resultado de estas dos preguntas en el segmento de los minerales metálicos, su comportamiento es idéntico al anterior segmento, porque 5 de las 6 empresas que están en este segmento de los minerales metálicos respondieron afirmativamente a las preguntas asociadas al principio 4 de la OCDE. Sin embargo, de Red Eagle no se pudo tener respuesta lo que conlleva a la falta de su información para establecer su cumplimiento o no en el principio 4.

En general el principio 4 y sus preguntas asociadas tienen un comportamiento homogéneo, posiblemente siendo el principio con mayor cumplimiento en estos resultados ya que 9 de 11 empresas respondieron afirmativamente.

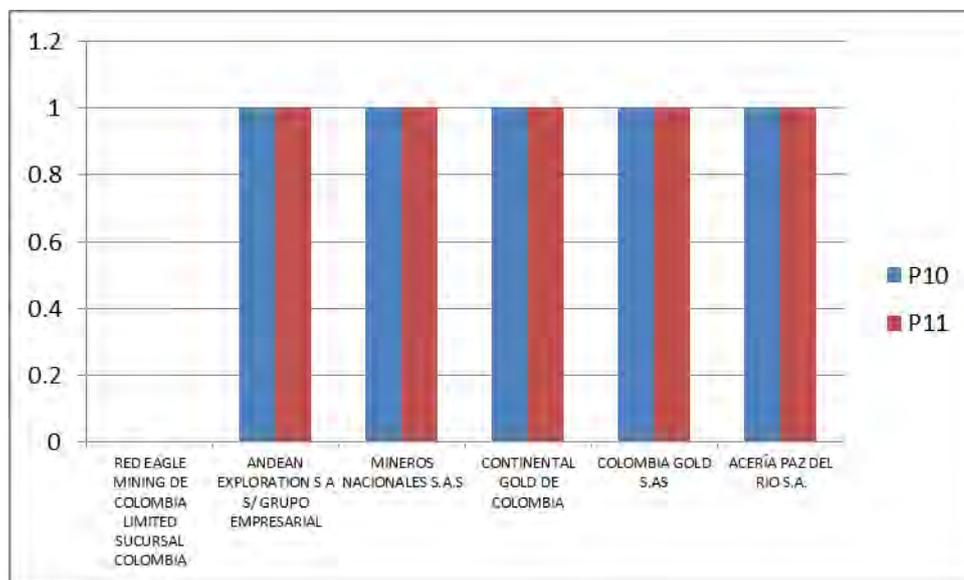


Figura 10: Gráfica de respuestas a las preguntas 10 y 11 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metalíferos.

El principio 5 “Divulgación de información y transparencia” que es representado en la encuesta trabajada por los puntos 6 y 12 que hacen alusión a contar con una página web en el que se incluya información financiera y no financiera y el reporte de la información a los accionistas de eventos importantes respectivamente, El segmento de explotación de carbón evidencia que todas las empresas tienen implementado estrategias oportunas para informar a los accionistas de eventos relevantes que puedan afectar la integridad de la misma, Sin embargo Milpa y Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A. no tienen página Web para compartir información financiera y no financiera, lo cual se desvía de la tendencia del mundo de ahora donde todas las empresas tienen al menos una página web.

Para el caso del segmento de minerales metalíferos, el comportamiento es muy similar en el caso anterior, sin embargo, aunque Red Eagle tiene página Web para compartir

información, no presencia procesos para la información a sus accionistas en eventos relevantes que puedan afectar la integridad según su negación a la pregunta 12.

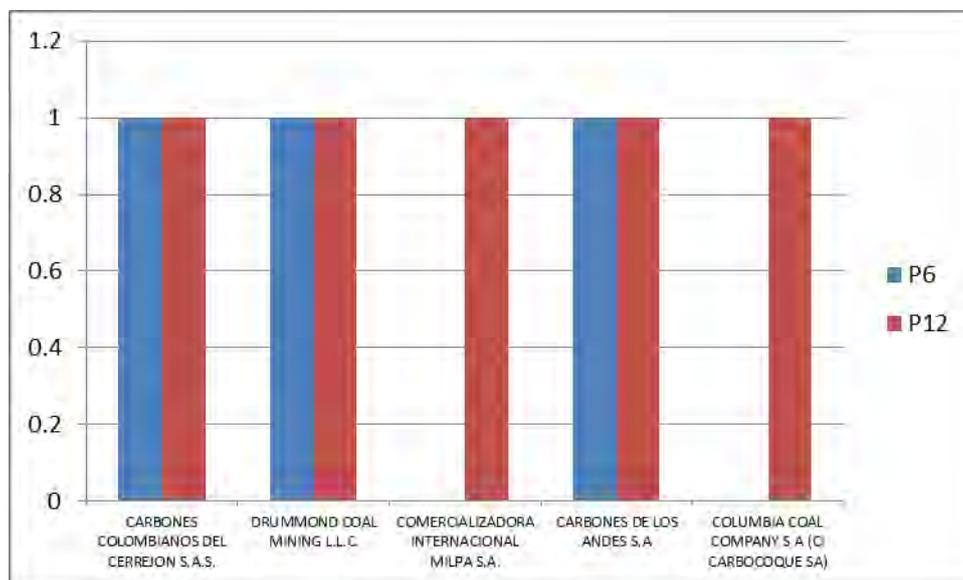


Figura 11: Gráfica de respuestas a las preguntas 6 y 12 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.

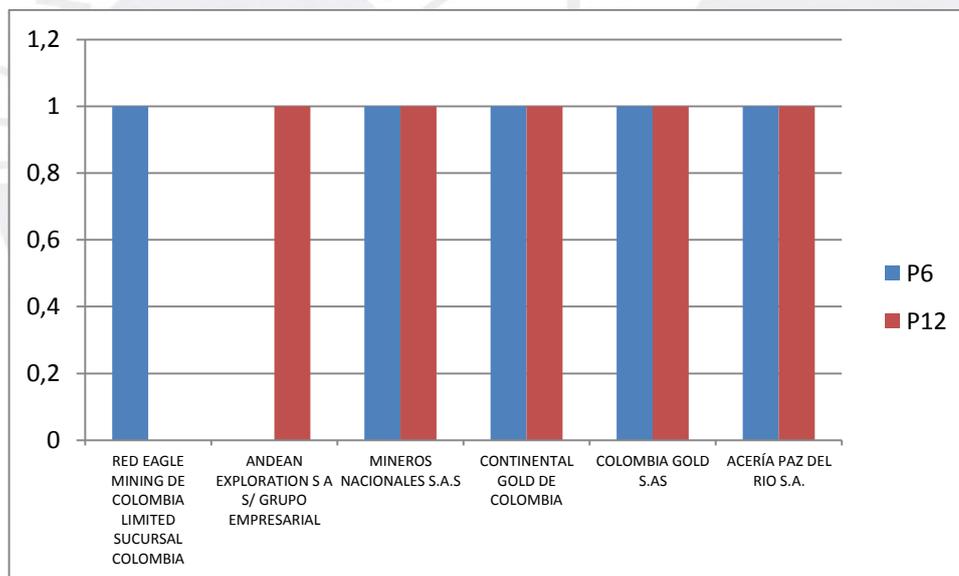


Figura 12: Gráfica de respuestas a las preguntas 6 y 12 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metálicos.

Para el caso también de Andean Exploration, al contrario de Eagle, si posee esos mecanismos de información a los accionistas, pero no cuenta con página WEB para compartir información.

Este principio evidencia que existe una tendencia positiva en tener mecanismos de información a los accionistas en eventos relevantes que afecten la integridad de ellos, y se podría interpretar también que el uso de páginas Web para compartir información es cumplido en un 72% de las empresas.

