

# Análisis del desempeño de las empresas que cotizaban en la Bolsa de Valores de Colombia entre 1981 y 1988: una visión desde Gobierno Corporativo

Carolina Arango Giraldo\*  
Mariana Herrera Roldán\*

Asesores:  
John Jairo García Rendón<sup>φ</sup>  
Hermilson Velásquez Ceballos<sup>λ</sup>

Universidad EAFIT

2017

**Resumen:** El objetivo de un buen gobierno corporativo consiste en mejorar e incentivar la toma de decisiones de las empresas, creando una estructura organizacional sólida con la capacidad de buscar estrategias que conlleven a un buen desempeño empresarial. Este estudio propone el análisis de variables de gobierno corporativo tales como información del gerente, información de la Junta Directiva e información relevante de la empresa, junto con algunas variables financieras como el ROA, las ventas y el precio de la acción, para empresas colombianas que cotizaban en la Bolsa de Valores de Colombia entre 1981 y 1988. Se utilizaron diferentes métodos del modelo de panel de datos, encontrando una relación positiva y estadísticamente significativa entre la mayoría de las variables y el desempeño de las empresas objeto de estudio.

**Palabras claves:** Gobierno corporativo, desempeño, rendimiento de los activos (ROA), panel por efectos aleatorios.

---

\* Departamento de Economía y Finanzas, Universidad EAFIT. Correo: carang28@eafit.edu.co

\* Departamento de Economía y Finanzas, Universidad EAFIT. Correo: mherre23@eafit.edu.co

<sup>φ</sup> Departamento de Economía y Finanzas, Universidad EAFIT. Correo: jgarcia@eafit.edu.co

<sup>λ</sup> Departamento de Economía y Finanzas, Universidad EAFIT. Correo: evelas@eafit.edu.co

## 1. Introducción

El gobierno corporativo surge de la necesidad de incentivar el desempeño eficaz tanto económico como organizacional de las empresas, dado que son "...sistemas sumamente complejos y se caracterizan por poseer una serie de interrelaciones entre sus diversos recursos, en especial en el tocante a las personas" (Ganga Contreras & Vera Garnica, 2008).

Las empresas según la necesidad de tener un control interno han buscado establecer un gobierno corporativo, con el objetivo de tomar decisiones racionales y comportarse estratégicamente para obtener un mayor beneficio económico. Por medio del gobierno corporativo en cada empresa se delegan responsabilidades a la Junta Directiva la cual está en pro del cumplimiento de cada uno de los principios y misión empresarial. Los miembros que conforman las juntas pueden ser los dueños de las empresas, gerentes y/o miembros de la familia.

Igualmente, el trabajo fundamental del gobierno corporativo es tener la capacidad de encausar el mismo objetivo para los miembros, buscando mayor rendimiento vía disminución de costos y/o demás variables afines (Ganga Contreras & Vera Garnica, 2008).

Según varios estudios realizados, el desempeño de las compañías se ve reflejado según el tipo de miembros que conformen su Junta Directiva, es decir, si son directores internos o externos, el género, el nivel de educación y si son directores fundadores. Por otra parte, no todas las empresas tienen los mismos resultados con el mismo tipo de miembros; como lo dicen Feild, Lowry y Mkrtchyan (2013) las empresas nuevas, les conviene más tener directores con experiencia en diferentes juntas, mientras que las empresas ya maduras tienen mejores resultados cuando sus directores son internos y solo trabajan para ellos.

Con lo anterior, se puede ver la importancia de las variables cualitativas del gobierno corporativo que normalmente no se tienen en cuenta dentro de los estudios, y que pueden estar relacionadas con el desempeño de las organizaciones; pero se deben analizar según la empresa, puesto que el país y el sector en el que se encuentra la compañía son un factor clave para la composición de la Junta Directiva y, por lo tanto, de su desempeño.

Shleifer & Vishny (1996) mencionan que, aunque las grandes potencias como Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania cuentan con un buen gobierno corporativo, con normas y protección a los accionistas minoritarios; los países emergentes no deberían de tratar de imitar estos gobiernos.

Teniendo un contraste sobre países emergentes y desarrollados como lo dicen Silva, Majluf y Paredes (2006) la estructura de la propiedad difiere debido a que, la diversificación del grupo empresarial en países tercermundistas mejora la eficiencia creando economías a escala y cambiando las deficiencias del mercado; sustentado bajo la existencia de lazos familiares o sociales entre los miembros de la junta.

Pese a que la finalidad del gobierno corporativo es relacionar a todos los miembros de la Junta y al director en busca de los mismos objetivos, alrededor del mundo se suele presentar el problema de agencia entre la Junta Directiva y el director. Esto porque no se tiene una buena comunicación y se puede filtrar información, ocasionando que los directores obtengan mayores beneficios. Un estudio realizado por Li & Srinivasan (2010) confirma que cuando los directores son los fundadores, el problema de información entre los miembros de la Junta Directiva se disminuye, logrando formar un gobierno corporativo ideal. Pero, como dice Maury (2006) en países emergentes y, poco transparentes, el hecho de contar con un familiar dentro de la Junta Directiva, podría generar una controversia debido a que los dueños ejercen un control abusivo sobre los accionistas minoritarios y solo buscan su bienestar.

Adicionalmente, en la actualidad se tienen varias teorías sobre el desempeño de la empresa y su relación con diferentes variables. Cashman, Gillan y Jun (2012) afirman que el rendimiento y la relación con los directores, están muy ligados a la muestra que se tome y a la definición que se les dé a los directores dependiendo de las funciones desempeñadas y a la suma de cargos en diferentes juntas directivas. Por ello es de alta relevancia, explicar claramente las empresas que se están evaluando, el período de tiempo en el cual se está trabajando y las variables que se tienen en cuenta para realizar las diferentes pruebas.

Así, el objetivo de este estudio es analizar y comparar por sectores económicos, el efecto de variables de gobierno corporativo como características del gerente, de los integrantes de la Junta Directiva y variables financieras relevantes sobre el desempeño de las empresas colombianas que cotizaban en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) en el período 1981 y

1988, que para entonces se encontraba dividida en la Bolsa de Valores de Bogotá (1928), la Bolsa de Valores de Medellín (1961) y la Bolsa de Valores de Occidente (1983).

Para poder lograr el objetivo se tienen los siguientes objetivos específicos: i) Examinar cuáles variables de gobierno corporativo son relevantes dentro de la investigación teniendo en cuenta otros estudios realizados, ii) Evaluar por medio de estadística descriptiva cuáles variables de gobierno corporativo tienen impacto sobre el desempeño de las empresas colombianas y iii) Estimar un modelo de panel de datos y explicar algunos de los principales determinantes del desempeño de una empresa a partir de variables de gobierno corporativo.

Este análisis se hará bajo un enfoque de gobierno corporativo, el cual tenía solo aplicabilidad para las grandes empresas privadas que cotizaban en el mercado de valores, no obstante, su importancia se ha extendido a PYMES, empresas gubernamentales y a las entidades sin ánimo de lucro (Ganga Contreras & Vera Garnica, 2008).

Igualmente, se trabaja en este período de tiempo dado que es muy poca la información que se tiene en Colombia para esos años y se busca tener un estudio preciso para el país. Además, en el período, no se tenía una ley establecida para regular el gobierno corporativo, tal como se tiene ahora con el Código de Mejores Prácticas Corporativas en Colombia (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007).

