

**LAS JUNTAS DIRECTIVAS EN LA  
CAPITALIZACIÓN DE EMPRESAS EN COLOMBIA PARA EL PERIODO  
1956-1973**

**GERMÁN ANDRÉS CASTELLANOS CABRERA**

**DIRECTOR:  
LUIS HERNANDO GUTIÉRREZ**

**UNIVERSIDAD DEL ROSARIO  
Facultad de Economía  
Finanzas y Comercio Internacional  
Enero de 2015**

## Índice General

1. Introducción .....	3
2. Motivación y Objetivos .....	5
3. Antecedentes de la Literatura .....	7
3.1. Economías Desarrolladas .....	7
3.2. Latinoamérica .....	12
3.3. Colombia .....	17
4. Metodología .....	20
4.1. Escenario y Base de Datos .....	20
4.2. Determinación, desarrollo de Variables .....	23
5. Hechos Estilizados de la Juntas Directivas 1953-1973.....	24
5.1. Datos Generales .....	25
5.2. Evolución de Mercados .....	29
6. Conclusiones .....	38
Bibliografía .....	40

**Las Juntas Directivas en la  
Capitalización de empresas en Colombia para el Periodo 1956-1973**

**1. Introducción**

Colombia se ha convertido en un importante escenario para el desarrollo de estudios económicos, (entre otros grandes atractivos que ha demostrado al mundo) a partir de los cuales se ha podido cualificar y cuantificar comparativamente la historia, el presente y, posiblemente, el futuro de la realidad económica del país. De acuerdo con esto, surgió la inquietud de plantear y desarrollar dos preguntas: ¿Cómo estuvieron estructuradas las Juntas Directivas de las empresas del país listadas en la Bolsa de Bogotá durante uno de periodos de mayor capitalización (1956-1973)? Y, ¿Cómo estas estructuras se encontraban en comparación con la teoría acerca del tema y la realidad de América Latina y del resto del mundo? Con base en estas preguntas, se llevó a cabo una investigación y revisión de la literatura acerca del tema de la gobernanza corporativa y su relación con el desempeño de las compañías, encontrando sorprendentemente una oferta literaria bastante amplia que desarrolla el tema, entre otros documentos estrechamente relacionados. Este extenso material permitió que el presente estudio tuviera la oportunidad de discriminar fácilmente todos los conceptos que se desarrollan alrededor del tema, y de esta manera se pudo focalizar y puntualizar aquellos que serían los principales puntos de partida para el desarrollo de la investigación.

Las investigaciones que se han realizado alrededor del concepto de las estructuras de las juntas directivas, fueron las que ayudaron a dar forma y avance al estudio, logrando el desarrollo en el ámbito local de elementos como el número de miembros de las juntas directivas, grado de dependencia e independencia de esos miembros, diversidad, variación entre mercados, variación entre países, interrelación directiva y asamblea, entre

otros. Dichos elementos se convirtieron en la base conceptual para lograr entender cómo estaban estructuradas las juntas directivas en el país en un período nunca antes estudiado y cómo estas variaban a través del tiempo, entre sectores e incluso entre regiones.

Entre tanto, entraba en discusión cual sería el mejor escenario para llevar a cabo el desarrollo y estructuración de dichos elementos; de acuerdo con estas condiciones, se investigó y se encontró un escenario con pautas adecuadas para los propósitos del trabajo investigativo y donde no se habían realizado trabajos previos. Fue en un estudio adelantado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y la Corporación Andina de Fomento (CAF) en el año de 2009 llamado: *Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina*<sup>1</sup>; donde Gutiérrez y Pombo (2009)<sup>2</sup> exponen el caso Colombiano y evidencian un escenario perfecto: un período de alta capitalización de las empresas colombianas, el cual va aproximadamente desde 1950 hasta principios de los años 70's. Con el periodo definido, se escogió el grupo de empresas que cotizaban o estaban listadas en la bolsa de valores de Bogotá en el periodo 1956-1973. Un escenario que se consideró apropiado dado el alto grado de capitalización de las empresas en el país y donde gracias a la recopilación de información financiera de éstas y de sus juntas directivas, permitió el análisis de algunos de los factores mencionados anteriormente y su relación con el desempeño de la empresas del país.

Con una base conceptual y un escenario definido, el presente documento se estructuró de tal manera que la información planteada logre contextualizar e informar acerca del tema de la gobernanza corporativa. Además, la tesis busca presentar de manera clara el ejercicio de análisis de los indicadores de desempeño y de las juntas directivas, desarrollados en la investigación, dando paso a la exposición de unos resultados interesantes para la academia. Conforme a esto, en la segunda parte del documento se presentan las motivaciones y los objetivos que busca el trabajo investigativo. En la tercera parte se lleva a cabo una amplia revisión de la literatura existente relacionada con el tema de las juntas directivas, pasando en primer lugar por aquellos trabajos realizados en EE.UU., Europa,

---

<sup>1</sup> Georgina Nuñez, Andrés Oneto y Germano M. de Paula (2009). "Gobernanza Corporativa y el Desarrollo de Mercado de Capitales en América Latina".

<sup>2</sup> Luis H. Gutiérrez y Carlos Pombo (2009). "Mercado de Capitales y gobernanza corporativa en Colombia". *Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercado de Capitales en América Latina*. Pp. 227-280.

Asia y Oceanía; para luego dar paso a la revisión de las investigaciones en Latinoamérica, y finalizar concretamente con los estudios llevados a cabo en Colombia. En la cuarta parte se describe el escenario, la metodología y las variables que se construyeron para desarrollar el modelo y el análisis. En la quinta parte del documento se realiza un análisis profundo los resultados encontrados de las diferentes variables estructuradas, teniendo en cuenta la información literaria revisada. Finalmente, en el numeral sexto se plantean las conclusiones.

## **2. Motivación y Objetivos**

La idea y motivación de realizar el trabajo surgió de la necesidad, en primer lugar, de generar un documento que genere un valor agregado a la literatura colombiana acerca del tema de las estructuras de las juntas directivas y su composición a lo largo del país, donde aunque existen algunas investigaciones, la oferta acerca del tema es relativamente poca. En segundo lugar, de la mano de lo anterior, aprovechar la oportunidad de abordar un escenario de una época del país donde no se habían realizado estudios previos, pero que ofrece condiciones óptimas para la el desarrollo del tema. Por último, se vio la oportunidad de crear una base de datos que puede servir para investigaciones posteriores dentro de éste tema y otros temas de la academia.

Por medio del presente trabajo se espera lograr los siguientes objetivos específicos que permitan la producción y presentación de un documento de calidad y resultados objetivos. A continuación se plantean cinco:

1. La generación de una base de datos sobre un período histórico importante de la historia del mercado de valores colombiano que permita la realización de este estudio y potenciales investigaciones futuras.
2. Aporte a la literatura investigativa sobre el tema en Colombia.
3. El desarrollo de variables de juntas directivas sobre un período histórico importante de la historia del mercado de valores colombiano que permita la comprensión de cómo se estructuraron.

4. Generar un análisis de los resultados arrojados por las variables desarrolladas a través de dinámicas comparativas.
5. Analizar los resultados a la luz de algunos estudios previos, y que logren dar aportes importantes al tema tratado.

El primer objetivo es la generación de una base de datos de las empresas que cotizan en la bolsa de Bogotá en el periodo de 1956-1973, que contiene *algunas variables* de los estados financieros y los miembros de las juntas directivas año a año, con el fin de generar un valor agregado a partir de ésta. Cabe señalar que dado el período elegido la información financiera está limitada a un número muy pequeño de variables. La construcción de la base de datos se hace manualmente dado que no existen registros electrónicos al respecto.

En segundo de los objetivos, es decir, el aporte a la literatura investigativa, se espera realizar un documento que represente una contribución a la base investigativa de las juntas directivas y a los ejercicios empíricos alrededor del concepto. Teniendo como punto de partida antecedentes literarios alrededor de la gobernanza corporativa, del escenario escogido y el periodo de tiempo seleccionado, se asegura la presentación de proyecto nuevo, innovador y sobre todo con calidad investigativa.

En tercer lugar, se espera que desarrollar el concepto de la gobernanza corporativa a partir de los antecedentes literarios, su desarrollo en el escenario seleccionado y el enriquecimiento del mismo con base en los resultados empíricos obtenidos durante el documento.

A través de interacciones dinámicas desarrolladas por distintos parámetros se quiere generar un análisis comparativo de la evolución, sectorización y desempeño de las distintas variables desarrolladas, con el ánimo presentar de manera amplia y clara los conceptos de la gobernanza corporativa en el específico escenario colombiano, a través del periodo designado.

Por último, se espera analizar los resultados del modelo anterior basándose en la literatura acerca de la gobernanza corporativa, recopilada y analizada a lo largo del documento, generando a partir de este análisis unas conclusiones que aporten a la literatura investigativa acerca del concepto núcleo del trabajo que es la Gobernanza Corporativa.

### **3. Antecedentes de la Literatura**

En la literatura y estudios previos realizados acerca de las estructuras de las juntas directivas, encontramos un gran número de trabajos que abordan el tema desde diferentes perspectivas y que sirven como punto de partida para la estructuración, desarrollo, análisis y conclusiones del presente trabajo.

Dentro de los estudios que se revisaron y que proporcionaron una base teórica directa, se decidió realizar una selección y división en dos grupos. En el primero de los grupos se describen los trabajos que tratan el tema y desarrollan ejercicios empíricos de la gobernanza corporativa y como se estructuran las juntas directivas dentro de economías de mayor desarrollo. En el segundo grupo se describen y analizan los trabajos realizados en la región y mas específicamente en Colombia, los cuales sirven como un punto de partida más próximo para llevar a cabo el desarrollo del presente trabajo. Sin embargo, los primeros acercamientos al tema de la gobernanza corporativa surgieron de la inquietud de intentar relacionar las estructuras de las juntas directivas y el desempeño de las compañías; por lo tanto al principio de esta revisión literaria se lleva a cabo una contextualización del lector alrededor de este tema.

#### ***3.1 Economías Desarrolladas***

Aunque los primeros estudios que desarrollaban el tema de la gobernanza corporativa y su relación con distintos elementos de desempeño de las compañías y su relación con las juntas directivas, (Jensen y Meckling, 1976)<sup>3</sup>, se desarrollaron a mediados de la década de los setentas, es durante los últimos 20 años que se han presentando los resultados más claros y concretos acerca del tema.

Estos trabajos más recientes han abordado varios factores de las estructuras de las juntas directivas y su directa correlación con el desempeño de las compañías. Los temas que mas han tomado relevancia son la independencia de los miembros de las juntas directivas

---

<sup>3</sup> Jensen M. & