

# **EVALUACIÓN CRÍTICA DE LA PERTINENCIA DEL VALOR RAZONABLE Y EL GOBIERNO CORPORATIVO ANGLOSAJÓN PARA EL CONTROL EN LAS ORGANIZACIONES EN COLOMBIA \***

**Steven Pardo López\*\***

## **Resumen**

En el presente documento evidencia, desde un enfoque crítico, la construcción de un marco teórico que permite comprender las interacciones que emergen entre los métodos de valoración contables y las prácticas de gobierno de empresa a partir de una perspectiva, según la cual, la organización se concibe como un conjunto de contratos entre individuos racionales con objetivos particulares (Teoría Contractual de la Empresa). Bajo este escenario, se repasan los principales enfoques de valoración en contabilidad y se analizan los contextos en los cuales se desarrollan tales enfoques. Se abordan los principales modelos de Gobierno Corporativo (GC) y su coherencia con los enfoques de valoración en contabilidad, enfatizando el análisis de los vínculos que surgen entre el modelo de gobierno de empresa anglo-sajón y el método de valoración del valor razonable. Por último, se analiza la pertinencia para el contexto colombiano de los métodos de valoración y modelos de gobierno corporativo dominantes.

**Palabras clave:** Gobierno Corporativo, modelos de gobierno de empresa, valor razonable, valoración, control, teoría contractual de la empresa.

**Código JEL:** M14; M41

---

\* El artículo constituye el primer resultado del proyecto de investigación denominado “ESTUDIO DE IMPACTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS DEL VALOR RAZONABLE EN GRANDES EMPRESAS DE COLOMBIA: UN ENFOQUE EN GOBIERNO CORPORATIVO”, adelantado con el apoyo de la Institución Universitaria Politécnico Grancolombiano e identificado bajo el código 2014-FCAEC-EDG-TC-84294.

\*\* Contador Público, Universidad Nacional de Colombia. Candidato a Magíster en Administración, Universidad Nacional de Colombia. Docente tiempo completo adscrito a la carrera de Contaduría Pública en la Institución Universitaria Politécnico Grancolombiano. Integrante del grupo de investigación Economía, Derechos y Globalización de la Institución Universitaria Politécnico Grancolombiano. Correo: stpardoll@poligran.edu.co

## 1. Introducción

La marcada preponderancia de las finanzas en la estructuración de las relaciones económicas y organizacionales, evidente desde la década de 1970, ha sido determinante en el desarrollo reciente de la disciplina contable. El aumento de la movilidad del capital financiero, mediado por: 1) una expansión de los mercados financieros, 2) un auge de las Tecnologías de Información y Comunicación (TIC's) y 3) un direccionamiento económico en favor de la liberalización de los mercados<sup>3</sup>, ha incentivado una expansión de las fronteras de la disciplina contable (Power, 2010). Bajo este escenario, la contabilidad financiera se ha consolidado como la sub-disciplina dominante que, acompañada por una redefinición de los principios y prácticas contables, se ha valido de un marco normativo internacional, respaldado por una institucionalidad ampliamente reconocida en la Nueva Arquitectura Financiera Internacional (NAFI), para afianzar una lógica que propende por el servicio a los inversionistas y a los mercados financieros (Power, 2010).

Estas transformaciones, encubadas en los países anglo-sajones, se han expandido por diferentes regiones del mundo, entre otros, a través del proceso de estandarización internacional mediado por el International Accounting Standard Board (IASB) e instrumentalizado mediante las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). En Colombia el proceso de convergencia hacia NIC y NIIF inició formalmente tras la expedición de la ley 1314 de 2009<sup>4</sup>. Un proceso que no sólo introduce cambios en las tecnologías de cálculo, sino también en las racionalidades que respaldan dichas tecnologías y definen la forma en que se comprende la realidad económica.

En el marco del proceso de evolución y estandarización experimentado por la contabilidad, uno de los temas que ha despertado especial interés en el ámbito organizacional ha sido el cambio en los métodos de valoración dominantes. En este sentido, las tendencias internacionales han impulsado un desplazamiento en los enfoques de valoración contable, desde un enfoque dinámico en donde el costo histórico se erige como principal método de valoración, hacia un enfoque estático en donde el

---

<sup>3</sup> Dirigido, principalmente, por las recomendaciones sobre política económica para América Latina planteadas por instituciones como el BM y el FMI, acuñadas en 1989 como el Consenso de Washington.

<sup>4</sup> No obstante, se reconoce que el sector financiero colombiano ha sido pionero en el acercamiento hacia estándares contables internacionales, por medio de las obligaciones que surgen como consecuencia de la regulación aplicada por la Superintendencia Financiera de Colombia a través de la Circular Básica Contable y Financiera, Un ejemplo de esto se encuentra en el precio justo de intercambio, método de valoración alineado con la lógica del valor razonable, el cual es de obligatoria aplicación para las entidades del sector financiero.

valor razonable se ha consolidado como el método de valoración más adecuado (Aglietta & Rebérioux, 2009).

Diversos trabajos académicos han demostrado que el papel de la contabilidad y de los métodos de valoración contable, no se circunscribe simplemente a una función técnica que da cuenta de las transacciones llevadas a cabo por una empresa durante un periodo determinado (Ijiri, 1967), (Cunningham, 2005), (Biondi, 2011). Por ejemplo, de acuerdo a la Teoría de la Contabilidad y el Control en las organizaciones, se puede asegurar que el papel de la disciplina contable se extiende a una labor de diseño y control sobre los contratos que conforman la organización (Sunder, 2005), lo cual supone una relación de complementariedad con las prácticas de Gobierno Corporativo (GC), cuya ocupación también se centra en la estructuración de las relaciones contractuales de la empresa en función de la eficiencia en el uso de los recursos (Gómez, 2004). De esta forma, las características de la información contable, transmitida por los EE.FF, inciden en la idea que cada agente se forma acerca del cumplimiento de los acuerdos contractuales en la organización y, por tanto, en las prácticas de gobierno corporativo deseables para el cumplimiento de sus objetivos particulares.

Bajo esta perspectiva, el estudio de las transformaciones experimentadas por la disciplina contable puede enriquecer la comprensión de la evolución en las prácticas de gobierno corporativo en contextos específicos. Particularmente, el estudio de los cambios en los métodos de valoración que trae consigo la convergencia hacia las NIIF y NIC en Colombia puede contribuir a identificar y caracterizar algunos retos que enfrentan las empresas colombianas en materia de gobierno de empresa.

Con el ánimo de profundizar en la naturaleza de la relación que emerge entre las prácticas contables y las prácticas de gobierno corporativo, con énfasis en el contexto colombiano, el presente documento se ha estructurado en cinco secciones incluyendo la presente introducción. De esta manera, la segunda sección presenta la Teoría de la Contabilidad y el Control en las organizaciones como vía para analizar los vínculos entre Contabilidad y Gobierno Corporativo. La tercera sección aborda la evolución de: 1) los enfoques de valoración en contabilidad y 2) los modelos de gobierno de empresa. La cuarta sección explora la relación de dependencia que resulta entre el valor razonable y el modelo de gobierno corporativo anglo-sajón y sus efectos en el contexto colombiano. En la última sección se presentan las conclusiones.

## **2. Teoría de la Contabilidad y el Control en las organizaciones.**

La teoría de la Contabilidad y el Control constituye una alternativa para la exploración y el análisis de las interacciones entre la disciplina contable y las prácticas de gobierno de empresa. De acuerdo con esta teoría, la contabilidad puede ser comprendida como una disciplina que brinda control a partir de su capacidad para generar y proveer conocimiento común<sup>5</sup> entre los diferentes agentes vinculados a las organizaciones. Un conocimiento común que brinda control en la medida en que todos los agentes pueden estar pendientes de las condiciones contractuales de los demás y, a su vez, son conscientes de que los demás agentes están informados y pendientes de sus propias condiciones contractuales y de sus acciones, lo cual redundará en una disminución de costos por disputas a causa del diseño y control de algunos contratos (Sunder, 2005). De este modo, la contabilidad efectúa una labor de control en el sentido de asegurar la consecución de fines particulares<sup>6</sup> de manera directa, toda vez que busca asegurar el cumplimiento de los fines y propósitos de los agentes y la sociedad a partir de la eficiencia y eficacia en el uso de recursos y la riqueza (Gómez, 2004).

Las bases de la teoría de la contabilidad y el control en las organizaciones se fundan en trabajos de académicos como (Berle & Means, 1932) que reconocen la separación entre la propiedad y el control, (Simon, 1947) que concibe a la organización como un conjunto de acuerdos entre diversos factores de producción, cada uno motivado por consideraciones personales, aunque no necesariamente egoístas o (Williamson, 2002) quien plantea que la inevitable incompletitud de los contratos complejos da lugar a costos en la resolución de disputas por cuenta de acciones oportunistas que aprovechan un entorno en donde el conocimiento común no se logra con facilidad.

A diferencia de la teoría de la agencia clásica, en donde se plantea el problema de la separación entre propiedad y control como un tema que involucra únicamente a los accionistas y a los gerentes, la visión de la teoría de la contabilidad y el control concibe un modelo contractual que amplía la consideración del principal al conjunto de stakeholders, de manera que agentes como los proveedores, trabajadores y el gobierno, se insertan como partes de interés legítimas en los procesos de gobernanza organizacional (Retolaza & Ruiz, 2012).

Así, el hecho de que el modelo contractual de la empresa reconozca la confluencia de intereses disímiles conlleva a concebir la *construcción de confianza* como la vía más adecuada para gestionar el correcto funcionamiento de la organización y el correspondiente cumplimiento de los objetivos de los agentes (Gómez, 2004). Una construcción de confianza en la que la contabilidad se erige

---

<sup>5</sup> De acuerdo a (Sunder, 2005) para que el conocimiento sea común se requiere que cada parte sea consciente de la observación del evento que hacen otros.

<sup>6</sup> Los fines de cada uno de los agentes interesados en la organización.

como partícipe activo, incentivando la cooperación entre los actores a partir de sus funciones básicas de medición, valoración y revelación. Específicamente (Sunder, 2005) plantea cinco funciones por medio de las cuales la disciplina contable contribuye al ejercicio del control en las organizaciones, a saber: a) medir las contribuciones de todos los agentes, b) medir y distribuir los derechos de cada miembro, c) informar a los miembros sobre el grado de cumplimiento del contrato, d) distribuir información a los potenciales miembros y e) proveer cierta información como conocimiento común.

No obstante, más allá de la labor desempeñada por la disciplina contable en virtud del control en las organizaciones, es posible identificar otras fuentes de control organizacional que también participan en la construcción de la confianza como valor institucional. En este sentido resalta el rol del gobierno corporativo, el cual, se encarga de “confeccionar normas e incentivos, contratos tácitos o explícitos, que alineen efectivamente el comportamiento de los agentes, con las pretensiones del principal, por medio de un reparto óptimo de los riesgos, bajo condiciones de incertidumbre” (Holmstrom, 1979; Fernández y Gómez, 1999) en (Ganga & Vera, 2008).

De esta manera, el hecho de que tanto las prácticas de gobierno corporativo como las prácticas contables se reconozcan como partícipes en la modelación de las relaciones contractuales que conforman las organizaciones, supone una interacción directa entre ambas herramientas de control. Una interacción forjada por la existencia de una función común que exige un proceso complementariedad dinámico, en donde convergen diferentes modelos de gobierno corporativo y diferentes enfoques en contabilidad.

Ante este escenario es posible plantear que, si eventuales cambios en las prácticas contables modifican la percepción de los agentes sobre el cumplimiento de las relaciones contractuales en la organización, entonces, variarán las demandas que dichos agentes realizan sobre las prácticas de gobierno corporativo. La exigencia de prácticas de gobierno de empresa eficientes aumentará si la disciplina contable provee una sensación de incertidumbre sobre el cumplimiento de los acuerdos contractuales. Por el contrario, las demandas se tornarán más laxas siempre y cuando la disciplina contable provea un ambiente de seguridad sobre el cumplimiento de los acuerdos contractuales.

El reconocimiento de la complementariedad que emerge entre contabilidad y gobierno corporativo permite advertir sobre la necesidad de estudiar la racionalidad y las técnicas de cálculo contables para comprender los procesos de diseño y evolución de la gobernanza corporativa. Un estudio que se torna complejo en la medida en que la contabilidad no es una disciplina estática e inmutable, todo lo contrario, es una disciplina en evolución que ha expandido sus márgenes en función de las

características que exhiben tiempos y lugares particulares (Miller, 1998). Así, la forma como la contabilidad adelanta los procesos de clasificación, medición, valoración y revelación puede variar de acuerdo a las tecnologías de cálculo y la racionalidad que las constituyan y, por lo tanto, pueden incidir en la modelación de diversas demandas en términos de gobernanza empresarial

Precisamente, en relación con la racionalidad y las tecnologías de cálculo que definen procesos contables como medición, valoración y revelación, es pertinente resaltar que la evolución de la disciplina contable a nivel internacional durante las últimas décadas ha generado cambios en las racionalidades y tecnologías de cálculo dominantes, respaldando la posición de las finanzas como eje de desarrollo económico y organizacional contemporáneo a partir de la redefinición de aspectos como las características cualitativas de la información financiera, los métodos de valoración, los usuarios de la información financiera, los conceptos de activo, pasivo e ingreso, entre otros. Todo lo anterior ajustado a una racionalidad dominada por los postulados de la economía neoclásica y de la moderna teoría financiera.

Dentro de las transformaciones más significativas experimentadas por los modelos de contabilidad nacionales de diversas partes del mundo, en el marco de los procesos de adopción y/o convergencia hacia las NIIF, destaca el desplazamiento en los enfoques de valoración dominantes. Enfoques que revisten gran trascendencia en el desarrollo de las relaciones contractuales, toda vez que instrumentalizan supuestos económicos, organizacionales y financieros que definirán el valor de las transacciones en las que participa la empresa y, en consecuencia, el valor de las obligaciones y derechos de los diversos agentes organizacionales.

La trascendencia que tienen los cambios en los enfoques de valoración contable, puede ser comprendida con mayor claridad si se analizan las racionalidades que respaldan tales cambios. En este sentido el presente documento resalta cómo los enfoques de valoración en contabilidad representan modelos de empresa particulares. Es así como, los cambios en los enfoques de valoración han coincidido con el tránsito en las concepciones del modelo de empresa dominante. Desde una perspectiva según la cual la coordinación intra-firma constituye el elemento central, hacia una concepción en donde la empresa pierde importancia como un todo y, en su lugar, se constituye en instrumento de valorización del patrimonio (Aglietta & Rebérioux, 2009).

Ante esta perspectiva, y con el ánimo de establecer un cuerpo conceptual que permita ilustrar los vínculos entre los enfoques de valoración contable y los modelos de gobierno de empresa, en la siguiente sección se buscará 1) caracterizar los enfoques de valoración dominantes, así como su desplazamiento por cuenta del ascenso de la contabilidad financiera y 2) describir los modelos de gobierno de empresa más importantes a nivel internacional.

### **3. Enfoques de valoración y modelos de empresa**

La naturaleza dinámica de la disciplina contable se expresa, entre otros, a través de la ampliación de sus márgenes, las cuales se han redefinido históricamente conforme han cambiado las características de los contextos en los cuales se desarrolla la práctica contable. De esta manera, compartimos la idea expresada por (Miller, 1998, pág. 608), según la cual “ la contabilidad es en sí misma un ensamblaje de dispositivos e ideas formadas en tiempos y lugares particulares, en lugar de un inmutable y universal punto de partida”<sup>7</sup>.

Los ejemplos más recurrentes que permiten representar la expansión de las fronteras de la contabilidad, refieren a la transformación de la disciplina desde la contabilidad legalista, en un contexto dominado por el mercantilismo, hacia la contabilidad de costos, en un contexto dominado por la industrialización y, posteriormente, hacia la contabilidad financiera, en concordancia con un contexto financierizado. Cada una de estas sub-disciplinas desarrollan prácticas particulares que responden a las necesidades del contexto circundante a través de un proceso de ampliación de fronteras en donde los temas que en un momento están por fuera del campo de estudio, pueden constituir el centro de su desarrollo en otro momento (Miller, 1998).

Bajo esta perspectiva, la comprensión de las condiciones bajo las cuales las márgenes de la contabilidad son alteradas puede proveer elementos que enriquecen los procesos de análisis que buscan estudiar la incidencia de la disciplina contable sobre los esquemas organizacionales y sociales. Precisamente, el desplazamiento en los enfoques de valoración contable constituye una de las características más relevantes dentro de la ampliación de las márgenes de la contabilidad por cuenta de la financierización económica. Un desplazamiento que, además, no supone simplemente un cambio técnico sobre las tecnologías de cálculo aplicadas por la disciplina contable. También involucra transformaciones en, por lo menos, dos sentidos: 1) las racionalidades que respaldan las prácticas contables y 2) la comprensión de la realidad económica que intenta representar la contabilidad (Miller et al, 2010).

#### **3.1 Enfoques de valoración en Contabilidad**

---

<sup>7</sup> “...that accounting is itself an ensemble of devices and ideas formed at particular times and in particular locales, rather than an immutable and universal starting point”

En su función de describir y proyectar cuantitativamente la circulación del ingreso y los agregados de riqueza (Mattessich, 1964), la contabilidad ha introducido diversos métodos de valoración, cada uno de los cuales descansa en supuestos que conciben de diversas maneras aquello que se pretende representar: la realidad. En consecuencia, con frecuencia nos encontramos ante una multiplicidad de métodos de valoración contable que permiten asignar diferentes valores cuantitativos a un mismo objeto, llevando a la discusión sobre la exactitud y pertinencia de cada uno de los métodos aplicados.

No obstante, la preferencia de un método de valoración sobre otro no se define porque el primero sea más exacto que el segundo. Su preferencia está dada, más bien, por la correspondencia entre los conceptos constitutivos del método respecto a la racionalidad que define la realidad. De esta manera afirmamos, por ejemplo, que actualmente el valor razonable se prefiere sobre los demás métodos de valoración porque intenta representar la realidad a partir de conceptos como flujos de caja futuros, precios cotizados, mercados activos, volatilidades implícitas, diferenciales de crédito, entre otros (IASB, 2010), (Pardo, 2014), los cuales constituyen el centro de desarrollo financiero contemporáneo y definen el interés de individuos y organizaciones que cotizan en mercados financieros.

Autores como (Colette & Richard, 2000), (Aglietta & Rebérioux, 2009) y (Archel & Gómez, 2014) han vinculado los diversos métodos de valoración contable a dos enfoques generales que responden a una visión particular de la empresa. Dichos enfoques de valoración, conocidos como enfoque dinámico y enfoque estático, representan los extremos en medio de los cuales se ubican las cuestiones de valoración de los países occidentales (Aglietta & Rebérioux, 2009).

El primero de estos enfoques de valoración se denomina dinámico, toda vez que busca captar la dinámica productiva de las organizaciones a través del “aporte combinado de los activos para la generación del beneficio empresarial mediante el desarrollo de la actividad económica” (Archel & Gómez, 2014, pág. 107). La visión de este enfoque ubica a la actividad empresarial como la racionalidad que dirige los procesos de valoración, en consecuencia, los métodos de valoración afines al enfoque dinámico consideran “que los elementos activados no tienen valor en sí sino sólo en la medida en que participan de la actividad de la empresa...(de manera que) una vez integrados a la entidad, los capitales físicos, los inmateriales y los financieros no pueden ver su valor variar sino solo por razones estrictamente ligadas a la actividad a la cual ellos contribuyen” (Aglietta & Rebérioux, 2009, pág. 156).

Uno de los métodos de valoración que se identifica con el enfoque dinámico es el costo histórico, el cual, corresponde con una visión productiva de la empresa, propio del capitalismo industrial y del



gobierno de empresa continental europeo, de manera que, aspectos como la medición de costos y la determinación del ingreso constituyen los principales temas de interés, a partir de una infraestructura de cálculo que alberga conceptos científicos y objetivos que buscan una normalización e individualización de la eficiencia (Miller, 1998).

El segundo de los enfoques valoración, calificado como estático, tiene como objetivo “la maximización del valor del stock de inversiones para hacer frente a las expectativas de inversores y acreedores” (Archel & Gómez, 2014, pág. 107). La racionalidad que define el enfoque estático concibe a la empresa como instrumentos de valorización del patrimonio, de manera que los activos son valorados por su valor liquidable capaz de asegurar su reembolso del conjunto de sus deudas (Aglietta & Rebérioux, 2009). La firma como un todo deja de existir y en su lugar es desintegrada en un conjunto de activos y pasivos sin conexión, pero que cuentan con precios eficientes que los distinguen (Biondi, 2011).

El método de valoración que mejor expone la racionalidad del enfoque estático es el valor razonable. Este método se orienta en el inversor y en la gestión de los rendimientos de los activos, de manera consecuente con el capitalismo financiero y el gobierno de empresa anglosajón. En este escenario, el resultado empresarial ha perdido importancia en virtud de temas como la predicción del funcionamiento de los mercados, la formación de los precios o las tasas de retorno (Pardo, 2014).

En las últimas décadas la sociedad occidental ha presenciado un desplazamiento en los enfoques de valoración dominantes en contabilidad, desde el enfoque dinámico hacia el enfoque estático, en congruencia con un contexto en donde la rentabilidad sobre el capital se ha convertido en el principal objetivo de las organizaciones, las cuales han recurrido a la gestión de activos en los mercados financieros para gestionar tal objetivo.

De esta manera, la preferencia del valor razonable sobre el costo histórico personifica un cambio en el lenguaje de la información contable y financiera, en donde los datos que constituyen los flujos de información intentan exhibir mayor utilidad para la toma de decisiones de inversionistas, a partir de una preferencia de la relevancia sobre la confiabilidad. (Biondi, 2011).

Sin embargo, más allá de disertar sobre los enfoques y modelos de valoración en contabilidad, es interés de este documento resaltar el vínculo que existe entre estos enfoques y los modelos de gobierno de empresa. Para ello, en el siguiente apartado se caracterizarán los modelos de gobierno de empresa más importantes del mundo y, posteriormente, se analizarán sus efectos sobre las prácticas de gobierno de empresa aplicadas en Colombia.

### 3.2 Modelos de Gobierno Corporativo:

La definición de gobierno corporativo y las prácticas que se implementan para su ejecución pueden variar en función de la concepción de empresa a la cual se esté haciendo referencia. De esta manera, a nivel internacional existen diferentes concepciones de empresa y, por lo tanto, diversos modelos de gobierno corporativo, cada uno de los cuales representan estructuras particulares que intentan dirigir y controlar a las organizaciones para gestionar la consecución de objetivos particulares Bengoechea (1996) y Canals (2004) en (Ganga & Vera, 2008).

A pesar de que un buen número de definiciones de gobierno corporativo coinciden vincular el concepto a los sistemas de dirección y control que aplican en la empresa (Tunzelmann, 2003), (Bengoechea, 1996), (Canals, 2004), (OECD, 2004) y Código de Gobierno Corporativo de Bélgica (2004), los objetivos que guían los procesos de dirección y control, así como las herramientas que se instrumentalizan en tales procesos, marcan las diferencias más comunes en las perspectivas de gobierno de empresa.

De acuerdo con (Shleifer & Vishny, 1997) y (Aglietta & Reberioux, 2009), los modelos de gobierno corporativo que más resaltan a nivel internacional, por su eficiente funcionamiento, son el modelo estadounidense o anglosajón, el modelo japonés o nipón y el modelo alemán o continental-europeo. En tanto que, los países en desarrollo e incluso algunos países europeos como Italia se caracterizan por tener mecanismos de gobierno corporativo prácticamente inexistentes (Shleifer & Vishny, 1997).

En atención a su importancia en el ámbito internacional, especialmente, en lo que respecta a su papel como punto de referencia en países con modelos de gobierno corporativo débiles o inexistentes, a continuación se describen brevemente las características de los tres modelos referidos anteriormente:

- **Modelo anglosajón:** Liderado por Estados Unidos y Reino Unido, el modelo de gobierno de empresa anglosajón se caracteriza por actuar sobre organizaciones con estructuras de capital desagregadas, en las que la principal fuente de financiación proviene de los mercados de capitales, en especial, de los accionistas minoritarios e inversionistas institucionales. Así, otros actores vinculados a la organización como los empleados, el gobierno o la administración, pierden importancia en la gobernanza institucional en virtud de los inversionistas.

Bajo esta perspectiva, el gobierno de empresa se interesa fundamentalmente en garantizar que los inversionistas obtengan el retorno financiero de sus inversiones, minimizando las posibilidades de que la administración participe en fugas de fondos financieros (Hansmann & Kraakman, 2000). En consecuencia, el modelo anglosajón plantea prácticas que garantizan la transparencia de la información a partir de la gestión y solución de los problemas de agencia. Es decir, la separación entre la propiedad y el control y los consecuentes problemas de riesgo moral y selección adversa entre el principal (inversionista) y el agente (administrador), fruto de la asimetría de la información, se convierten en los temas centrales tratados por las prácticas de gobierno corporativo.