Como valor agregado, se construirá una base de datos con 43 empresas para 8 años, 344 empresas en total, con la información de la empresa, el sector y la ciudad; información del gerente, el sexo, el nivel de educación y su relación con la empresa; información de la junta directiva, el sexo de los miembros, los lazos familiares y la relación con el gerente; y finalmente, variables cuantitativas, el precio de la acción, emisión de acciones, ventas netas, ROA, ROE, PIB sectorial y PIB total. Esto con la finalidad de consolidar la información que será el fundamento para analizar la muestra y obtener resultados consistentes.

Como principales resultados de la investigación se encuentra que las variables de gobierno corporativo son estadísticamente significativas para el desempeño de la empresa, siendo los lazos familiares en la Junta Directiva la de menor impacto sobre la variable dependiente ROA. Por otra parte, se encuentra que el sector con mayor aporte al rendimiento de los activos es el de explotación de minas y canteras; además, las empresas fundadas entre 1911 y 1940

son estadísticamente significativas con referencia al período de fundación 1870 a 1910. Asimismo, las mujeres en la Junta Directiva son estadísticamente significativas para el modelo, es decir ante una mujer adicional en la Junta se genera un aumento del 10.04%.

El presente trabajo tiene la siguiente estructura: en la sección 2 se expone el marco teórico y la revisión de la literatura; en la sección 3 se explica la metodología a trabajar y se describen los datos recopilados; en la sección 4 se muestran los resultados con sus correspondientes análisis; y en la 5 sección se proponen las conclusiones.

## **2. Marco teórico y revisión de literatura**

Dado que el punto central de esta investigación está enfocado en el desempeño que tienen las empresas de acuerdo con algunas variables de gobierno corporativo, es de suma importancia determinar algunos conceptos claves para el desarrollo y el entendimiento del estudio.

Es necesario tener claro el significado teórico de gobierno corporativo: “El Buen Gobierno Corporativo como dice Crespí y Gispert (1999) habrá de estar dirigido a fortalecer los sistemas de gestión, control y administración de las empresas, constituyéndose como un instrumento de gestión de las relaciones entre principal –accionista– y agente –directivos–” (Puentes Poyatos, Velasco Gámez, & Vilar Hernández, 2009, pág. 118).

También se puede explicar el gobierno corporativo como: “...Las reglas y los procedimientos para tomar decisiones en asuntos como el trato equitativo de los accionistas, el manejo de los conflictos de interés, la estructura de capital, las adquisiciones de control, la revelación de información y la influencia de inversionistas institucionales” (Konja & Flores, 2008, pág. 7)

Adicionalmente, la Junta Directiva es fundamental en la medida que se relaciona directamente con el funcionamiento íntegro de un buen gobierno corporativo. Para esto es necesario “una fuerte base soportada por funciones, estructuras, cultura, información y recursos apropiados. Además, se deben crear espacios de confianza, transparencia, rendición de cuentas y equilibrios en las fuerzas de poder” (Konja & Flores, 2008, pág. 18).

Así mismo, el Director quien es la “Persona que tiene la dirección superior de un cuerpo, de un ramo o de una empresa.” (Real Academia Española, 2017), es apropiado para poder comparar el desempeño de la empresa teniendo en cuenta las variables que relacionan la Junta Directiva y el director con los resultados. El gobierno corporativo también puede ser atribuible a los lazos sociales que existan dentro de una Junta Directiva; es decir cuando el director es el mismo dueño, incluso si este es familiar, o en caso contrario, si es un agente externo de la empresa con años de experiencia en la misma o completamente independiente, se ve reflejado en el desempeño de la compañía (Silva et al. 2006).

Por otra parte, la Teoría de la Agencia establece una descripción fundamental para el concepto de economía institucional y el enfoque económico de una organización. Para cualquier empresa existe una relación entre el agente y el principal, mostrando los intereses de cada uno de los individuos y el conflicto de intereses que se puede generar entre ellos cuando no existe cooperación (Gorbaneff, 2003).

Es fundamental entender el papel de gobierno corporativo, dado que una organización es competitiva a largo plazo, cuando existe una buena toma de decisiones que contribuyan al buen rendimiento de la empresa en el tiempo, las cuales están a cargo de su estructura organizacional.

Para alcanzar mercados más confiables y eficientes, además de lograr un beneficio económico y desarrollo general de los países, el buen gobierno corporativo cada vez cobra más importancia en el ámbito local e internacional. Como lo dicen Konja & Flores (2008) para los inversionistas el gobierno corporativo representa confianza al momento de invertir a largo plazo, incluso igual o en mayor grado que cualquier aspecto financiero; por ello en varios países latinoamericanos se ha considerado relevante la implementación de distintas estrategias que mejoren dicho concepto y así favorecer el crecimiento de la organización. Sin embargo, en esta región no se ha reflejado el grado de progreso y sus diversos beneficios.

Para el mejoramiento de la buena implementación de este regulador empresarial, los países requieren de las autoridades gubernamentales, las empresas y los inversionistas mediante una legislación de autorregulación y cumplimiento autónomo. En el contexto colombiano, la Superintendencia Financiera de Colombia (2007) junto con otras entidades, crearon el

Código de Mejores Prácticas Corporativas destinado a las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia.

En dicho código, como lo describe la Superintendencia Financiera de Colombia (2007) se cuenta con unos principios básicos para los siguientes organismos: i. Asamblea General de Accionistas, ii. Junta Directiva, iii. Revelación de Información Financiera y no Financiera y, iv. Solución de Controversias.

Según estudios realizados en Estados Unidos, el desempeño de las empresas está significativamente relacionado con el gobierno corporativo; pero es muy importante explicar el tipo y la cantidad de empresas, el lugar de la muestra y la definición de las variables que se están teniendo en cuenta dado que, si se hacen los mismos estudios y se utilizan los mismos métodos de evaluación, los resultados con muestras diferentes podrían variar completamente.

Como lo dicen Cashman et al. (2012) para algunos autores el desempeño de las empresas es más positivo si en su Junta Directiva se cuenta con un director que ellos definen como ocupado cuando pertenecen a más de cuatro juntas; pero para otros autores el hecho de que una empresa cuente con un director ocupado, que para este caso sería aquel que tienen más de tres puestos en diferentes juntas, tendría un rendimiento mucho menor.

Para este tipo de estudios, es muy importante contar con variables de toda índole, no solo cuantitativas, sino también las variables cualitativas relacionadas directamente con la empresa y la Junta Directiva, especialmente con el director. Cashman et al. (2012) explican que se deben de tener en cuenta medidas de complejidad, las cuales están relacionadas con el tamaño de la empresa y los segmentos de negocio; las medidas de restricción de tiempo, las cuales identifican en cuantas empresas se desempeña un director; y finalmente, las variables que controlan, por ejemplo, la experiencia del director, el nivel de educación, el tamaño de la Junta Directiva, el número de directores externos, el ROA (Rendimiento de los activos), los años de la empresa, el crecimiento, entre otras.

Como bien se ha dicho, el desempeño de las compañías depende de la estructuración de su gobierno corporativo; pero esto no significa que las empresas deban asemejar su gobierno corporativo al de una empresa en específico. Esto debido a que es importante tener en cuenta el sector al cual pertenece la empresa y la experiencia que se tenga en el mercado. En un

estudio realizado por Feild et al. (2013) argumentan que las empresas que son nuevas prefieren tener un director ocupado, incluso una Junta Directiva ocupada, dado que así se contaría con una mayor experiencia, permitiendo crear estrategias de crecimiento y rendimiento para la compañía, además de que les permitiría ampliar su número de contactos, lo cual sería mucho más difícil de desarrollar e implementar si solo se contara con los miembros internos de la empresa que recientemente salió al mercado.

Pero a su vez, dicen Feild et al. (2013), para las empresas nuevas es más difícil contar con directores con mayor experiencia, dado que estos ya suelen tener las juntas en las que trabajan, y si aceptan una empresa que apenas está empezando, requieren de más tiempo y dedicación, tiempo que los directores dedican a otras laborales.

Otros estudios realizados por Silva et al. (2006) entienden que los grupos empresariales con acciones en diferentes organizaciones pueden destacar un efecto contraproducente si se aprovechan de la condición de los accionistas minoritarios, con el fin de obtener un rendimiento, por ejemplo, precios de transferencia para beneficio propio por medio del aprovechamiento de las relaciones corporativas. Normalmente, un accionista mayoritario obtiene mayores derechos sobre las decisiones que se están tomando, por ello, cuando existe una amplia brecha entre dichos derechos y los derechos económicos que tiene, se crea un alto riesgo de expropiación por parte de estos miembros mayoritarios y, en consecuencia, un menor valor de la empresa frente a la industria.

Otra dimensión para que los accionistas mayoritarios tengan más control sobre la empresa, se evidencia por medio de los lazos sociales de la organización reflejando la conexión entre los directores y familiares accionistas. Sin embargo, cuando se presenta una concentración de la propiedad, es decir, cuando la mayoría de los miembros de la Junta Directiva son familiares y/o propietarios, disminuye la probabilidad de poder extraer beneficios propios, esto se ve reflejado en una mayor confianza y una mejor coordinación para la creación de estrategias por la participación activa de la familia, generando un rendimiento positivo de la empresa. En contraste, cuando los lazos sociales y familiares generan desconfianza el efecto sobre el rendimiento es negativo.

Silva et al. (2006) en sus resultados consideran que la estructura de propiedad controladora vista por medio de los derechos económicos, derechos sobre las decisiones y lazos sociales,

pueden tener un efecto negativo o positivo en el desempeño de una organización, dependiendo de cómo se empleen las variables pertenecientes al gobierno corporativo.

Villalonga & Amit (2004) diferencian la propiedad, la gestión y el control como tres elementos esenciales para determinar el desempeño de las empresas familiares. Encuentran que la propiedad crea valor cuando el fundador sirve como gerente. Se evidencia destrucción de valor cuando los descendientes de segunda generación contribuyen como gerentes dado que expone el conflicto de agencia. Es importante saber que, la propiedad familiar está altamente relacionada con la gestión y el control, por lo que es poco claro su efecto frente a la empresa. Por otra parte, la gestión une a los propietarios y gerentes frente a cualquier decisión; mientras que el control puede ser utilizado para extraer beneficios privados sacrificando el valor para los accionistas no familiares, reduciendo el desempeño.

Otros estudios relacionados con empresas familiares suelen describir el problema de la teoría de la agencia entre dueños y directores. Maury (2006) afirma que cuando los dueños son miembros de la Junta Directiva e incluso uno de ellos es director, el desempeño de la compañía se podría ver significativamente impactado, y además se podría lograr una reducción del conflicto que en varias empresas se presenta entre los directores y los dueños, dado que ambas partes buscan objetivos diferentes. Pero a su vez, dice el autor, en países emergentes y poco transparentes el hecho de contar con un familiar dentro de la estructura organizacional de la empresa, podría generar una controversia debido a que los dueños ejercen un control abusivo sobre los accionistas minoritarios y solo buscan sus propios beneficios.

Igualmente, un estudio realizado por Li & Srinivasan (2010) confirma que cuando los directores son los fundadores, el problema de información entre los miembros de la Junta Directiva se disminuye, logrando formar un gobierno corporativo ideal y con un comportamiento diferente, siempre en pro de planear y cumplir con unas estrategias de crecimiento y rendimiento óptimas para la empresa.

Villalonga & Amit (2010) plantean una ventaja competitiva para la empresa, cuando los fundadores y las familias tienen mayor control, siendo una teoría excluyente a la obtención de los beneficios individuales por medio de los accionistas minoritarios. El argumento se

basa en que los fundadores o familiares tienen un apego emocional frente a sus compañías, obteniendo un mayor compromiso y horizontes de inversión más largos.

El hecho de que el director sea el fundador hace que sus decisiones sean más emocionales, puesto que al ser su propia empresa la que está dirigiendo, quiere verla crecer y obtener altos beneficios económicos. Es por eso, que se habla de un mejor gobierno corporativo cuando se tiene un director fundador, el cual refleja mejores decisiones de la Junta, mayor diligencia y un monitoreo efectivo de los miembros (Li & Srinivasan, 2010).

Un estudio realizado en Francia entre 1994 y 2000 por Sraer & Thesmar (2007), para una muestra de empresas familiares que representan dos tercios de la participación de la Bolsa de Valores Francesa, encontraron que más del 60% de los activos son manejados por empresas de familias fundadoras descendientes. Esto sustentado en que, los gerentes descendientes del fundador de la organización son más favorables para la misma compañía a diferencia de las empresas no familiares, incluso mejor que los gerentes profesionales externos.

Si las familias tienen ventajas competitivas y, a su vez, control y supervisión sobre los gerentes, horizontes de inversión amplios, además de provisión de conocimientos especializados, la importancia para mirar el desempeño empresarial radicarán en la presencia de la familia fundadora (Anderson & Reeb, 2003).

Como lo dice Paz-Ares (2004) en Colombia, por falta de confianza a causa de una mala política de gobierno corporativo existe una fuerte concentración de la propiedad y un menor valor de la empresa, lo que conlleva a unos costos elevados y poca liquidez. En consecuencia, se han tomado iniciativas del sector tanto público como privado para fortalecer este ente de control y mejorar las expectativas del performance, haciendo que los accionistas disminuyan su riesgo y puedan invertir un mayor capital y producir un cambio en el apalancamiento y el nivel óptimo de endeudamiento.

Colombia como país emergente, posee un sistema legal débil y, por lo tanto, el nivel de regulación y el rendimiento operativo tienen una mayor variación a partir de la práctica de gobierno corporativo. Procedente a esto, las empresas no son autónomas para autorregularse, haciendo que los accionistas minoritarios quedan más expuestos a accionistas controladores. Sin embargo, bajo este estudio se notó que en el país existe una mayor protección a los

accionistas con menor posesión sobre la empresa. No obstante, el desempeño sigue siendo menor (Váquiro, Franco, & Peña, 2016).