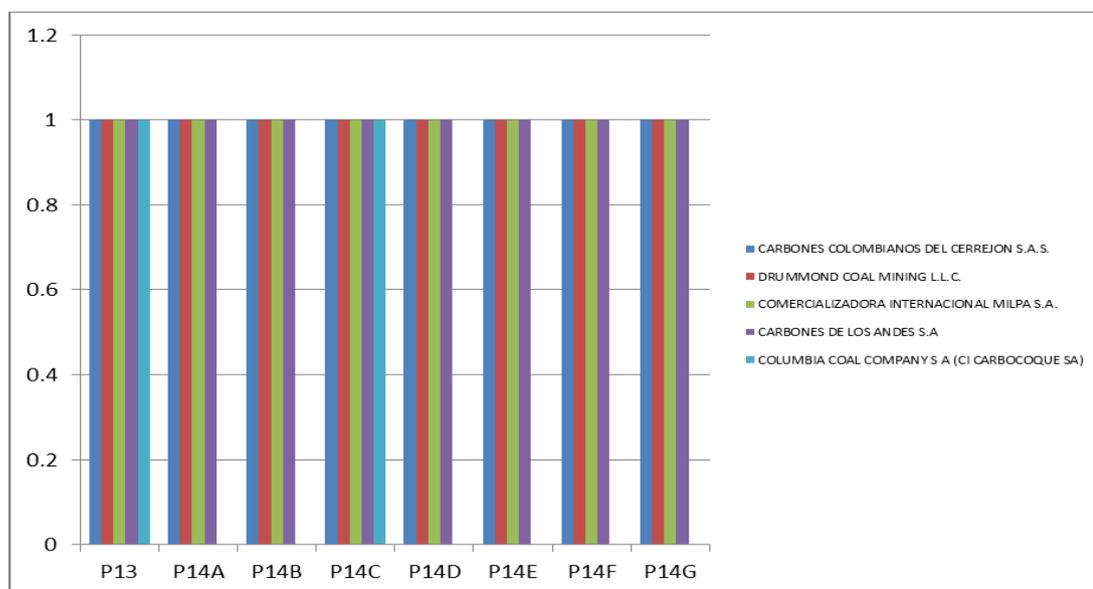


Figura 13: Gráfica de respuestas a las preguntas 13 y 14 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Carbón.

Finalmente, para el principio 6 “Responsabilidades del consejo de Administración” de la OCDE se contemplaron 2 preguntas correlacionadas con el principio según la literatura. La primera es si los consejeros son independientes del grupo directivo y la segunda relacionada a las funciones del consejo preguntadas mediante 7 subtemas.

En el segmento de industrias concentradas a la explotación del carbón la primera pregunta (pregunta 13) es realizada obteniendo que todas cumplan con el hecho de tener los consejeros independientes de los directivos, lo cual evidencia el cumplimiento total de este fundamento en el principio de responsabilidades del consejo de Administración. Para el caso de las funciones del consejo se evidencia mediante la pregunta 14 dividida en 7 temas que 4 de 5 empresas cumplen con la totalidad de las funciones mencionadas en la encuesta, solo

Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A. informa que ninguna función esta atribuida al consejo de Administración debido a que son asesorías externas.

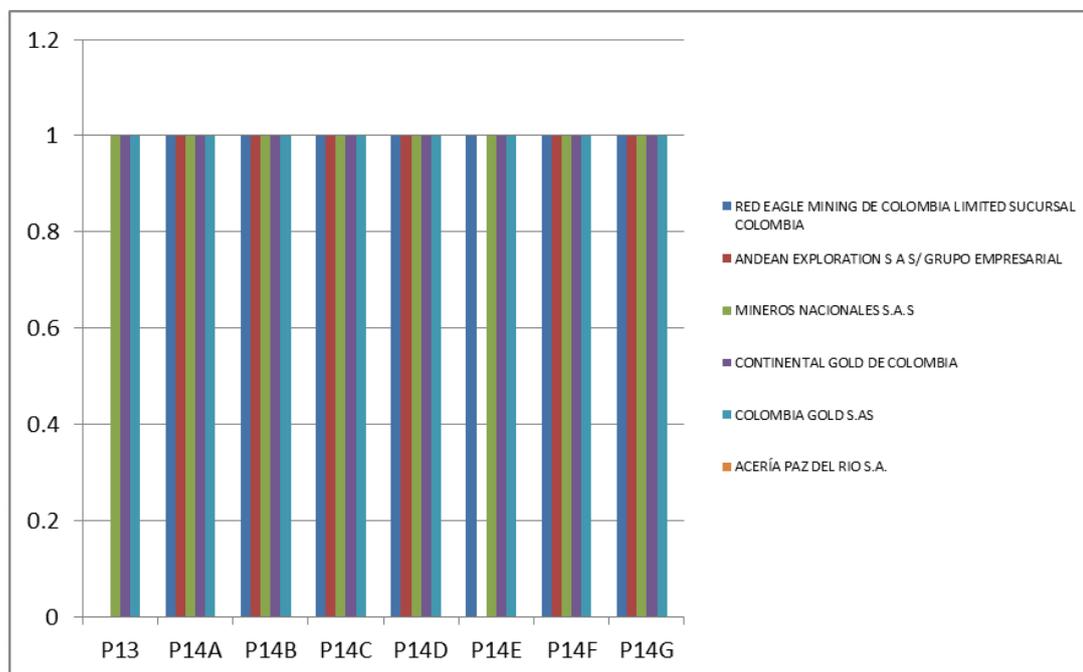


Figura 14: Gráfica de respuestas a las preguntas 13 y 14 de la encuesta del Apéndice A para las empresas de explotación de Minerales metalíferos.

Para el segmento de las empresas explotadoras de minerales metalíferos, evidencia que solo 3 de las 6 empresas tienen un consejo de administración independiente al consejo directivo, más sin embargo la mayoría las empresas informan que dichos consejos cumplen con las funciones mencionadas en el documento. Esto se puede interpretar como que, aunque el consejo no sea diferente a las directivas, los fundamentos y funciones son los mismos y rigen bajo la misma política del principio de Responsabilidades del consejo de Administración. Todas las empresas cumplen con 6 funciones mencionadas en las encuestas, lo cual indica una prevalencia en el cumplimiento de dichas funciones en el consejo de Administración.

Tabla 6 *Resultados consolidados de las afirmaciones y negaciones por cada principio obtenidos a partir de la tabla 5.*

Principio	Preguntas asociadas	%Si	%No
1	1 y 2	82%	18%
2	3, 4, 5 y 7	68%	32%
3	8 y 9	59%	41%
4	10 y 11	82%	18%
5	6 y 12	77%	23%
6	13 y 14	81%	19%

Durante los ultimas hojas se ha realizado un análisis de las respuestas obtenidas por cada empresa con la encuesta trabajada en el Apéndice A de este documento y que a su vez contempla los 6 principios mencionados por la OCDE en su último reporte y que son encriptados en 14 preguntas.

El cumplimiento de los seis principios según la OCDE es graficado en la Figura 14, Esta gráfica es obtenida a partir de la tabulación de todas las respuestas de las 11 empresas evaluadas. De allí se hace un análisis de las preguntas que están relacionadas a cada principio como se explica en el constructo de la encuesta de este trabajo. El principio con mayor número de respuestas afirmativas (82%) y que por tanto hace presumir que es el de mayor cumplimiento a la norma de Gobierno Corporativo, corresponde al principio 1 “Bases de un buen Gobierno Corporativo”; este resultado es adecuado teniendo en cuenta que las 11 empresas evaluadas desde el primer contacto han declarado tener implementado Buen Gobierno Corporativo, por tanto, se hace requerido que el primer principio de la OCDE sea cumplido. Así mismo, el principio 4 “El papel de los grupos de interés en el gobierno Corporativo” obtuvo el mismo porcentaje de afirmaciones que el principio 1 (82%) y el principio 6 “Responsabilidades del consejo de Administración” con un porcentaje igual de alto que los dos anteriores con un 81% de afirmaciones por parte de las empresas evaluadas.

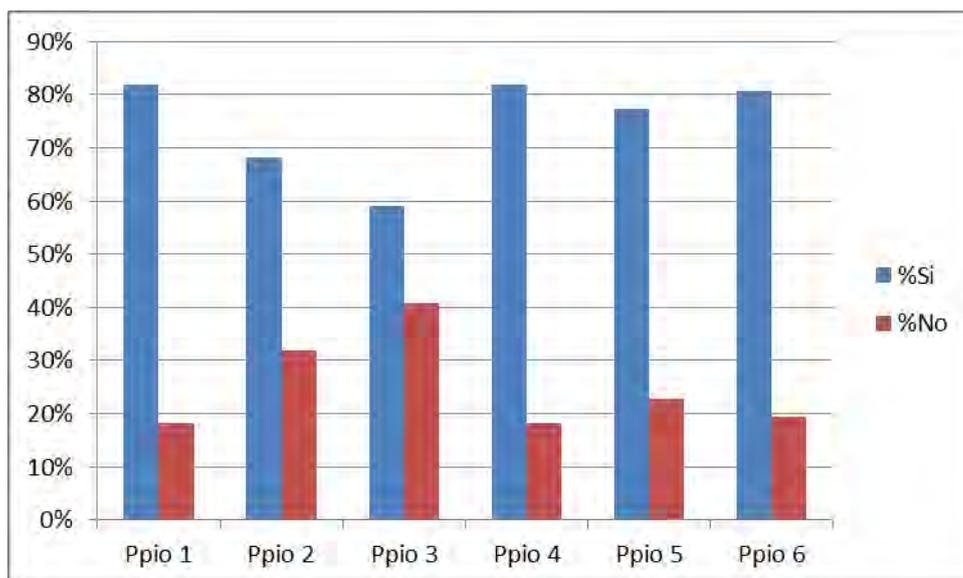


Figura 15: Gráfica de afirmaciones y negaciones de cada principio de acuerdo a los resultados tabulados en la tabla 6.

Por tanto, los principios 1, 4 y 6 son los principios con mayor acogida en las empresas evaluadas y que tienen un porcentaje igualitario en todos los casos; al comparar estos principios y su fundamento teórico hace prevalecer que su funcionalidad es la definición de roles y responsabilidades en el Gobierno Corporativo, debido a que si bien el principio 1 forma las bases de un buen marco, los principios 4 y 6 integran las responsabilidades de la mayor parte de las partes que interactúan en el Gobierno Corporativo. A su vez, el principio 5 “Divulgación de información y transparencia”, obtuvo también una ponderación alta con un 77%, lo cual indica que, aunque no igual a los 3 principios anteriores, las empresas evaluadas son conscientes de la importancia en la transparencia de la divulgación de la información financiera y no financiera.

Por el otro lado, el principio con menor ponderación, pero superior al 50% es el principio 3 “Inversiones institucionales, mercados bursátiles y otros intermedios”, este principio obtuvo un 59% de respuestas afirmativas, según el análisis de las respuestas, se explica a que algunas de las empresas evaluadas no cotizan en bolsa de valores. Ahora bien, al realizar el análisis de respuestas negativas por cada empresa consultada se encuentran los porcentajes la tabla 7.

Tabla 7 *Resultados consolidados de las afirmaciones y negaciones por cada empresa obtenidos a partir de la tabla 5.*

Empresas	% Si	% No
CARBONES COLOMBIANOS DEL CERREJON S.A.S.	95%	5%
MINEROS NACIONALES S.A.S	90%	10%
CONTINENTAL GOLD DE COLOMBIA	90%	10%
CARBONES DE LOS ANDES S. A	85%	15%
COLOMBIA GOLD S.AS	80%	20%
DRUMMOND LTDA	75%	25%
COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL MILPA S.A.	75%	25%
ANDEAN EXPLORATION S A S/ GRUPO EMPRESARIAL	75%	25%
RED EAGLE MINING DE COLOMBIA LIMITED SUCURSAL COLOMBIA	60%	40%
ACERÍA PAZ DEL RIO S.A.	45%	55%
COMERCIALIZADORA COLOMBIANA DE CARBONES Y COQUE S.A.	30%	70%

Al graficar dichos resultados como se observa en la Figura 15, se evidencia que 3 de las compañías sobrepasan el 90% del total de preguntas respondiendo afirmativamente, lo que hace predecir que son las compañías con un mayor porcentaje de cumplimiento del Buen Gobierno Corporativo. Por otro lado 3 empresas tienen un porcentaje menor que 60% siendo la empresa Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A. la menor con un 30% de cumplimiento sobre las preguntas realizadas en la encuesta del Apéndice A, las cuales están soportadas en la literatura para predecir el cumplimiento general de los principios de Gobierno Corporativo.

En atención a la pregunta de la investigación: ¿cuáles de las empresas estudiadas podrían tener un Buen Gobierno Corporativo, con el cumplimiento de los principios de buen Gobierno Corporativo?

Para el caso de Carbones del Cerrejón, Mineros Nacionales y Continental Gold de Colombia, las cuales son las empresas con un mayor porcentaje de respuestas afirmativas, se puede atribuir que dichas empresas tienen un Gobierno Corporativo mucho más definido y estructurado que las demás compañías, debido a que el cumplimiento de los principios de la OCDE son notorios, por otro lado estas empresas son las compañías más reconocidas en el

sector minero en Colombia y se evidencia también por la disposición en entregar la información y su información cargada en las páginas WEB de cada una de ellas.

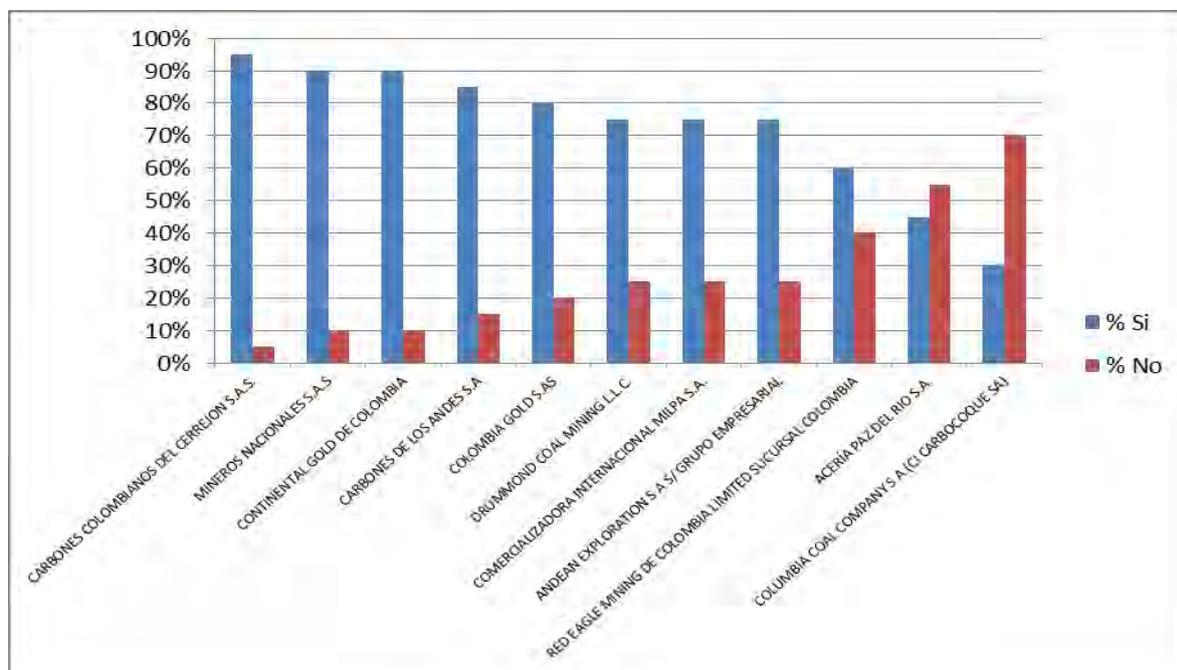


Figura 16: Gráfica de los porcentajes de afirmación y negaciones de cada principio por cada empresa.

De otra parte, Red Eagle, Acerías Paz del Río y Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A. fueron las 3 compañías con menor porcentaje de respuestas afirmativas, lo que haría presumir preliminarmente que son las compañías con un Gobierno Corporativo de menor grado que las demás y con algunos principios de la OCDE no cubiertos en su totalidad, sin embargo, para el caso de Red Eagle, esta empresa no suministró todo el cuestionario diligenciado, por lo que se asumió que las preguntas no respondidas se deberían catalogar como negativas.

Por otra parte, con Acerías Paz del Río, se obtuvo su información a partir del cuestionario del 2014 entregado a la Superintendencia Financiera en su página oficial de Código país, no obstante, no todas las preguntas del código país fueron entregadas y por tanto no se obtuvo información para dar respuesta a la encuesta del Apéndice A. En estos dos casos, para dar un estimado del grado de cumplimiento del Gobierno Corporativo, no se logró realizar una

investigación más exhaustiva sobre sus políticas de cumplimiento del Gobierno Corporativo directamente con algún Gerente o Directivo de la organización por falta de respuesta a la petición de suministrar dicha información.

4.2 Resultados de Ratios de rentabilidad ROA y ROE

Con este análisis se pretende responder a la pregunta: ¿La implementación del buen Gobierno Corporativo en la industria minera, generan algún posible impacto sobre el valor financiero del sector? Para medir el grado de desempeño o las buenas prácticas del Gobierno Corporativo se ha formulado catorce (14) preguntas referentes a varias empresas del sector minero radicadas en Colombia, y con el fin de dar respuesta al interrogante principal se revisaron los resultados financieros de sus ratios de ROA y ROE para cada una de las Mineras encuestadas, así como la relación que podía tener con la aplicación o no aplicación de los principios de Gobierno Corporativo. Dado que ya se tienen los resultados consolidados de las afirmaciones y negaciones por cada empresa consultada según la Tabla 7, se realiza un acercamiento a los indicadores de ROA y ROE para cada una de las empresas Mineras encuestadas y la relación que podría tener con la aplicación o no aplicación de los principios de Gobierno Corporativo.

El ratio de rentabilidad sobre los activos para los periodos de 2013 y 2014 de la muestra de 11 empresas mineras solo cinco mantuvieron sus posiciones positivas en los dos periodos, Cerrejón S.A.S, Comercializadora Internacional Milpa S.A., Carbones de los Andes S.A., Mineros Nacionales S.A. y Red Eagle Mining Limited, mientras que en cuatro de ellas sus resultados fueron negativos, Zandor Capital S.A, Acerías Paz del Rio S.A., Andean Exploration S.A., y Continental Gold de Colombia, por otro lado dos presentaron indicadores positivos en el primer año y negativo en el segundo, fue el caso de la Drummond Ltda., Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A.

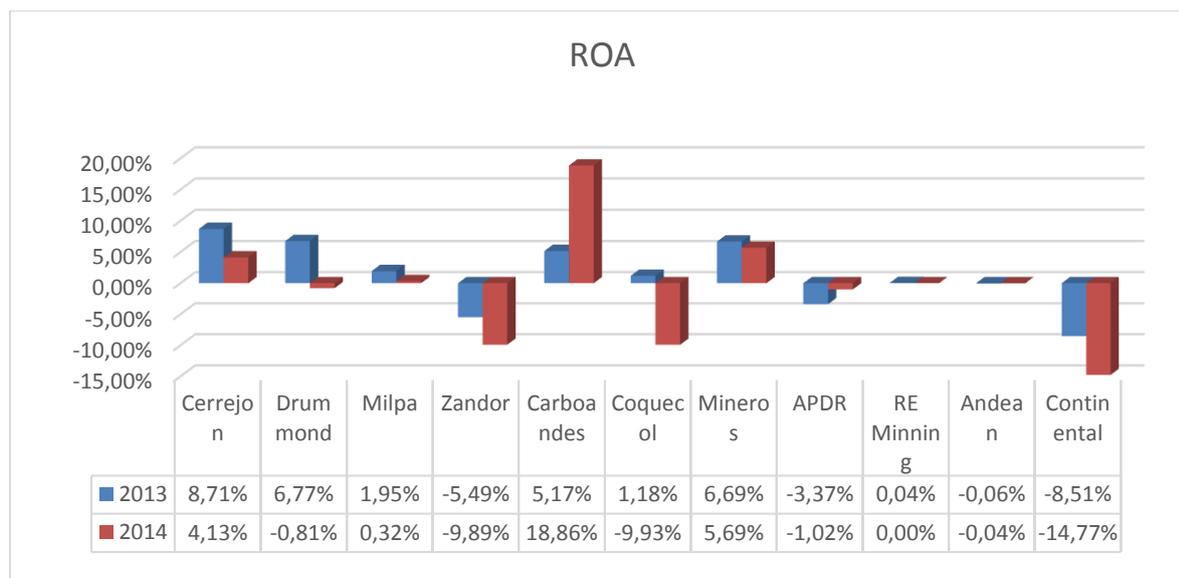


Figura 17: Gráfica del ratio ROA para cada una de las empresas Mineras encuestadas.

En lo que respecta a las empresas que mostraron mejor rendimiento fueron en su orden la Drummond Ltda., y Carbones de los Andes S.A para ambos años, el más bajo los mostró siempre Continental Gold de Colombia con un descenso del -6,26% y Comercializadora de Carbones y Coques S.A. con el -11,11%. El mejor desempeño lo obtuvo Carbones de los Andes S.A. que incrementó su gestión de activos en el 13,69%.

En cuanto al indicador de rentabilidad del capital de los Accionistas para los periodos de 2013 y 2014 cinco empresas muestran resultados positivos, Cerrejón S.A.S., Comercializadora Internacional Milpa S.A. Carbones de los Andes S.A., Mineros Nacionales S.A.S, Red Eagle Mining de Colombia Limited. mientras que Zandor Capital S.A, Acerías paz del Rio S.A., Andean Exploration S.A. y Continental Gold de Colombia sus resultados fueron negativos en ambos periodos, Drummond Ltda., y la Comercializadora Colombiana de Carbones y Coque S.A. pasaron de una situación positiva a una negativa del primero al segundo año.

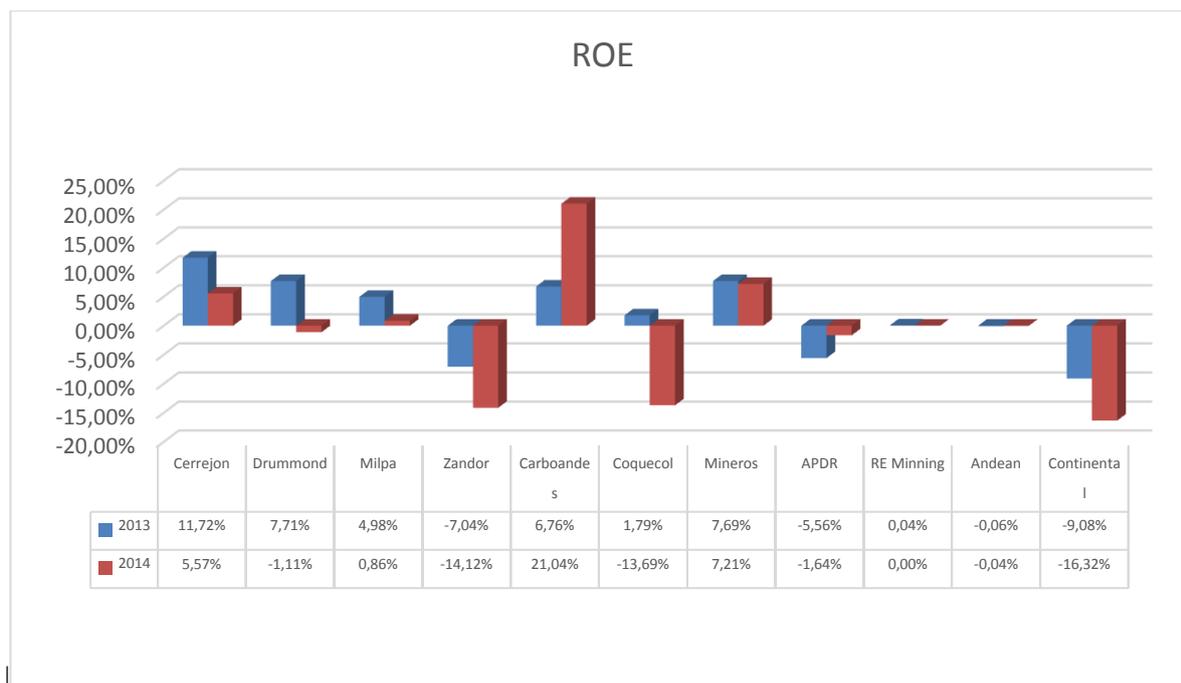


Figura 18: Gráfica del ratio ROE para cada una de las empresas Mineras encuestadas.

Por otro lado, lo relacionado con el rendimiento más alto al igual que su ROA lo hizo Cerrejón S.A.S. para el 2013, mientras que Carbones de los Andes S.A, lo hizo para el 2014, los cierres más bajos en ambos años los obtuvo Zandor Capital S.A. en lo referente a la gestión efectuada sobre el financiamiento de recursos propios, el mejor manejo lo obtuvo Carbones de los Andes S.A. con incremento positivo del 14,28% mientras que el peor desempeño fue de Comercializadora de Carbones y Coque S.A. con decremento del -15,49%.

En la Figura 19 agrupa en el ejercicio 2014 y 2013 los porcentajes de rentabilidad tanto en sus activos- ROA como en el capital invertido por sus accionistas- ROE producto del resultado de una gestión financiera de sus Juntas Directivas, Comités de apoyo y control y personal directivo ceñidas probablemente a los principios del Gobierno Corporativo, resultados que son reportados a los entes de control y vigilancia y que se convierten de interés público en general.

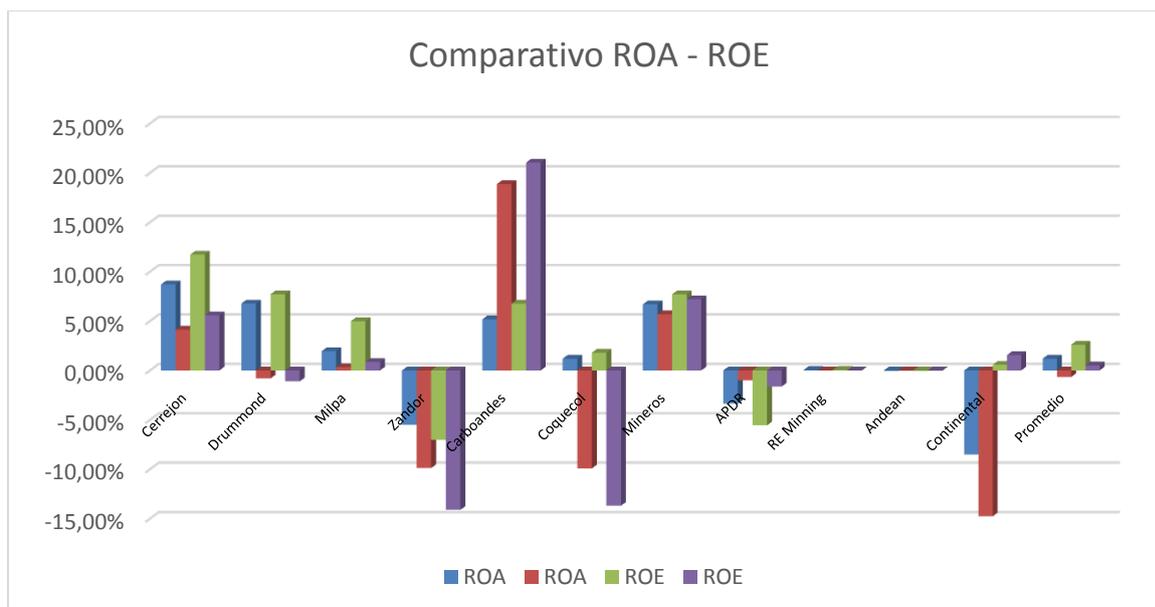


Figura 19: Gráfica del comparativo de los ratios ROA y ROE para cada una de las empresas Mineras encuestadas.

Para los periodos en referencia el promedio de las once compañías que respondieron las encuestas sus indicadores son positivos, en el caso de la Rentabilidad sobre los Activos- ROA fue de 1,19% en el primer periodo mientras que en el segundo año se ubicó en el 0,68% , es decir que para este grupo de empresas su mejor gestión se ve reflejada en el primer año con la adquisición de recursos externos, ahora bien, si miramos hacia lo que fue el manejo de la rentabilidad de los capitales de los accionistas- ROE, aunque permaneció positiva tuvo un descenso del 2,09% pasando del 2,60% al 0,51% , las compañías que más aportaron al promedio fueron Cerrejón S.A.S, Drummond Ltda., Carboanes de los Andes S.A. y Mineros Nacionales S.A.S., en los dos años tanto para el ROA como en el ROE, mientras que las empresas que menos aportan son Zandor Capital S.A. y Continental Gold, cada una con resultados negativos.

Si se trata de mirar que mineras le han dado un manejo optimo a ambos frentes sin descuidar detalle alguno de las dos ratios, observamos que cuatro compañías hacen bien la tarea, Cerrejón S.A.S, Comercializadora Internacional Milpa S.A, Carboanes de los Andes S.A. y Mineros Nacionales. Mientras que Andean Exploration Red Eagle Minning tuvieron

un comportamiento lineal o nulo de año a año tanto en su ROA como en su ROE, entonces se podría decir que esta Minera no se financia con recursos externos ni con recursos propios.

Vale la pena destacar que Carbones de los Andes S.A fue la única que tuvo un crecimiento progresivo en sus indicadores, y en cuanto a Mineros Nacionales S.A.S y Acerías Paz del Rio que son las únicas que cotizan en Bolsa de valores, la primera cerró los dos periodos con indicadores positivos en descenso leve, mientras que la segunda cerró con sus cifras negativas, pero con un ascenso de un año a otro.

Ahora bien, si observamos las dos ratios como parte de una relación o combinación y su adecuada gestión, proporciona una idea del negocio en marcha, es importante anotar que los dos indicadores ROA y ROE más que rendimiento expresan rentabilidad y suministran información de si la empresa en sus resultados financieros se está apalancando a través de fondos propios, vía financiación e indica un resultado positivo frente a la implementación y aplicación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

Tabla 8 Comparativo de las Rentabilidades por año de las Empresas Mineras de Explotación de Carbón y minerales Metalíferos en Colombia.

EMPRESAS MINERAS	2013			2014		
	ROA	ROE	Diferencial	ROA	ROE	Diferencial
Cerrejón Limited	8,71%	11,72%	3,02%	4,13%	5,57%	1,44%
Drummond Ltda.	6,77%	7,71%	0,94%	-0,81%	-1,11%	-0,30%
Comercializadora Internacional Milpa S.A.	1,95%	4,98%	3,03%	0,32%	0,86%	0,53%
Zandor Capital S.A.	5,49%	-7,04%	-1,55%	-9,89%	-14,12%	-4,23%
Carbones de los Andes S.A.	5,17%	6,76%	1,59%	18,86%	21,04%	2,18%
Comercializadora Colombiana de Carbón y Coque S.A.	1,18%	1,79%	0,61%	-9,93%	-13,69%	-3,77%
Mineros Nacionales S.A.S.	6,69%	7,69%	1,01%	5,69%	7,21%	1,52%
Acerías Paz del Rio S.A.	3,37%	-5,56%	-2,19%	-1,02%	-1,64%	-0,62%
Red Eagle Mining Limited	0,04%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Andean Exploration S.A.	0,06%	-0,06%	0,00%	-0,04%	-0,04%	0,00%
Continental Gold de Colombia	8,51%	-0,57%	7,95%	-14,77%	-1,55%	13,22%

Por otra parte en la Tabla 8 muestra que la mayoría de las Compañías del sector minero su ROE es mayor al ROA, es decir que el costo promedio es inferior a la rentabilidad económica ROA por lo tanto estas rentabilidades están dadas vía financiamiento e indican si a futuro

podrían incrementar su endeudamiento, de acuerdo a la tabla 8 las empresas con mayor diferencial positivo entre los dos ratios fueron Comercializadora Internacional Milpa S.A. con el 3,03% , Cerrejón S.A.S. con el 3,02% en el primer año y Carbones de los Andes S.A. con el 2,18 en el segundo año, es decir que para este segmento de los activos con financiación ha posibilitado el aumento de su rentabilidad ROE.

Estos resultados en la industria minera del carbón y el oro se enmarcan en lo establecido en el informe de Desempeño de la Industria de la Minería 2012-2014 publicado por la Superintendencia de Sociedades en junio de 2015:

Durante el año, la producción de carbón presentó un crecimiento del 3,6% (es decir, un aumento de 3,1 millones de toneladas), y el volumen exportado creció en 4,6% (que representa 3,5 millones de toneladas más que en el año 2013) (ver gráfica 3). El aumento en exportaciones obedece, entre otros factores, al inicio del cargue en el nuevo muelle de Cerrejón, que se enmarca en el proyecto de ampliar la capacidad de la infraestructura de la mina. Con relación al oro, su producción durante el año 2014 fue de 57.015 kilogramos, con un crecimiento de 2,3% frente a 2013. En el 2014, las exportaciones de oro tuvieron un decrecimiento de 8,3% en comparación con el 2013, que se puede explicar, entre otros factores, por la disminución en el precio durante el año 2013, así como una menor demanda mundial (Supersociedades, 2015)

Estos resultados también pueden estar influenciados por un aumento en los gastos no operacionales respecto el año anterior, esto usualmente se debe a las consecuencias de la devaluación de la moneda local lo cual ocasiona un crecimiento de la diferencia en cambio en las importaciones y los pagos de la deuda con bancos extranjeros. De igual forma estos resultados pueden ser castigados por las inversiones realizadas por las empresas la incrementar las extracciones de carbón y minerales metálicos.

4.3 Ratios y Cumplimiento de Gobierno Corporativo.

Para analizar la relación existente entre el desempeño de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo y las ratios, la Tabla 9 agrupa el resultado anual de cada empresa evaluada en la Tabla 8 y el análisis de las preguntas afirmativas y negativas consolidadas en la Tabla 7. Para precisar sobre la correspondencia se hace necesario definir tres rangos de cumplimiento. En primer lugar, están las empresas ubicadas entre el 85% y 95% que responden sí, frente las preguntas formuladas. En segundo lugar, las empresas ubicadas entre un 65% y 80% frente a las practicas relacionadas con la implementación de un Gobierno Corporativo. En tercer lugar, tres compañías que declaran cumplimiento del 30% al 60%.