En este contexto, los estándares que generan obligaciones en materia de divulgación de información y transparencia financiera, el desarrollo de Consejos de Administración, Comités de Auditoría y Comités de remuneración, así como la concepción del mercado como fuente de control sobre las acciones de la administración, son elementos propios del modelo anglosajón (Ganga & Vera, 2008)

La visión de empresa bajo la cual opera el modelo anglosajón exhibe rasgos semejantes a la visión de empresa bajo el cual se desarrolla el enfoque de valoración estático en contabilidad, toda vez que se concibe a la empresa como una fuente de valorización del patrimonio del inversionista.

- **Modelo continental-europeo:** Este modelo de gobierno de empresa se ha caracterizado históricamente por actuar sobre organizaciones que se distinguen por la concentración de la propiedad, el papel protagónico de los bancos en el financiamiento empresarial y el reconocimiento de la fuerza laboral como un actor central en los procesos de toma de decisiones (Aglietta & Reberioux, 2009) (Shleifer & Vishny, 1997) (Hansmann & Kraakman, 2000).

De esta manera, el modelo brinda importantes derechos a los acreedores al igual que el modelo anglosajón, pero débiles derechos a los accionistas minoritarios, lo que se traduce en debilidades en materia de transparencia financiera en los mercados de capitales. Por ejemplo, el sistema alemán, principal exponente del modelo continental europeo, brinda especialmente beneficios a los inversores permanentes, quienes comúnmente son los accionistas mayoritarios y los bancos (Shleifer & Vishny, 1997).

En lo que respecta a la fuerza laboral, el modelo alemán se ha constituido, desde hace décadas, en punto de referencia en materia de integración de trabajadores a la estructura de gobierno corporativo como mecanismo que permite gestionar las ineficiencias y asimetrías

de información producto de los contratos laborales (Hansmann & Kraakman, 2000). En este sentido se plantea el modelo de cogestión entre accionistas, asalariados y acreedores en el que los “representantes de asalariados tienen lugar en el consejo de vigilancia, al lado de representantes de los accionistas, elegidos en asamblea general” (Aglietta & Rebérioux, 2009, pág. 86)

- **Modelo nipón:** En lo que respecta al modelo de gobierno de empresa japonés, (Shleifer & Vishny, 1997) resaltan la importancia de los bancos en los procesos de financiamiento de las organizaciones, en tanto que (Hansmann & Kraakman, 2000) destacan la participación del gobierno nacional como el actor encargado garantizar que la acción empresarial sirva del interés público. En relación con los modelos de empresa estadounidense y alemán, el modelo nipón exhibe prácticas intermedias en la protección de los accionistas minoritarios; aunque al tiempo, muestra una clara convergencia al modelo continental-europeo en la concepción holista de la empresa.

La incidencia del gobierno nacional sobre las prácticas de gobierno corporativo japonés, se presenta a partir de acciones enmarcadas dentro y fuera del derecho empresarial. Así, la disposición de burócratas del Estado sobre la asignación del crédito, licencias y normas anti-competitivas dibujan el conjunto de herramientas, comúnmente utilizadas, que desbordan el derecho empresarial. Por su parte, las normas que debilitan el control de los accionistas sobre los administradores hacen parte de las herramientas enmarcadas en el derecho de empresa (Hansmann & Kraakman, 2000).

Ante la multiplicidad de modelos de gobierno corporativo, algunos autores han planteado la existencia de un proceso de convergencia internacional hacia el modelo anglosajón, resaltando que, conforme se desarrollen los mercados de capitales, la atracción ideológica y competitiva de este modelo será indiscutible (Hansmann & Kraakman, 2000) (Ganga & Vera, 2008), en tanto que otros autores, si bien, han reconocido transformaciones en los modelos nipón y continental-europeo, sostienen que no se puede aseverar que se trate de convergencia en la medida en que existen especificidades en cada modelo que se han fortalecido durante las últimas décadas<sup>8</sup> (Aglietta & Rebérioux, 2009). En todo caso, ambas posiciones coinciden en que el desarrollo de la esfera financiera ha actuado como dinamizador de una ideología anglosajona que promueve la protección

---

<sup>8</sup> Ejemplificar las especificidades.

al valor accionario y, por tanto, la salvaguardia de los inversionistas-especuladores<sup>9</sup> a partir de prácticas corporativas que garanticen confianza y un discurso de transparencia en los mercados de capitales.

### **3.3 Gobierno Corporativo en Colombia.**

La preponderancia ideológica del modelo de empresa anglosajón se ha reproducido en el contexto mundial con el apoyo de instituciones multilaterales que legitiman e incentivan prácticas afines a esta visión de gobierno corporativo. Un ejemplo de tal respaldo institucional se encuentra en la definición de gobierno corporativo que ofrece la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OECD por sus siglas en inglés). Según este organismo, el gobierno corporativo es comprendido como “un elemento clave para aumentar la eficacia económica y aumentar el crecimiento, así como para aumentar la confianza de los inversores...no se trata de una cuestión exclusivamente circunscrita a las relaciones entre los accionistas y el cuerpo directivo, aunque éstas, de hecho, sean el elemento central” (OECD, 2004, pág. 12).

Al respecto, el hecho de que una organización como la OECD<sup>10</sup>, plantee de forma explícita una concepción del gobierno de empresa al servicio de los accionistas, se constituye en un precedente con enorme potencial de incidencia en la configuración de los modelos de gobierno de empresa nacionales, particularmente, en aquellos países que apenas están iniciando la definición de prácticas relativas al gobierno empresarial, como es el caso de los países latinoamericanos.

De hecho, algunas instituciones de América Latina, distinguidas como eferentes en la adopción de prácticas de gobierno corporativo, han exhibido una posición que privilegia los objetivos de los inversionistas sobre los de las demás partes interesadas, en sintonía con la perspectiva anglosajona. Tal es el caso de la Corporación Andina de Fomento (CAF), la cual, dentro del documento diseñado para poner en consideración de las empresas de la región normas básicas de buen gobierno, indica que “se podría definir gobierno corporativo como el conjunto de prácticas, formales e informales, que gobiernan las relaciones entre los administradores y todos aquellos que invierten recursos en la empresa, principalmente accionistas y acreedores... en estas circunstancias,

---

<sup>9</sup> Los fondos de pensiones y fondos de inversión se erigen como los principales exponentes de la concentración del ahorro atomizado y, en consecuencia, como los principales representantes del ahorro de los nuevos inversionistas minoritarios (los trabajadores).