Hay otros estudios que arrojan que un gobierno corporativo débil está asociado a tener una Junta Directiva de miembros externos y, que incluso es en esos casos cuando se presenta un mayor número de fraudes en la compañía (Fich & Shivdasani, 2006). En el momento de evitar fraudes por parte de los alto cargos de la Junta Directiva, es necesario contar con una protección para los accionistas minoritarios y con reglas importantes para los mayoritarios. Este es el caso de países como Estados Unidos y el Reino Unido, que cuentan con un gobierno corporativo ejemplar (Shleifer & Vishny, 1996).

En una encuesta realizada por Shleifer & Vishny (1996) concluyen, que aunque las grandes potencias cuentan con un buen gobierno corporativo, con excelentes normas y protección, en el cual no se presentan fraudes, los países emergentes no deberían de tratar de imitar estos gobiernos corporativos, dado que son países que no tienen la capacidad para comportarse de tal manera, por el contrario según las normas de cada país, las empresas deben buscar la forma de autorregularse y crear las normas para su gobierno corporativo.

Otro factor adicional a un gobierno corporativo débil es la inestabilidad corporativa; Fich y Shivdasani (2006) dicen que nombramientos, despidos y renunciaciones de directores, frecuentemente no está significativamente relacionado con el desempeño de las empresas. Esto se refleja en las diferentes estrategias y decisiones que se puedan tomar ante los cambios de los directores, afectando el objetivo final.

Finalmente, como lo dicen Váquiro et al. (2016) las compañías con un buen gobierno corporativo son más asequibles al financiamiento, menores costos de capital, mayor rendimiento y mejores relaciones con las partes de la empresa.

### 3. Metodología y datos

#### 3.1. Metodología

Para el desarrollo de esta investigación se realiza un estudio explicativo, dado que se trata de comprobar la correlación entre el desempeño de empresas y su gobierno corporativo, para una muestra de empresas colombianas que hayan cotizado en la Bolsa de Valores de Colombia entre 1981 y 1988. Se decide realizar en el período de tiempo mencionado, dado que para entonces no existe una información consolidada y concreta sobre el tema en el país; además, de que para ese entonces no se tenía estipulado un código de buenas prácticas corporativas, por lo cual resulta interesante y pertinente examinar dicho efecto.

Inicialmente, se hace una búsqueda extensiva, en diferentes bibliotecas y entidades públicos y privados, para encontrar los datos de las empresas que cotizaban en la Bolsa de Valores de Colombia, en el período 1980 y 2000, pero por falta de existencia de información se recolectan datos para el período de 1981 a 1988.

Se toma una muestra de 43 empresas por cada año, lo cual daría un total de 344 empresas para 12 sectores. La información se recolecta del libro *“Actividad Bursátil e información financiera de las empresas inscritas en la Bolsa de Medellín”* para cada uno de los años de la muestra, escrito directamente por la Bolsa de Medellín. De aquí, se recopila la información de cada empresa por sector, los miembros de la Junta Directa, el gerente, el total de activos, pasivos, ventas netas, utilidad neta, patrimonio, precio de la acción, emisión de acciones y valor emitido.

Después de tener toda la información recolectada, se construye una base de datos que consolida el nombre de las empresas por años de cotización, ciudades y sectores específicos; además contiene la información del gerente, con su respectivo sexo, nivel de educación y relación con la empresa; la información de la Junta Directiva, con el sexo de todos los miembros, los lazos familiares y la relación con el gerente; finalmente los datos de las variables financieras y macroeconómicas, el precio promedio a diciembre de la acción, la

emisión de acciones, el valor emitido, el total de activos, el total de pasivos, las ventas netas, la utilidad neta, el patrimonio, el PIB sectorial y el PIB total.

Es muy importante aclarar que tanto en la introducción como en la revisión de literatura se hace mención de una cantidad de variables tanto cualitativas como cuantitativas que son utilizadas en investigaciones relacionadas con el tema. Sin embargo, por falta de información disponible, para esta investigación solo se van a tener en cuenta las variables relacionadas al sector de la empresa, antigüedad, mujeres en la Junta Directiva, las ventas, el PIB sectorial, el precio de la acción y la variable de desempeño ROA.

Después de tener consolidada toda la información y la base completamente construida, se hace una estadística descriptiva, simultáneamente a la estimación de un modelo de panel de datos por pooled MCO, efectos fijos y efectos aleatorios. Sin embargo, luego de realizar los test para analizar la robustez de los resultados respecto a eficiencia y consistencia se presentan las estimaciones con el panel por efectos aleatorios, dado que no se encuentran efectos fijos.

Hay que tener en cuenta que, en los estudios relacionados con Gobierno Corporativo dentro de sus estimaciones, normalmente, utilizan el modelo de panel de datos por efectos fijos. No obstante, dada la temporalidad de la investigación los efectos fijos eliminan la significancia de las variables tomadas para el modelo, contrario a estudios realizados en períodos de tiempo más actuales.

A pesar de estimar los modelos teniendo en cuenta variables instrumentales para analizar la endogeneidad, las estimaciones no arrojan resultados consistentes disminuyendo la robustez debido a los años de la muestra. Además, es bueno precisar que para el período la cultura de Gobierno Corporativo no estaba tan presente en las firmas y además no existía una regulación, por ello los modelos que se utilizan en estudios recientes no necesariamente deben ser los mismos para encontrar eficiencia y consistencia en esta investigación.

“Un panel de datos son observaciones repetidas del mismo conjunto de unidades de corte transversal” (Johnston & Dinardo, 2001, pág. 445). Para desarrollar este modelo se utilizan los tres métodos siguientes representados por las ecuaciones (1), (2) y (3).

**Estimador pooled:** utiliza la estimación básica, es decir, ignora el tiempo de la muestra y se hace una estimación eficiente de los datos mediante el MCO<sup>1</sup>.

$$y = X\beta + \varepsilon \quad (1)$$

donde  $y$  es la variable dependiente,  $X$  representa las variables explicativas acompañadas de un coeficiente  $\beta$ ,  $\varepsilon$  el término de error.

Se debe tener en cuenta que se estimó la significancia de las variables de gobierno corporativo (Sexo del gerente, nivel de educación del gerente, relación del gerente con la empresa, lazos familiares de la Junta Directiva, miembros de la Junta Directiva familiares del gerente, mujeres en la Junta Directiva y antigüedad de la empresa) por regresiones individuales.

**Modelo de efectos fijos con más de dos períodos de tiempo:** se trabaja bajo el supuesto que  $cov(X_{it}, \alpha_i) \neq 0$ .

$$y_{it} = X_{it}\beta + \alpha_i + n_{it} \quad (2)$$

donde  $y_{it}$  corresponde a la variable endógena,  $X_{it}$  representa las variables explicativas,  $\alpha_{it}$  parámetros desconocidos,  $n_{it}$  el término de error. En el modelo,  $\alpha_i$  está correlacionado con  $X_{it}$ .

**Modelo de efectos aleatorios:**  $\alpha_i$  no está correlacionado con  $X_{it}$ .

$$y_{it} = X_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

donde;

$$\varepsilon_{it} = \alpha_i + n_{it} \quad (3.1)$$

siendo  $\varepsilon_{it}$  una estructura de error.

Con el modelo de efectos aleatorios, se realizan dos modelos: En el modelo 1,  $y_{it}$  es igual al ROA, estando en función del sector, la antigüedad de la empresa, logaritmo natural de las ventas, PIB sectorial y precio. En el modelo 2, la variable dependiente sigue siendo el ROA,

---

<sup>1</sup> Mínimos Cuadrados Ordinarios

y está en función del sector, mujeres en la junta directiva, logaritmo natural de las ventas, PIB sectorial y precio. Ecuaciones (4) y (5), respectivamente.

$$ROA_{it} = f(\text{antigüedad}_{it}, \text{Inventas}_{it}, \text{PIBsectorial}_{it}, \text{precio}_{it} | \text{Sector}_{it}) \quad (4)$$

$$ROA_{it} = f(\text{mujeresJD}_{it}, \text{Inventas}_{it}, \text{PIBsectorial}_{it}, \text{precio}_{it} | \text{Sector}_{it}) \quad (5)$$

donde  $i$  es la firma y,  $t$  es el período de la muestra.

El panel de datos se estima con la finalidad de encontrar y explicar algunos de los principales determinantes del desempeño de una empresa a partir de variables de gobierno corporativo, y finalmente encontrar resultados adecuados para concluir el estudio.

### 3.2. Estadística descriptiva

Según la base de datos como lo muestra la tabla 1 se describe, inicialmente, la cantidad de empresas por ciudad, siendo Medellín la de mayor número de empresas (27), reflejando una participación del 63% del total de empresas por año; y Barranquilla cuenta con 2 empresas, representando un 5%.

Segundo, se evidencia en las Juntas Directivas 3 mujeres para un total de 1592 miembros de la Junta. Una de las mujeres se encuentra dentro del sector Fabricación de productos metálicos, minerales no metálicos, industrias metálicas básicas, maquinaria y equipo, en la empresa Acerías Paz del Río, perteneciendo 2 años consecutivos a la Junta Directiva, lo que representa una participación del 3% dentro del sector. Las otras dos mujeres están en el sector química, petroquímica, caucho y plástico, una para la empresa Laboratorios J.G.B y la otra para Productos Químicos Panamericanos, ambas estuvieron en la Junta durante los 8 años, representando el 10% para el sector.

Finalmente, respecto al nivel de educación de los gerentes, donde en la categoría bachiller se contaron los gerentes que comenzaron una carrera de pregrado y no la finalizaron, se resalta que a esta categoría pertenecen gerentes que a su vez son dueños o familiares; dentro de los pregrados, algunos de los gerentes con estudios en ingeniería coinciden en las empresas de

mayor tamaño. En la categoría otros se incluyen el nivel de educación no especificado para un total de 13 gerentes.

**Tabla 1:** Generalidades

<b>Empresas por Ciudad</b>		
<b>Ciudad</b>	<b>Empresas</b>	<b>% Empresas por ciudad</b>
Bogotá	8	19%
Medellín	27	63%
Cali	6	14%
Barranquilla	2	5%
Total	43	100%

  

<b>Mujeres en la Junta</b>		
<b>Sector</b>	<b>Mujeres</b>	<b>%Mujeres sobre el total de miembros por sector</b>
Fabricación de Productos Metálicos, Minerales no Metálicos, Industrias Metálicas Básicas, Maquinaria y Equipo (Acerías paz del río)	1	3%
Química, Petroquímica, Caucho y Plástico (Laboratorios J.G.B y Productos Químicos Panamericanos)	2	10%
Total	3	13%

  

<b>Nivel de Educación gerentes</b>		
<b>Estudios</b>	<b>Gerentes</b>	<b>%Educación gerentes</b>
Bachiller	3	7%
Ingenieros	12	28%
Economistas	1	2%
Abogados	3	7%
Otros	13	30%
Especialistas	9	21%
Magister	2	5%
Total	43	100%

**Fuente:** Elaboración propia, 2017.

**Tabla 2:** Variables financieras

Promedio De las Variables						
Sector	Precio Acción	Ventas Netas	ROE	ROA	PIB por sectores	
Agricultura, Caza, Silvicultura, Pesca y Extracción de Madera	\$ 40	\$ -	0,05%	0,04%	\$ 130,28	
Alimentos, Bebidas y Tabaco	\$ 128	\$ 8.175.227.686	12,74%	5,24%	\$ 130,05	
Bancos, Establecimientos Financieros y Otros	\$ 29	\$ 21.175.547.250	8,85%	0,04%	\$ 85,69	
Bienes Inmuebles, Servicios, Administración de Negocios e Inversiones	\$ 68	\$ 106.068.750	9,87%	4,02%	\$ 85,69	
Comercio, Comercio al por mayor y al por menor, Restaurantes y Hoteles	\$ 17	\$ 305.043.750	-0,58%	0,02%	\$ 72,29	
Construcciones y Urbanizadoras	\$ 57	\$ 62.962.500	10,01%	1,72%	\$ 23,55	
Explotación de Minas y Canteras	\$ 34	\$ 2.406.300.000	39,31%	21,43%	\$ 15,59	
Fabricación de papel, Productos de papel, Editoriales e Imprenta	\$ 27	\$ 1.933.025.000	11,76%	5,28%	\$ 72,29	
Fabricación de Productos Metálicos, Minerales no Metálicos, Industrias Metálicas Básicas, Maquinaria y Equipo	\$ 99	\$ 4.621.665.278	13,04%	6,57%	\$ 125,31	
Química, Petroquímica, Caucho y Plástico	\$ 16	\$ 814.221.875	11,22%	5,00%	\$ 125,31	
Textiles, Prendas de Vestir e Industrias del Cuero	\$ 41	\$ 10.213.400.000	5,58%	2,19%	\$ 125,31	
Transporte, Almacenamientos y Comunicaciones	\$ 5	\$ 54.279.637.500	-38,19%	-3,86%	\$ 54,95	

**Fuente:** Elaboración propia, 2017.

En la tabla 2, se muestra el promedio de las variables financieras por sectores de la base de datos. Donde el sector alimentos, bebidas y tabaco tiene el precio por acción más alto siendo de \$128, teniendo a su vez uno de los PIB sectorial más elevado de \$130.05 (miles de millones de pesos), además, el sector fabricación de productos metálicos, minerales no metálicos, industrias metálicas básicas, maquinaria y equipo tiene el segundo precio más alto por acción de \$99. El sector transporte, almacenamiento y comunicaciones, aunque tiene las ventas más altas es el de PIB sectorial más bajo, y ROA y ROE en porcentajes negativos. El sector de explotación de minas y canteras tiene el porcentaje de ROA y ROE más altos, 39.31% y 21.43% respectivamente.

En la tabla 3, se encuentra que los sectores con mayor número de empresas para la muestra son alimentos, bebidas y tabaco con un total de 10 empresas por año y una participación del 23% respecto al total de empresas en todos los años. Adicionalmente, el sector de fabricación

de productos metálicos, minerales no metálicos, industrias metálicas básicas, maquinaria y equipo cuenta con un total de 9 empresas por año y una participación de dos puntos porcentuales menos que el anterior.

Por otro lado, los sectores con un menor número de empresas son explotación de minas y canteras; fabricación de papel, productos de papel, editoriales e imprenta; y transporte, almacenamientos y comunicaciones. Todos con una empresa y participación del 2%. Cabe aclarar que, aunque sean los sectores con menor participación en la muestra no significa que sean las empresas de menor tamaño y de menor impacto para el desempeño. (Ver tabla 3).

**Tabla 3:** Empresas por Sector

Sector	Por año	Total años	% Total años
Agricultura, Caza, Silvicultura, Pesca y Extracción de Madera	2	16	5%
Alimentos, Bebidas y Tabaco	10	80	23%
Bancos, Establecimientos Financieros y Otros	5	40	12%
Bienes Inmuebles, Servicios, Administración de Negocios e Inversiones	2	16	5%
Comercio, Comercio al por mayor y al por menor, Restaurantes y Hoteles	2	16	5%
Construcciones y Urbanizadoras	2	16	5%
Explotación de Minas y Canteras	1	8	2%
Fabricación de papel, Productos de papel, Editoriales e Imprenta	1	8	2%
Fabricación de Productos Metálicos, Minerales no Metálicos, Industrias Metálicas Básicas, Maquinaria y Equipo	9	72	21%
Química, Petroquímica, Caucho y Plástico	4	32	9%
Textiles, Prendas de Vestir e Industrias del Cuero	4	32	9%
Transporte, Almacenamientos y Comunicaciones	1	8	2%
Total general	43	344	100%

**Fuente:** Elaboración propia, 2017.

Para la tabla 4, se presenta el número de empresas familiares categorizadas a su vez por sector. En el sector bancos, establecimientos financieros y otros se tiene la empresa Banco

Colpatria, contando con el fundador como gerente durante 6 años. Para el sector alimentos, bebidas y tabaco está la empresa Ingenio Pichichí S.A., con el hijo del fundador como gerente durante los años de la muestra. Finalmente, el sector fabricación de productos metálicos, minerales no metálicos, industrias metálicas básicas, maquinaria y equipo, uno de los sectores que cuenta con mayor número de empresas asociadas, tiene las compañías Estructuras Ceno de Antioquia S.A., e Inversiones Puyana S.A., los gerentes son el fundador y un familiar respectivamente durante los 8 años.

Como participación de gerentes familiares, sobre 344 gerentes por el total de años, cada empresa representa aproximadamente el 2% para un total del 9% de gerentes familiares para toda la muestra estudiada.

**Tabla 4:** Empresas Familiares

<b>Empresa</b>	<b>Años con gerentes familiares</b>	<b>%Gerentes familiares sobre el total de gerentes familiares por años</b>	<b>%Gerentes familiares sobre el total de gerentes por años</b>
Banco Colpatria	6	20%	2%
Estructuras Ceno de Antioquia S.A.	8	27%	2%
Ingenio Pichichí S.A	8	27%	2%
Inversiones Puyana S.A.	8	27%	2%
<b>Total</b>	<b>30</b>	<b>100%</b>	<b>9%</b>

  

<b>Sector</b>	<b>Número de empresas</b>	<b>%Empresas familiares sobre el total de empresas familiares</b>	<b>%Empresas familiares sobre el total de empresas</b>
Alimentos, Bebidas y Tabaco	1	25%	2%
Bancos, Establecimientos Financieros y Otros	1	25%	2%
Fabricación de Productos Metálicos, Minerales no Metálicos, Industrias Metálicas Básicas, Maquinaria y Equipo	2	50%	5%
<b>Total</b>	<b>4</b>	<b>100%</b>	<b>9%</b>

**Fuente:** Elaboración propia, 2017.

## 4. Resultados

### 4.1. Panel de datos

Al realizar las regresiones individuales por estimación pooled MCO (Tabla 5), se encuentra que las variables de gobierno corporativo específicas del modelo resultan estadísticamente significativas sobre la variable endógena.

Al tener un gerente hombre (SG) adicional en la muestra, el ROA aumenta en 4.03%. Ahora bien, si este tiene en promedio un buen nivel de educación (NEG) el rendimiento de los activos aumenta 3.13%. Así como lo afirman Feild et al (2013) el hecho que el gerente tenga una educación superior y alto nivel de experiencia tiene una relación positiva con el desempeño corporativo.

**Tabla 5:** Significancia de variables de gobierno corporativo por regresiones individuales

Variable /Dependiente e Independiente	Coficiente (Desviación Estándar)
<b>ROA</b>	<b>Variable dependiente</b>
Sexo Gerente (SG)	4.030 (0.406)***
Nivel de Educación Gerente (NEG)	3.133 (0.322)***
Relación del gerente con la empresa (RGE)	4.037 (0.854)***
Lazos familiares de la Junta Directiva (LFJD)	2.500 (1.114)**
Miembros de la Junta Directiva familiares del gerente (JDG)	3.139 (0.674)***
Mujeres en la Junta Directiva (MJD)	4.218 (0.415)***
Antigüedad de la empresa, 1911 - 1940 (AE1)	7.076 (0.677)***
Antigüedad de la empresa, 1941 - 1980 (AE2)	3.006 (0.497)***

Nota: \*\*\* Significante al 1%, \*\* Significante al 5%, \* Significante al 10%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Por otro lado, Silva et al (2006) y Villalonga & Amit (2004) dentro de sus estudios analizan la importancia del desempeño de las empresas familiares, dado que al momento de tener miembros familiares en la Junta Directiva o como gerentes, existen mejores decisiones, un buen control y gestión por el sentido de pertenencia hacia la compañía. Como resultado, en el modelo se encuentra que al tener un gerente con cualquier tipo de relación con la empresa (RGE) la variable dependiente se incrementa en 4.03% con un nivel de significancia del 1%.

Adicionalmente, si el gerente cuenta con algún familiar en la Junta Directiva (JDG), el ROA crece 3.13%. Sin embargo, se observa que cuando existen lazos familiares en la Junta Directiva (LFJD) el desempeño solo aumenta 2.5% con un nivel de significancia del 5%. Esto tiene relación con los estudios realizados por Maury (2006) y Paz-Ares (2004), donde mencionan que, en países emergentes, por falta de transparencia y una mala política de gobierno corporativo causada por una fuerte concentración de la propiedad, se genera una contradicción al contar con un miembro de la familia en la Junta, debido a que puede verse afectado el desempeño por una búsqueda individual de beneficios económicos.

Las mujeres en la Junta Directiva (MJD) con un nivel de significancia del 1%, aumenta el ROA en 4.2%. Por último, las estimaciones arrojan que la empresa al ser fundada entre 1911 y 1940 (AE1) incrementa 7.07% respecto a un año de fundación entre 1870 y 1910; mientras que, las empresas creadas entre 1941 y 1980 (AE2) solo tienen un incremento del 3%.

En la tabla 6 se presentan los resultados obtenidos mediante dos modelos estimados por efectos aleatorios, los cuales arrojan los mejores resultados. En el primero se encuentra que los sectores estadísticamente significativos son el de construcciones y urbanizadoras (6); explotación de minas y canteras (7); fabricación de papel, productos de papel, editoriales e imprenta (8); fabricación de productos metálicos, minerales no metálicos, industrias metálicas básicas, maquinaria y equipo (9) y química, petroquímica, caucho y plástico (10).

El sector (7) aumenta en un 35.9% el rendimiento de los activos por encima del sector de referencia alimentos y bebidas. En el contexto colombiano de la época, el desarrollo de proyectos en el sector de minas y energía, y adicionalmente la explotación de diversos materiales mineros, mostraron en el país una evolución en las exportaciones de energía, petróleo y carbón, generando un fuerte crecimiento sectorial y nuevos recursos fiscales (Ministerio de Minas y Energía, 1990).

Por otra parte, el sector Bancos, establecimientos financieros y otros (3), no resulta estadísticamente significativo para el modelo, lo cual no va a impactar en el rendimiento de los activos como variable dependiente, así sean empresas con regulaciones diferentes a las empresas del sector real.

Dentro del modelo, las AE1 fueron estadísticamente significativas al 1%, con un incremento de 6.081% respecto a las empresas fundadas entre 1870 y 1910. Esto lo sustenta Field et al. (2013) al decir que las empresas con mayor experiencia tienen mejores resultados, dependiendo de su Junta Directiva; contrariamente a las empresas AE2 que no son estadísticamente significativas para el ROA, dado que no tienen el grado de madurez suficiente y se refleja por medio de sus variables de gobierno corporativo.

Las ventas, se encuentran estimadas en logaritmo natural ( $\ln V$ ), generando una elasticidad del ROA; es decir, al aumentar 1% las ventas el rendimiento de los activos crece 3.22% con un nivel de significancia del 5%. Adicionalmente, cuando se analiza el desempeño con el PIB sectorial<sup>2</sup>, se tiene un aumento del 0.15% con el mismo nivel de significancia.

Para el modelo 2, los sectores (7), (9) y (10) se encuentran estadísticamente significativos, siendo nuevamente el sector (7) el de mayor aporte porcentual al ROA.

Por otra parte, como se evidencia desde el mercado laboral, las mujeres a través del tiempo han tenido una menor participación en este y, en general, en el mundo social y político, no obstante, en una minoría, se han ido vinculando a diferentes actividades incluyendo diferentes empleos donde, incluso, tienen voz y voto en Juntas Directivas. Padilla (2002) en un estudio habla de las diferencias laborales entre hombres y mujeres, donde los hombres tienen un porcentaje de participación de 62.84 mientras que las mujeres de 38.08%, lo cual refleja la inclusión de género.

---

<sup>2</sup> PIB sectorial a precios constantes.

**Tabla 6:** Estimación panel de datos por efectos aleatorios

<b>Variable /Dependiente e Independiente</b>	<b>Modelo 1 Coeficiente (Desviación Estándar)</b>	<b>Modelo 2 Coeficiente (Desviación Estándar)</b>
<b>ROA</b>	<b>Variable dependiente</b>	
<b>Sector</b>		
Bancos, Establecimientos Financieros y Otros (3)	2.934 (3.559)	-0.15 (3.535)
Bienes Inmuebles, Servicios, Administración de Negocios e Inversiones (4)	5.923 (4.279)	5.679 (4.344)
Comercio, Comercio al por mayor y al por menor, Restaurantes y Hoteles (5)	6.032 (8.605)	3.499 (8.731)
Construcciones y Urbanizadoras (6)	18.97 (8.740)**	14.59 (9.141)
Explotación de Minas y Canteras (7)	35.923 (8.378)***	31.48 (8.816)***
Fabricación de papel, Productos de papel, Editoriales e Imprenta (8)	9.125 (5.458)*	8.865 (5.560)
Fabricación de Productos Metálicos, Minerales no Metálicos, Industrias Metálicas Básicas, Maquinaria y Equipo (9)	3.737 (1.778)**	4.030 (1.796)**
Química, Petroquímica, Caucho y Plástico (10)	6.186 (2.616)**	7.686 (2.723)**
Textiles, Prendas de vestir e Industrias del Cuero (11)	-0.707 (2.217)	-0.218 (2.135)
Transporte, Almacenamientos y Comunicaciones (12)	0.533 (6.007)	0.027 (6.127)
<b>Antigüedad de la empresa</b>		
1911-1940 (AE1)	6.081 (2.295)***	
1941-1980 (AE2)	3.596 (2.218)	
<b>Mujeres en la Junta Directiva (MJD)</b>		10.04 (5.543)*
<b>Ln Ventas (LnV)</b>	3.221 (1.439)**	2.844 (1.439)**
<b>PIB Sectorial (PIB)</b>	0.159 (0.069)**	0.128 (0.075)*
<b>Precio de la Acción (PA)</b>	0.011 (0.008)	0.010 (0.006)*

Nota: \*\*\* Significante al 1%, \*\* Significante al 5%, \* Significante al 10%

Fuente: Elaboración propia, 2017.

En este estudio la variable de gobierno corporativo MJD se encuentra estadísticamente significativa al 10%, donde la participación adicional de una mujer presenta un crecimiento del 10.04% en el desempeño corporativo medido a través del ROA. Pinilla (2014) demuestra el progreso de ambos géneros en las Juntas Directivas como miembros activos de varios países, mostrando una aceleración en la participación de las mujeres como nuevos miembros, coincidiendo en que dan mejores estrategias, influyen en la toma de decisiones, tienen mayor liderazgo; también han contribuido en la reducción del poder de los gerentes en la gobernabilidad. Concluye que la intervención de una mujer en la Junta puede cambiar la dirección estratégica de una empresa.

Los resultados finales del modelo 2, arrojan que al aumentar un 1% en el LnV la variable dependiente aumenta 2.8%; además, al aumentar el PIB sectorial, esta misma se incrementa 0.12%. A diferencia del modelo 1, el precio de la acción (PA) es estadísticamente significativo al 10%, es decir si aumenta un peso, el incremento en el ROA será de 0.01%.

## **5. Conclusiones**

En este trabajo con el fin de analizar el efecto de variables de gobierno corporativo como características del gerente, de los integrantes de la Junta Directiva y variables financieras relevantes sobre el desempeño de las empresas colombianas que cotizaban en la Bolsa de Valores de Colombia en el período 1981 y 1988, inicialmente se construye una base de datos con un total de 344 empresas colombianas asociadas a 12 sectores, con la cual se analiza el desempeño de las empresas, utilizando un modelo de panel de datos por MCO y efectos aleatorios. El desempeño se mide por medio del ROA, la cual corresponde a la variable dependiente, las variables explicativas consideradas son el sector, el sexo del gerente, la familiaridad del gerente con la Junta Directiva y con la empresa, la antigüedad de la empresa y si existen mujeres asociadas a la Junta. A su vez, se consideran variables cuantitativas como las ventas, el precio de la acción de cada empresa y el PIB sectorial.

A partir de la estadística descriptiva, se encuentra que el mayor número de empresas para la muestra está dentro del sector alimentos, bebidas y tabaco con un total de 10 empresas y

una participación del 23% respecto al total de empresas para todos los años, por otra parte, el sector de explotación de minas y canteras cuenta con el ROA (21.43%) y ROE (39.31%) más altos. Además, se evidencia, dentro de las Juntas Directivas 3 mujeres, para un total de 1592 miembros de la Junta.

Al estimar el modelo por regresiones individuales por MCO, se concluye que las variables de gobierno corporativo son estadísticamente significativas para el desempeño de las empresas, siendo los lazos familiares en la Junta Directiva la de menor impacto sobre la variable dependiente ROA. Esto debido a que el estudio se realiza en un país subdesarrollado, donde los beneficios individuales priman sobre lo colectivo, contrario a estudios realizados en países con economías estables, como lo dice Villalonga & Amit, (2010) un miembro familiar en la Junta Directiva tiene un mayor control y gestión organizacional creando una ventaja competitiva para la empresa.

Los resultados por medio de dos modelos por efectos aleatorios indican que el sector de explotación de minas y canteras, aunque es el de menor número de empresas asociadas, tiene la mayor participación sobre el rendimiento de los activos de 35.9% y de 31.4% respectivamente en los modelos. Para el modelo 1 la variable que genera un mayor aporte es la fundación de las empresas entre 1911 y 1941 respecto a las empresas que iniciaron entre 1870 y 1910. Así mismo, las mujeres en la Junta Directiva, no teniendo una representación muy activa, resultan positiva y estadísticamente significativas en el modelo 2, donde al incluir una mujer en la Junta se incrementa el ROA en 10%, mostrando un papel importante para el desempeño empresarial sustentado por su liderazgo organizacional (Pinilla, 2014).

Silva et al. (2006) y Maury (2006) consideran que en países emergentes y, poco transparentes, contar con un familiar dentro de la Junta Directiva o como gerente de la empresa puede generar un control abusivo por parte de los accionistas mayoritarios a los minoritarios, buscando maximizar su propio bienestar económico. Esto puede evidenciarse con el problema de agencia, donde, el principal muestra intereses individuales y crea conflictos de intereses con el agente. Con lo anterior se propone evaluar en futuras investigaciones el desempeño de la empresa teniendo en cuenta el porcentaje de acciones que corresponde a los miembros de la Junta Directiva y al gerente, buscando si son accionistas mayoritarios y, por ende, si ejercen un control sobre los minoritarios.

Es importante anotar que el estudio se realiza en un período de tiempo donde el país no contaba con leyes de regulación sobre gobierno corporativo, o lo que ahora se llama Código de Mejores Prácticas Corporativas; además, la investigación toma una muestra de empresas colombianas, país en el cual, por falta de confianza, a causa de una mala política de gobierno corporativo el valor de la empresa se ve afectado por los altos costos y la poca liquidez, debido a la fuerte concentración de la propiedad (Paz-Ares, 2004). Por ello se deja abierto el estudio para continuar con la construcción de la base de datos para un período de estudio más reciente, y estimar los modelos bajo la actual regulación, analizando que tanto difieren las variables de gobierno corporativo sobre el desempeño empresarial con los de esta investigación.

## **Bibliografía**

- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P500. *The Journal of Finance*, 53(3), 1301-1328.
- Bolsa De Medellín S.A. (1982). Actividad Bursátil 1982 e Información Financiera de las Empresas Inscritas en la Bolsa de Medellín. *Bolsa de Medellín S.A.*, 1-310.
- Bolsa de Medellín S.A. (1983). Actividad Bursátil 1983 e Información Financiera de las primeras 43 Empresas inscritas en la Bolsa de Medellín. *Bolsa de Medellín S.A.*, 1-158.
- Bolsa de Medellín S.A. (1984). Actividad Bursátil 1984. *Bolsa de Medellín S.A.*
- Bolsa de Medellín S.A. (1985). Actividad Bursátil 1985. *Bolsa de Medellín S.A.*
- Bolsa de Medellín S.A. (1986). Actividad Bursátil 1986. *Bolsa de Medellín S.A.*
- Bolsa de Medellín S.A. (1987). Actividad Bursátil 1987. *Bolsa de Medellín S.A.*, 1-200.
- Bolsa de Medellín S.A. (1988). Actividad Bursátil 1988. *Bolsa de Medellín S.A.*, 1-178.
- Bolsa de Valores de Medellín S.A. (1981). Actividad Bursátil e Información Financiera de las Empresas Inscritas en la Bolsa 1981. *Bolsa de Medellín S.A.*, 1-297.
- Cashman, G. D., Gillan, S. L., & Jun, C. (2012). Going overboard? On busy Directors and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3248-3259.
- Feild, L., Lowry, M., & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental? *Journal of financial Economics*, 109(1), 63-82.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689-724.

- Ganga Contreras, F. A., & Vera Garnica, J. R. (2008). El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos. *Cuadernos de Administración*, 21(35), 93-126.
- Gorbaneff, Y. (2003). Teoría del Agente-Principal y el mercadeo. *Revista Universidad EAFIT*, 39(129), 75-86.
- Johnston, J., & Dinardo, J. (2001). *Métodos de Econometría*. España: Vicens Vives.
- Konja, J. V., & Flores, A. E. (2008). El gobierno corporativo: un enfoque moderno "Un gobierno corporativo pobre introduce factores de riesgo. Un buen gobierno corporativo reduce el riesgo". *Quipukamayoc*, 7-22.
- Li, F., & Srinivasan, S. (2010). Corporate Governance when Founders are Directors. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 454-469.
- Maury, B. (2006). Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- Ministerio de Minas y Energía. (1990). *El Sector de Minas y Energía en los 80*. Retrieved from Ministerio de Minas y Energía:  
[https://www.minminas.gov.co/documents/10180/545778/Sector\\_MinasyEnergia\\_en\\_los\\_80.pdf/b55a1bde-7bec-4d2d-a1d9-273f27579868](https://www.minminas.gov.co/documents/10180/545778/Sector_MinasyEnergia_en_los_80.pdf/b55a1bde-7bec-4d2d-a1d9-273f27579868)
- Padilla Carmona, M. T. (2002). *Depósito de Investigación Universidad de Sevilla*. Retrieved from Desarrollo profesional femenino: La identidad de la mujer en el mundo laboral:  
<https://idus.us.es/xmlui/bitstream/handle/11441/43347/Desarrollo%20profesional%20femenino.pdf?sequence=1>
- Paz-Ares, C. (2004). El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor. *Indret*(182), 1-38.
- Pinilla, N. J. (2014). *Repositorio Universidad de Chile*. Retrieved from Gobierno Corporativo: Una revisión:  
[http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/115223/NATALIA\\_JARA.pdf;sequence=1](http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/115223/NATALIA_JARA.pdf;sequence=1)
- Puentes Poyatos, R., Velasco Gámez, M. d., & Vilar Hernández, J. (2009). El Buen Gobierno Corporativo en las Sociedades Corporativas. *REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos*(98), 118 - 140.
- Real Academia Española, L. R. (2017, Agosto). *Diccionario de la lengua española*. Retrieved from <http://dle.rae.es/?id=Dr2pXbN>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1996). A survey of corporate governance. *National Bureau of Economic Research*(5554), 2-79.
- Silva, F., Majluf, N., & Paredes, R. D. (2006). Family ties, interlocking directors and performance of business groups in emerging countries: The case of Chile. *Journal of Business Research*, 59(3), 315-321.

- Sraer, D., & Thesmar, D. (2007). Performance and Behavior of Family firms: Evidence from the French Stock Market. *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709-751.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2007). *Introducción: Código de Mejores Prácticas Corporativas-Colombia*. Retrieved from Código país. Superintendencia Financiera de Colombia: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/codigopais1.htm>
- Váquiro, N. E., Franco, J. B., & Peña, H. F. (2016). Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teóricos y evidencia empíric. *Revista Javeriana*, 17(43), 203-254.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2004). How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value? *The Review of Financial Studies*, 1-45.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2010). Family Control of Firms and Industries. *Financial Management*, 39(3), 863-904.