Tabla 9 *Valor Financiero y Cumplimiento de las Empresas Mineras de Explotación de Carbón y minerales Metalíferos en Colombia.*

Empresas Mineras	ROA		ROE		Cumplimiento	
	2013	2014	2013	2014	%SI	%NO
Cerrejón S.A.S.	8,71%	4,13%	11,72%	5,57%	95%	5%
Mineros Nacionales S.A.S.	6,69%	5,69%	7,69%	7,21%	90%	10%
Continental Gold de Colombia	-8,51%	14,77%	-9,08%	-16,32%	90%	10%
Carbones de los Andes S.A.	5,17%	18,86%	6,76%	21,04%	85%	15%
Zandor Capital S.A.	-5,49%	-9,89%	-7,04%	-14,12%	80%	20%
Comercializadora Internacional Milpa S.A.	1,95%	0,32%	4,98%	0,86%	75%	25%
Andean Exploration S.A.S.	-0,06%	-0,04%	-0,06%	-0,04%	75%	25%
Drummond Ltda.	6,77%	-0,81%	7,71%	-1,11%	75%	25%
Red Eagle Mining de Colombia Limited	0,042%	-0,005%	0,04%	0,00%	60%	40%
Acerías Paz del Rio S.A.	-3,37%	-1,02%	-5,56%	-1,64%	45%	55%
Comercializadora Colombiana de Carbón y Coque S.A.	1,18%	-9,93%	1,79%	-13,69%	30%	70%

De las cuatro empresas mineras establecidas en la primera jerarquía, Cerrejón S.A. y Mineros Nacionales S.A.S., presentaron disminuciones de un periodo al otro, pero sus resultados anuales fueron positivos. Esta última muestra una disminución mínima en sus indicadores y se podría argumentar que, al estar inscrita en el mercado de valores, genera confianza entre los inversionistas y conlleva a variaciones no tan significativas. Con respecto a Carbones de los Andes S.A. muestra un comportamiento positivo en aumento para ambas

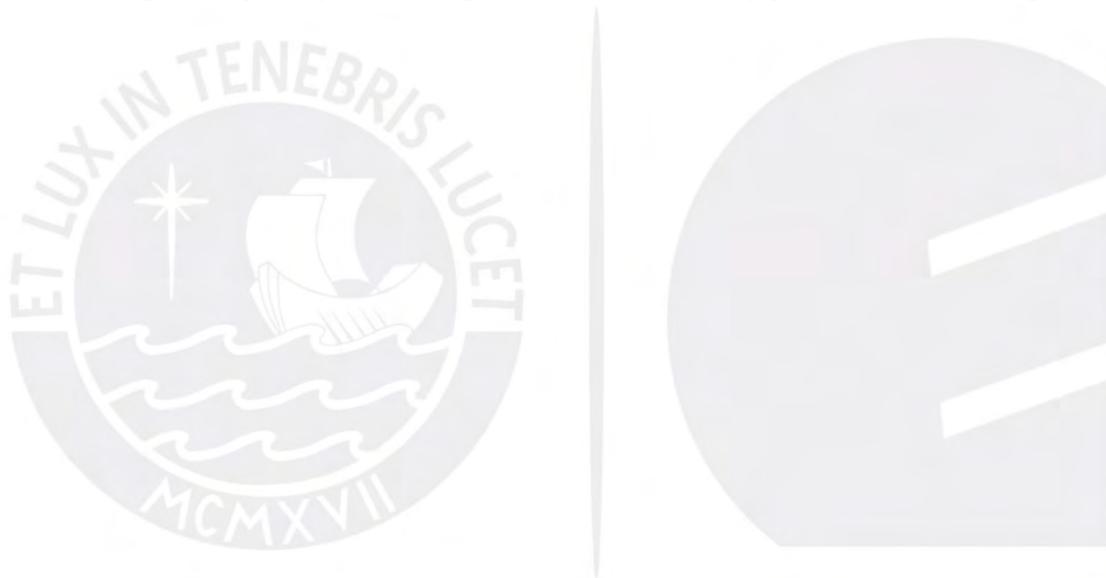
ratios, mientras la excepción la hace Continental Gold de Colombia donde su ROA y ROE fueron negativos y difiere de las demás compañías.

Tres de las empresas agrupadas en la segunda jerarquía, presentaron resultados negativos: Zandor Capital S.A., Drummond Ltda., y Andean Exploration S.A.S. Ésta última con variaciones muy pequeñas. Comercializadora Internacional Milpa S.A, muestra un debilitamiento en sus rentabilidades al cierre del segundo ejercicio. Para aquellas compañías que se ubicaron en el último rango y declararon del 30% al 60% de cumplimiento en sus políticas de gobierno, Red Eagle Mining de Colombia Limited fue una de las que mostró un camino lineal o estable. Por otro lado, Acerías Paz del Río S.A., que dice cumplir con el 55% del cuestionario, muestra un comportamiento de mejoría o fortalecimiento en sus variables financieras, tal parece que el hecho de estar inscrita en bolsa y marcar precios la hace visible para los inversores y le permite de alguna forma realizar un mejor desempeño. El caso más especial recae sobre la Comercializadora Colombiana de Carbones y Coques S.A. que declara cumplimiento del 30% sobre la encuesta, que comparados con sus resultados negativos podría significar que sus estrategias financieras no están enmarcadas dentro de los principios de Gobierno Corporativo.

Dando respuesta a la pregunta: ¿En las empresas identificadas con Buen Gobierno Corporativo, se puede establecer algún impacto sobre su valor financiero, con la implementación de un Gobierno Corporativo?, al tener en cuenta los resultados arrojados en las tres jerarquías, tanto por las encuestas como por el comportamiento de sus indicadores financieros, encontramos resultados que difieren entre sí, desde el cumplimiento de los principios de Gobierno Corporativo y desde una variable que determine la creación contante de valor financiero, posiblemente interferido por factores macroeconómicos del período en estudio. Sin embargo, el ROA y el ROE comparados con las políticas de Buen Gobierno

ponen de manifiesto una relación entre las buenas prácticas de gobierno corporativo, la rentabilidad en el sector minero y de otros sectores de la industria.

El gobierno de una empresa es un instrumento que busca alcanzar los fines trazados, el buen gobierno está orientado al incremento de valor financiero en este mercado, centrandose su atención en cubrir las necesidades de los accionistas o propietarios de la compañía. Si a esta perspectiva introducimos aspectos éticos y morales, el buen gobierno será además aquel que vaya más allá del interés de los accionistas. Las recomendaciones de la OCDE constituyen una guía importante, principalmente para aquellas empresas mineras con prácticas deficientes de gobierno corporativo que deseen corregir y optimizar su desarrollo para alcanzar niveles más altos de empleo, riqueza y bienestar para sus stakeholders y para la sociedad en general.



5. Conclusiones y Recomendaciones

5.1 Conclusiones

Respecto a la pregunta: ¿cuáles de las empresas estudiadas podrían tener un Buen Gobierno Corporativo, con el cumplimiento de los principios de buen Gobierno Corporativo? Se puede establecer que de las empresas estudiadas, los resultados de Carbones del Cerrejón, Mineros Nacionales y Continental Gold de Colombia cuyas respuestas fueron afirmativas en un mayor porcentaje, es posible atribuirles que tienen un Gobierno Corporativo mucho más definido y estructurado respecto a las demás compañías, debido a que el cumplimiento de los principios de la OCDE son notorios, por otro lado estas empresas son las compañías más reconocidas en el sector minero en Colombia y se evidencia también por la disposición en entregar la información y su información cargada en las páginas WEB de cada una de ellas.

En relación con la pregunta: ¿ En las empresas identificadas con Buen Gobierno Corporativo, se puede establecer algún impacto sobre su valor financiero, con la implementación de un Gobierno Corporativo?, al tener en cuenta los resultados arrojados tanto por las encuestas como por el comportamiento de sus indicadores financieros, se encontró que los resultados difieren entre sí, desde el cumplimiento de los principios de Gobierno Corporativo y desde una variable que determine la creación constante de valor financiero, posiblemente interferido por factores macroeconómicos del período en estudio. Sin embargo, el ROA y el ROE comparados con las políticas de Buen Gobierno es posible establecer una relación entre las buenas prácticas de gobierno corporativo, la rentabilidad en el sector minero y de otros sectores de la industria.

Finalmente, para dar respuesta a la pregunta principal de si ¿La implementación del buen Gobierno Corporativo en la industria minera, generan algún posible impacto sobre el valor financiero del sector? Se observó a las dos ratios como parte de una relación o combinación y su adecuada gestión, proporciona una idea del negocio en marcha, es

importante anotar que los dos indicadores ROA y ROE más que rendimiento expresan rentabilidad y suministran información de si la empresa en sus resultados financieros se está apalancando a través de fondos propios, vía financiación. Sin embargo todos sus resultados no muestran una tendencia en que se pueda inferir que los principios de buen gobierno corporativo tengan un impacto positivo o negativo sobre el valor financiero, por tanto es imposible mediante este estudio realizado encontrar una relación entre estas dos variables. Sin embargo, mediante la literatura se ha puede inferir que la relación sociedad y empresa ha sido desde siempre dinámica e influenciada por los contextos históricos, sociales, económicos y políticos. La implementación de un buen gobierno corporativo en las empresas mineras de explotación de carbón y minerales metalíferos en Colombia, podría contribuir a mejorar su desempeño generando valor a la corporación y sus accionistas.

Con base en lo anterior y lo desarrollado en este documento se podría pensar que las empresas mineras buscan evolucionar hacia un concepto que, si bien por obvias razones no deja de ser cuantitativo, incorpora elementos cualitativos representados en el reconocimiento de como el control, la propiedad, los derechos, deberes y responsabilidades gerenciales, afectan los resultados de la empresa, e todo a los grupos de interés, los accionistas minoritarios y la misma sociedad. Estos elementos ahora demandan una articulación, una armonización, una administración y una organización que mitigue las tensiones generadas, un mecanismo que legitime los parámetros que han de establecerse respecto de los deberes y derechos de los accionistas, la atención adecuada a los grupos de interés, una revelación de información clara y transparente y una delimitación clara de las responsabilidad de los administradores, es decir que posiblemente se requiere implementar o fortalecer el Gobierno Corporativo en el sector.

Conforme la literatura posiblemente el Gobierno Corporativo no es un simple un concepto normativo debido a que va muchos más allá del cumplimiento legal, que al igual que la moral

y la ética son incorporados a la dirección corporativa como elemento esencial del éxito y la sostenibilidad empresarial probablemente convirtiéndolo en un sello de garantía, calidad y reputación no solo de la gestión sino también de la empresa, que incentiva la decisión de los inversionistas a incorporar sus recursos al crecimiento y desarrollo de la empresa, es decir que podría impactar en la generación de valor financiero.

Es así como de acuerdo a los resultados arrojados en el primer principio, el análisis del marco del buen gobierno corporativo sugirió la mayor incidencia al cumplimiento del principio en las empresas de explotación de Carbón en comparación con las empresas de explotación de minerales metalíferos. Las empresas pertenecientes a la minería de carbón, mostraron un posible nivel del cumplimiento de los principios de Gobierno Corporativo superior al 75% y las ratios positivas analizados para el período 2013 y 2014.

Por su parte en el sello del segundo principio, derechos y equidad en el trato a los accionistas, las empresas de explotación de carbón posiblemente inciden a tener un trato igualitario a todos los accionistas sin acceso a la información privilegiada. Las empresas mineras centradas en la explotación de minerales metalíferos podrían tener una adaptabilidad mayor al segundo principio.

Actualmente debido a la crisis de la economía mundial, y a la falta de confianza en mercados corporativos, los grandes inversores buscan alternativas más rentables y seguras. Estos hechos han originado que los temas relacionados con el Gobierno Corporativo y Desarrollo Sostenible sean cada vez más importantes en las agendas de sociedades y los organismos regulatorios, a fin de proporcionar un entorno claro y transparente para recuperar la confianza. En el mercado de valores, 7 de 11 empresas cotizan en diferentes bolsas, más de la mitad cubren el tercer principio de la OCDE. Sin embargo, solo Mineros Nacionales SAS, cotiza en la bolsa de valores de Colombia (BVC).

El uso de páginas WEB y de mecanismos para proveer a los accionistas y al mercado información relevante que afecte su integridad, son dos tópicos cubiertos en el principio 5, divulgación de información y transparencia. Estos dos puntos podrían mostrar una tendencia positiva de cubrimiento satisfactorio por las empresas consultadas.

La implementación de bases sólidas para un buen marco de gobierno corporativo, el papel fundamental de los grupos de interés y las diferentes responsabilidades del Consejo de Administración, centrados en los principios uno, cuatro y seis de la OCDE, posiblemente son los principios con mayor impacto en la creación de valor financiero, durante el periodo de tiempo evaluado en el sector minero.

Un gobierno corporativo que reconozca como objetivo la generación de valor para todas las partes interesadas, podría definirse como bueno cuando alcance de manera eficaz dicho objetivo socialmente responsable, con la implantación o no de un determinado Código con recomendaciones orientadas a conseguir tal fin social y generando valor financiero para todos los grupos de personas interesadas en la empresa.

5.2 Recomendaciones.

El sector minero busca evolucionar hacia un concepto que, si bien por obvias razones no deja de ser cuantitativo, incorpora elementos cualitativos representados en el reconocimiento de como el control, la propiedad, los derechos, deberes y responsabilidades gerenciales, afectan los resultados de la empresa, a todos los grupos de interés, los accionistas minoritarios y la misma sociedad.

Para futuras investigaciones se recomienda considerar un alcance que permita cuantificar el impacto que pudiera tener las buenas prácticas de GC en la generación de valor financiero de las empresas y considerar otras variables que pudieran tener un impacto en el valor financiero de las mismas.

Para aquellas empresas que no son emisoras y que aplican de forma voluntaria los principios de GC, se debe crear un índice general que permita medir el grado de cumplimiento.



6. Referencias

- Aching, C. (2006). Ratios financieros y Matemáticas de la mercadotecnia. Prociencia y Cultura S.A. Recuperado de <https://puntodevistaypropuesta.files.wordpress.com/2015/03/ratios-financieros-y-matematicas-de-la-mercadotecnia.pdf>
- Astorga, C., Beas, P., Carmona, J., & Hoffa, A., (2003). Gobierno Corporativo como instrumento de creación de valor. (Tesis doctoral- Seminario para optar al título de ingeniero comercial con mención administración). Universidad de Chile. Santiago de Chile. Recuperado de http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2003/astorga_c/sources/astorga_c.pdf
- Berrio, C. (2008). Revisión bibliométrica del concepto de gobierno corporativo. *Management*, Vol. XVII, n.º 30, p. 73-101. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/262261019_Revisión_bibliométrica_del_concepto_de_Gobierno_Corporativo
- Blank, L. & Tarquin A., (2012). Ingeniería Económica. (7 th. Edición). P.p: 1- 27. Mexico: Mc Graw Hill.
- Bonazzi, L., & Sardar, M. N. (2006). Agency theory and corporate governance. A study of the effectiveness of board in their monitoring of the CEO. *Journal of Modelling in Management*, 2 (1), 7-23.
- Borrero, C. (2003). Idea de la Universidad en sus orígenes. Center for International Private Enterprise- CONFECAMARAS. Boletín 68. Corporate Governance-Centro Nacional de Gobierno Corporativo. P.p. 16-17.
- Chamorro, C. (1978). Los Ratios Financieros. ESAN - PADE Administración

- Claessens, S. (2006). Corporate governance and development. The World Bank Research Observer, 21 (1), 92-117. Recuperado de <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/16395/767550JRN0WBR000Box374387B00PUBLIC0.pdf?sequence=1>
- Copeland, T, Koller, T., & Murrin, J. (1995). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. New York, U.S.A: John Wiley & Sons Inc.
- Corporación Andina de Fomento. (2010). Manual de Gobierno Corporativo para Empresas de Capital Cerrado. CAF. (2 th. Edición), 2-101. Recuperado de http://publicaciones.caf.com/media/25371/gc_capital_cerrado_2.pdf
- Corporación Financiera Internacional (2010). Guía Práctica de Gobierno Corporativo. Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana. Recuperado de http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/0592ae0048a7e3e49a77df6060ad5911/SpanishPractical_Guide_Full.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=0592ae0048a7e3e49a77df6060ad5911
- Decreto 410. Código de Comercio Colombiano. Capítulo IV, sección I, artículo 447. Presidencia de la República de Colombia. (1971).
- Del Valle C., & Carvajal M. (2005) Gobierno corporativo en Colombia: desarrollos y perspectivas. Claves del Gobierno Corporativo.
- Fedesarrollo (2013). Estudio sobre los impactos socioeconómicos del sector minero en Colombia: encadenamientos sectoriales. Estudio preparado para la Asociación del Sector de la Minería a Gran Escala. P.p. 1- 64. Recuperado de <http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2011/08/Estudio-sobre-los-impactos->

[socio-econ%C3%B3micos-del-sector-minero-en-Colombia-Informe-La-miner%C3%ADa-en-Colombia-180513.pdf](#)

Fernández, P. (2000). Valoración de empresas: como medir y gestionar la creación de valor. (3 th. Edición). Madrid, España: Ediciones Gestión

Fernández, P. (2008). Método de valoración de empresas. IESE Business School. Universidad de Navarra. Madrid, España. P.p. 2-49. Recuperado de <http://docplayer.es/459106-Metodos-de-valoracion-de-empresas-pablo-fernandez.html>

Garicano T. (2011). El Gobierno Corporativo y la Reputación Corporativa. Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo, p.79-128.

Gitman, L. & Joehnk, M., (2009). Fundamentos de inversiones. (10 th. Edición), p.720. México D.F, México: Pearson Educación.

Hernández, R., Fernández, C. & Baptista, P. (2014). *Metodología de la Investigación* (6 th. Edición). México DF, México: McGraw-Hill Interamericana.

Koslowski, P. (2000). The limits of shareholder value. *Journal of Business Ethics*, 27 (1-2), 137.

Lagos, D., & Vecino C., (2011). Medición de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas. Universidad de Nariño* Vol. XII. No. 2, p.p. 230-253

López F., & Rios J. (2005) Resumen de los principios de la OCDE para el gobierno corporativo. (Police brief: the OCDE principles of corporate Governance). No 216. Recuperado de <http://www.ejournal.unam.mx/rca/216/RCA21608.pdf>

Madura, J., (2015). Administración financiera internacional. (12 th. Edición), Santa Fe, México: Cengage Learning Editores, S.A de C. V.

Ministerio de Minas y Energía. (2009). *Así es la minería*. Quindío- Colombia. Recuperado de http://www.simco.gov.co/Portals/0/archivos/Cartilla_Mineria.pdf

Ministerio de Minas y Energía. (2012). Censo Minero Departamental Colombiano. Recuperado de <http://fedecundi.com/censominero.pdf>

Modigliani, F., & Miller, M. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, No. 34, 411-33.

Olcese, A. (2005). Código de mejores prácticas. En *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo* (pp.13-45-46-66-70). Madrid, España: Marcial Pons ediciones jurídicas y sociales, S.A.

Olivencia (1998). Código de Buen Gobierno. El gobierno de las sociedades cotizadas. CNMV. Madrid, España. Recuperado de <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>

OCDE. (2015). OCDE Report to G20 Finance Ministers and Central Bank governors. Principles of Corporate Governance. Recuperado de <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>

Paz C. (2004). El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor. Working No 182. Barcelona, España. Recuperado de http://www.indret.com/pdf/182_es.pdf

Puentes, R., Velazco M., & Vilar J. (2009). El buen gobierno corporativo en las sociedades cooperativas. *Revesco* N° 98, p.118-140.

Reyes, F, Duque, J., Soto, N., & Cáceres, M. (2015). Desempeño del Sector Minero 2012 - 2014. 10,2016. Superintendencia de Sociedades, p.p: 1-43. Recuperado de <http://www.supersociedades.gov.co/asuntos-economicos-y-contables/estudios-y-supervision-por-riesgos/estudios-economicos-y->

financieros/Documents/Sectores%20Econ%C3%B3micos/EE2-%20Sector%20Minero-%202016%20VIII%2029.pdf

Soleá (2014) ¿Para qué sirve el gobierno corporativo? Recuperado de

<https://solea.la/2014/03/10/para-que-sirve-el-gobierno-corporativo/>

Stewart, G. Benett (1991). *The Quest for Value*. New York: Harper Collins.

Stewart, G. Benett (1994). EVA: Fact and Fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*, No. 7, 71-84.

Stewart, G. Benett (1995). EVA Works but Not if you make These Common Mistakes, *Fortune*. 117-118.

Stern, Y. (2001) A general model for corporate acquisition law, *Journal of Corporation Law*, 26, 3; pg. 675.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2010) Documento conceptual de Gobierno corporativo. Recuperado de

<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/GobiernoCorporativo/doccongb200810pub.pdf>

Superintendencia Financiera de Colombia. (2016). Registro Nacional de Valores y Emisores. Explotación de Minas y Canteras en Colombia. Recuperado de

https://www.superfinanciera.gov.co/web_valores/?Mival=Emisores&titulo=%27%27

Superintendencia Financiera de Colombia. (2007). Código de mejores prácticas corporativas

Circular Externa 028, p.p: 2- 48. Recuperado de

<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/textos/codigopias.pdf>

Superintendencia de Sociedades. (1999). Oficio 220-30201 de Abril de 1999.

Superintendencia de Sociedades de Colombia. (2015). Guía Colombiana de Gobierno corporativo para Sociedades cerradas y de familia, p. 6-81. Recuperado de <http://www.supersociedades.gov.co/web/documentos/guia%20colombiana%20de%20gobierno%20corporativo.pdf>

Superintendencia de Sociedades. (2015). Estados Financieros y Gastos de Interés. Recuperado de <http://www.supersociedades.gov.co/asuntos-economicos-y-contables/estudios-y-supervision-por-riesgos/SIREM/Paginas/default.aspx>

Superintendencia Financiera de Colombia (2007) Circular externa 028. Página N. 19 Anexo 1. Encuesta código país. Código de mejores prácticas Corporativas – Colombia.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2008) Conceptos Básicos de Mercado de Valores. Bogotá, Colombia. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ConsumidorFinanciero/conceptosbasicosmv.pdf>

Superintendencia Financiera de Colombia (2017) Código país (Introducción: Código de Mejores Prácticas Corporativas Colombia) Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=61807&dPrint=1>

Téllez, J., (2015). Un análisis empírico de la creación de valor de las empresas que cotizan en la bolsa de Mexicana de Valores. (Tesis doctoral). Universidad de Cantabria. Tesis Doctorado en Administración y gestión de empresas. Santander, España. Recuperado de <https://repositorio.unican.es/xmlui/bitstream/handle/10902/6391/Tesis%20JTP.pdf?sequence=1>

Titman, S., & Martín, J. D. (2007). Valoración: El arte y la ciencia de las decisiones. Revista Galega de Economía, vol. 19, núm. 2, 2010, pp. 1-3 Universidad de Santiago de Compostela Santiago de Compostela, España

Yepes, C. (2012). Gobierno corporativo y creación de valor. Revista Foro del jurista. Cámara de comercio de Medellín, p.p. 9-18.



8. Apéndices

7.1 Apéndice A

Encuesta

¿La empresa conoce el marco legal colombiano para la creación y el desarrollo de un gobierno corporativo?

SI NO

¿La empresa considera que las autoridades del gobierno brindan el apoyo necesario en la creación del gobierno corporativo?

SI NO

¿La Sociedad proporciona un trato igualitario a todos los accionistas sin acceso a información privilegiada de unos accionistas respecto de otros?

SI NO

¿La Junta Directiva ha aprobado un procedimiento concreto para relacionarse con los accionistas de distintas condiciones?

SI NO

¿En operaciones que puedan derivar en la dilución de capital de los accionistas minoritarios, la sociedad las explica detalladamente a los accionistas en un informe previo de la Junta Directiva?

SI NO

¿La sociedad cuenta con una página web corporativa, en el que se incluye información financiera y no financiera, y en la que los accionistas pueden expresar sus observaciones?

SI NO

¿La sociedad organiza eventos de presentación de resultados trimestrales, dirigidos a sus accionistas y analistas del mercado?

SI NO

¿La empresa se acoge al mercado de valores?

SI NO

De ser negativa la pregunta anterior, ¿De las siguientes razones, por qué la empresa NO se acoge al mercado de valores?

No está interesada

Hace parte de una Corporación que si emite valores

Estará planeada a corto plazo

Otro, ¿cuál? _____

¿Cuenta con una política activa para fomentar la inversión eficiente, económica y de capital humano?

SI NO

¿Existe una cooperación activa entre empleados, clientes, socios y comunidad en general, en la creación de riqueza y empleo formal?

SI NO

¿La Sociedad informa oportunamente a los accionistas eventos relevantes que puedan afectar la integridad de la misma?

SI NO

¿Los consejeros son independientes del grupo directivo?

SI NO

¿El consejo cumple con las siguientes funciones?

La revisión de la dirección estratégica corporativa, principales planes de acción y los planes de negocio.

SI NO

Revisión del establecimiento de los objetivos sobre los resultados.

SI NO

Supervisión de la política de riesgo y de los presupuestos anuales.

SI NO

Vigilancia en la selección y sucesión de directivos

SI NO

La supervisión de los principales gastos.

SI NO

Supervisión de la política de información y comunicación.

SI NO

Realiza una auditoría anual que permita establecer de forma objetiva el estado financiero de la empresa.

SI NO

7.2 Apéndice B

Carta de Presentación

Fecha.

Señores.

NOMBRE DE LA EMPRESA

Presente.

De nuestra consideración

Es grato dirigirle la presente y saludarte en nombre de CENTRUM Católica Graduate Business School de la Pontificia Universidad Católica del Perú, escuela en la cual se imparte entre otros, el programa de Maestría en Administración Estratégica de Empresas en la modalidad Gerencial.

Un grupo de alumnos de éste Programa viene desarrollando su tesis con el tema “IMPACTO DE LAS BUENAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LA GENERACIÓN DE VALOR FINANCIERO DE LAS EMPRESAS DE EXPLOTACIÓN DE MINERALES METÁLICOS Y DE CARBÓN EN COLOMBIA”. Para tal fin, mucho agradeceremos brindar el apoyo necesario a los alumnos que a continuación presentamos, los cuales son alumnos regulares de nuestra casa de estudios:

APELLIDOS Y NOMBRES	CODIGO DEL ESTUDIANTE
VELASQUEZ ALVAREZ, LUISA FERNANDA	20145070
BRAVO LINARES, LEONARDO	20144781
TRAMELLI SALAMANCA, MARIA JOSE	20145048
ORTIZ PIZZA, FABIANO	20145206

Así mismo, manifestarles que el manejo de la información que podrán proporcionar a los alumnos descritos será manejado exclusivamente para uso académico.

Aprovecho la oportunidad para reiterarle mis saludos y le agradezco anticipadamente por su colaboración con este grupo y nuestra escuela, haciendo hincapié en que estudios como éstos buscan hacer un aporte a nuestra sociedad.

Atentamente,

Profesor Daniel Guevara Sánchez

Coordinador de Tesis