<sup>10</sup> Con legitimidad internacional para abordar temas tan variados como administración pública, agricultura y alimentación, educación, desarrollo, empleo, medio ambiente, comercio, entre otros.

unas buenas prácticas de gobierno corporativo son la clave para el acceso de las empresas a los mercados de capital.” (CAF, 2005, pág. 2).

En correspondencia con las posiciones de la OECD y la CAF, los avances presentados en Colombia desde principios de la década del 2000 muestran una clara tendencia hacia la adopción y reproducción del discurso estadounidense. La resolución 275 de 2001<sup>11</sup> y la ley 964 de 2005 que constituyen el génesis normativo en materia de gobierno corporativo en Colombia (BID y BVC, 2009) y (Gaitán, 2010), presentan una visión alineada con la defensa de los derechos de los accionistas y el trato equitativo de los mismos como centro en las prácticas de gobernanza empresarial.

La resolución 275 de 2001 estableció la adopción de un Código de Gobierno Corporativo para las empresas emisoras de valores interesadas en obtener financiación de los fondos de pensiones<sup>12</sup>, dicho código debía incluir “mecanismos para la protección del accionista minoritario, criterios de selección de los directivos y representantes legales, mecanismos para la revelación de información y los conflictos de interés, criterios de selección de vinculados comerciales, mecanismos de transparencia para la selección de revisor fiscal, y auditorías especializadas solicitadas por accionistas” (BID y BVC, 2009, pág. 3).

Posteriormente, la ley 964 de 2005 fortaleció la protección a los inversionistas a través de la obligatoriedad de comités de auditoría con miembros independientes y la revelación de los acuerdos de accionistas, entre otras medidas. En tanto que en Marzo de 2007, a partir de una iniciativa liderada por la Superintendencia Financiera, la Bolsa de Valores de Colombia y algunos gremios empresariales y financieros, se socializó el Código de Mejores Prácticas Corporativas<sup>13</sup> que, a través de una encuesta de obligatorio diligenciamiento para los emisores de valores, pretendía efectuar un mejor seguimiento y unificación de las prácticas de gobierno corporativo aplicadas por las organizaciones (Superintendencia Financiera, 2007)

Esta breve evolución en la configuración de leyes e iniciativas que han definido el modelo de gobierno corporativo colombiano en función de una perspectiva con características que buscan proteger los intereses de los accionistas e inversionistas, al tiempo que evitan hacer referencia explícita a otros grupos de interés como trabajadores, gobierno, clientes, medio ambiente, entre otros, resulta coherente e incluso legítima si se analiza a la luz del sector que ha participado en su direccionamiento. Es decir, prácticas que garanticen una gobernanza empresarial en favor del valor

---

<sup>11</sup> Emitida por la Superintendencia de Valores (ahora Superintendencia Financiera)

<sup>12</sup> Principales inversionistas institucionales del país.

<sup>13</sup> También conocido como Código País.

accionarial y que busquen brindar confianza al inversionista especulador son coherentes para empresas que participan en los mercados de capitales y que, en consecuencia, aspiran a captar recursos de tales inversionistas. No obstante, la extensión de dicho enfoque a organizaciones con características distintas e, incluso, su aplicación en compañías listadas en bolsa con presencia significativa de actores diferentes a inversionistas, puede resultar inconveniente para el bienestar organizacional y social.

En este sentido, la ausencia de iniciativas regionales y nacionales que planteen un enfoque de gobierno de empresa acorde con la realidad organizacional dominante<sup>14</sup> en Colombia, promueve la adopción del referente más cercano: el modelo de gobierno de empresa estadounidense; especialmente, cuando las entidades que promueven dicho referente, plantean sus bondades en favor de empresas no emisoras. Tal es el caso de la Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés) que, mediante el *Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares*, traslada las prácticas de gobierno corporativo estadounidense a empresas que no cotizan en bolsa, bajo la premisa de que probablemente las pequeñas, medianas y grandes empresas familiares se interesarán en el futuro por cotizar en bolsas de valores como método para la obtención de recursos financieros. Es decir, se introduce una lógica en la que las prácticas de gobierno empresarial dejan de ser herramientas útiles para la gestión y control de la realidad organizacional y se convierten en herramientas útiles para la gestión y control de las expectativas organizacionales. Muchas de las cuales son impuestas por la propia institucionalidad financiera.

De esta manera, se generan tendencias que amenazan con desconocer las características<sup>15</sup> típicas de las empresas colombianas y, en consecuencia, socavar los objetivos de actores fundamentales en el devenir de las mismas. Situación que se ve reforzada por el proceso de convergencia hacia NIIF y la consecuente introducción acelerada del enfoque de valoración estático en el modelo contable del país.

Para lograr dimensionar esta última situación, la próxima sección buscará profundizar las implicaciones organizacionales que supone para Colombia la construcción de un modelo de gobierno de empresa con perspectiva anglosajona en conjunto con la inserción del enfoque de valoración estático en contabilidad.

---

<sup>15</sup> Dentro de las características a las que se hace referencia, resaltan: 1) dominancia de una estructura de propiedad familiar, 2) las principales fuentes de financiamiento provienen de préstamos bancarios, 3) la formalización laboral emerge como desafío regional y 4) el sistema legal se caracteriza por la prescripción de normas que delimitan el funcionamiento de las organizaciones (Oehr & Zimmermann, 2012).

#### **4. Valoración y gobierno corporativo.**

Hasta este punto se ha presentado a la contabilidad como una disciplina que contribuye al control en las organizaciones y que, en consecuencia, comparte un campo de acción con las prácticas de gobierno corporativo. De igual forma, se han caracterizado los cambios experimentados en las últimas décadas en: 1) los enfoques de valoración dominantes en contabilidad y 2) la consolidación internacional del enfoque de gobierno de empresa anglosajón, indicando que ambos procesos han sido introducidos en el contexto organizacional colombiano. El primero a partir de la convergencia hacia NIIF. El segundo, por medio de iniciativas lideradas por organizaciones internacionales como la IFC, la OECD y la CAF, y recogidas por organizaciones del sector financiero nacional.

Ante este escenario, la presente sección se interesa en resaltar los vínculos que surgen entre el valor razonable (principal exponente del enfoque de valoración estático) y el modelo de gobierno de empresa anglosajón, así como la inconveniencia organizacional y social de su adopción total en el contexto colombiano.

##### **4.1 Valor razonable y gobierno corporativo anglosajón.**

El enfoque estático de valoración y el modelo de gobierno de empresa anglosajón comparten características que los convierten en representantes de una misma ideología, aquella del valor accionario y la protección del inversionista individual, en donde la integración de la firma a la dinámica de los mercados financieros se convierte en elemento fundamental para el éxito empresarial (Aglietta & Rebérioux, 2009). Su introducción al contexto colombiano no resulta extraña en la medida en que representan una visión de empresa, popularizada y, de cierta forma, admirada durante las últimas décadas en el mundo en general.

No obstante, el que la llegada del valor razonable y las prácticas de gobierno corporativo anglosajón constituyan una situación predecible, no implica que deban ser aceptadas sin discusiones críticas acerca de su pertinencia para el contexto colombiano; especialmente, si se tiene en cuenta la importancia que adquieren cada uno de estos elementos en las relaciones de poder que enmarcan a las organizaciones y, en consecuencia, en el bienestar de los actores vinculados a dichas organizaciones.



En lo que atañe a la disciplina contable, el hecho de que las técnicas de valoración constituyan una de las principales fuentes de direccionamiento en las relaciones organizacionales (Biondi, 2011), brinda señales acerca del papel político de la contabilidad. Es decir, del papel que desempeña la disciplina contable en el desarrollo de las relaciones de poder, permitiendo un ejercicio del mismo a partir de la conducción de conductas y la preparación de probabilidades (Foucault, 1984).

En este sentido, la elección de un método de valoración contable sobre otros implica la elección de una forma particular de representar la realidad. Dicha representación, materializada en información “objetiva”, determina la interpretación que harán los grupos de interés a cerca de las transacciones organizacionales y definirá las decisiones que se tomen a partir de tales interpretaciones.

En el caso específico del valor razonable, la aplicación de este método de valoración implica la aceptación social de que el valor liquidable de los activos constituye el interés principal en las organizaciones y legitima la idea de que expectativas sobre flujos de caja futuros pueden modificar el valor de los activos y pasivos, originando el reconocimiento de ingresos presentes a partir de transacciones que aún no han ocurrido.

De esta manera, la aplicación del valor razonable ejerce un papel constituyente de las relaciones de poder empresarial, toda vez que introduce implícitamente una lógica de comportamiento de corto plazo (propio de los inversionistas) en información que es revelada no sólo a inversionistas, sino también, a la sociedad en general. Se logra así, una conducción de conductas en favor de inversionistas especuladores en la medida en que sus intereses han sido objetivizados y legitimados por las técnicas de valoración contable, lo que permite que los demás actores organizacionales tomen como propios tales intereses.

Vemos de esta manera cómo los métodos de valoración tienen la capacidad de trascender la dimensión contable y afectar los procesos organizacionales que garantizan el control de las relaciones en la empresa.

Por su parte, las prácticas de gobierno corporativo que se han introducido en Colombia desde el sector financiero, han resaltado la importancia de cambios en la estructura de las empresas que garanticen la confiabilidad de la información y la defensa de los accionistas minoritarios. Sin embargo, han dejado a un lado herramientas de gobernanza empresarial que exhiben modelos de empresa como el continental-europeo y el nipón que permitirían incluir también la defensa de intereses de actores como trabajadores, proveedores, clientes, medio ambiente y Estado dentro de las prácticas de gobierno corporativo.

Al respecto, no se pretende plantear que sea inconveniente desde cualquier perspectiva la aplicación del modelo de gobierno corporativo anglosajón, lo que se quiere esbozar es que si éste permanece como el único modelo con respaldo institucional, se constituirá en el único punto de referencia de las empresas colombianas para implementar políticas de gobierno corporativo, y actuará como inductor en la relación empresas-mercados financieros en ambientes en donde el desarrollo empresarial está determinado más por la realización de una actividad extractiva, productiva o de servicios que por procesos especulativos en mercados de capitales.

En este punto, es pertinente reconocer los límites del gobierno de empresa anglosajón para países con incipiente desarrollo de los mercados financieros, al tiempo que es recomendable evaluar las bondades de un modelo de empresa como el alemán para contextos como el colombiano en donde la baja calidad de las condiciones laborales actúan como barrera del desarrollo social del país.

En resumen, los efectos de la preponderancia del valor razonable y del modelo de gobierno de empresa anglosajón desbordan el plano organizacional y se ubican en el plano social. En el caso de Colombia, un país que se distingue a nivel mundial por sus altos niveles de desigualdad<sup>16</sup> y, que por lo tanto tiene una enorme concentración de los excedentes de capital en pocos actores, la implementación generalizada de técnicas de valoración y modelos de gobierno de empresa que defienden la posición de los poseedores del capital sobre los demás actores sociales, contribuirá a reforzar los problemas de distribución, brindando mayores herramientas de negociación en el ámbito organizacional a aquellos que ya las poseen.

## **5. Conclusión.**

El ascenso de las finanzas como principal vía de desarrollo económico individual, ha estado acompañado por una serie de cambios organizacionales e institucionales que proveen herramientas para la consolidación de las dinámicas de los mercados financieros en la realidad organizacional. Algunos de estos cambios se han gestado con la ayuda de disciplinas como la contabilidad y la administración, las cuales han puesto a disposición de las finanzas herramientas como el valor razonable y las prácticas de gobierno corporativo anglosajón que legitiman e impulsan una lógica organizacional en favor del valor accionarial y la especulación.

---

<sup>16</sup> El coeficiente de gini del año 2010 ubica a Colombia con un puntaje de 55,9, en donde 0 significa equidad perfecta y 100 significa inequidad perfecta. <http://datos.bancomundial.org/indicador/SI.POV.GINI>

A pesar de que existen diversas técnicas de valoración y diversos modelos de gobierno corporativo, la Arquitectura Financiera Internacional ha privilegiado las técnicas y modelos alineados con una visión estática de la empresa, en donde la coordinación intra-firma no tiene importancia, la empresa deja de ser vista como un todo y en su lugar es vista simplemente como un constructo de activos en donde el valor liquidable de los mismos es lo que verdaderamente importa (Aglietta & Rebérioux, 2009).

Esta perspectiva ha tenido una acogida significativa a nivel internacional, siendo impulsada, en parte, por los procesos de convergencia hacia estándares internacionales de información financiera que promueve el IASB, así como por la convergencia hacia prácticas de gobierno corporativo anglosajonas que promueven instituciones como la OECD y la IFC. No obstante, la acogida de estos estándares debe estar acompañada e, incluso, precedida por procesos de análisis profundos que evalúen la pertinencia de las prácticas de valoración y de gobierno de empresa para países que no cuentan con un entorno económico que corresponda a los supuestos dominantes en valoración contable y gobierno de empresa referidos.

En este sentido, resalta el caso de Colombia, un país con incipiente desarrollo en los mercados financieros, cuyas empresas son mayoritariamente familiares y en donde la precariedad del trabajo emerge como una de las principales barreras en la lucha contra la inequidad y el subdesarrollo. La aplicación generalizada de técnicas de valoración con un enfoque estático como el valor razonable, en conjunto con prácticas de gobierno corporativo de corte anglosajón, generan impactos en las relaciones que se dan entre los diversos actores organizacionales como clientes, accionistas, trabajadores, medio ambiente, Estado, entre otros, en virtud del bienestar de los poseedores del capital. Generando una afirmación en las asimetrías de negociación pre-existentes que benefician a los poseedores del capital e invisibilizan a otras partes como los trabajadores y los clientes, quienes debido a su dispersión y variedad, no acostumbran a plantear posiciones consolidadas en el plano organizacional.

En este sentido, aspectos tan sensibles como el control que se ejerce a partir de la información común sobre las contribuciones de los agentes, la distribución de los derechos y el cumplimiento de los contratos, se modifican por la introducción de técnicas de valoración y prácticas de gobierno basadas en intereses inversionistas. Así las cosas, la evaluación de los límites de los modelos de valoración y de gobierno de empresa y el análisis sobre la pertinencia de complementarlos con otras perspectivas más acordes con la realidad organizacional y social del país, se erigen como potenciales líneas de investigación a seguir.

## Bibliografía

- Aglietta, M., & Reberioux, A. (2009). El debate contable. En M. Aglietta, *El capitalismo financiero a la deriva (traducción)* (págs. 151-182). Bogotá: Universidad Externado.
- Archel, P., & Gómez, M. (Abril-Junio de 2014). Crisis de la valoración contable en el capitalismo cognitivo. *Innovar*, 103-116.
- Bengochea, J. (1996). El gobierno de empresas: Características del debate actual. *Situación: Revista de Coyuntura Económica*, 69-118.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Transactios Publisher.
- BID y BVC. (2009). *Desarrollo de instrumentos informativos sobre mercados de Capitales*. Bogotá: Colombia Capital.
- Biondi, Y. (2011). The Pure Logic of Accounting: A Critique of the Fair Value Revolution. *Accounting, Economics, and Law*, 1-46.
- CAF. (2005). *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo*. CAF.
- Canals, J. (2004). Pautas del buen gobierno en los consejos de administración. *Universia Business Review*, 18-27.
- Colette, C., & Richard, J. (2000). *Comptabilité générale: les systèmes français et anglo-saxons*. París: Dunod.
- Cunningham, L. (3 de August de 2005). Finance theory and accounting fraud: Fantastic future versus conservative histories. *Buffalo Law Review*, 53.
- Foucault, M. (1984). Como se ejerce el poder. 1-7.
- Gaitán, S. (2010). Gobierno Corporativo en Colombia: Tendencias actuales. *Administer*(15), 137-153.
- Ganga, F., & Vera, J. (2008). El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos. *Cuadernos de Administración*, 21(35), 93-126.
- Gómez, M. (2004). Una evaluación del enfoque de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) desde la teoría de la contabilidad y el control. *INNOVAR*, 112-131.
- Hansmann, H., & Kraakman, R. (2000). The End of History for Corporate Law. *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economic and Business Discussion Paper Series*, 1-34.
- IASB. (2010). *El Marco Conceptual para la Información Financiera*. IFRS Foundation.

- Ijiri, Y. (1967). *The Foundation of Accounting Measurement: A Mathematical, Economic and Behavioral Inquiry*. N.J (USA): Prentice-Hall.
- Mattessich, R. (1964). *Contabilidad y métodos cualitativos*. Buenos Aires: La ley.
- Miller et al. (2010). Linking Accounting, Organizations and Institutions. En Miller et al, *Accounting, Organizations and Institutions* (págs. 1-29). Oxford Scholarship Online.
- Miller, P. (1998). The margins of accounting. *The European Accounting Review*, 605-621.
- OECD. (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Paris: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos.
- Oehr, T.-F., & Zimmermann, J. (2012). Accounting and the welfare state: The missing link. *Critical Perspectives on Accounting*, 23, 134-152.
- Pardo, S. (Junio de 2014). Transformaciones recientes de la disciplina contable desde una perspectiva social e institucional. *Una evaluación de la relación de la disciplina contable y la evolución del sistema pensional colombiano, a partir de la ley 100 de 1993*. Bogotá.
- Power, M. (2010). Fair value accounting, financial economics and the transformation of reliability. *Accounting and Business Research*, 40(6), 197-210.
- Retolaza, J., & Ruiz, L. (2012). Participación de los stakeholders en la gobernanza corporativa: fundamentación ontológica y propuesta metodológica. *Universitas Psychologica*, 11(2), 617-628.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 737-783.
- Simon, K. (January de 1947). Measurement of Economic Growth. *The Journal of Economic History*, 12(2), 115-130.
- Sunder, S. (2005). Introducción a la Teoría de la Contabilidad y el Control. En S. Sunder, *Teoría de la contabilidad y el control* (págs. 23-35). Bogotá: Universidad Nacional de Colombia.
- Superintendencia Financiera. (2007). *Circular externa 028 de 2007: Código de Mejores Prácticas Corporativas Colombia*. Bogotá.
- Tunzelmann, V. (2003). Historical coevolution of governance and technology in the industrial revolution. *Structural Change and Economic Dynamic*, 14(4), 365-384.
- Williamson, O. (2002). The theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. *Journal of Economic Perspectives*, 16(3), 171-195.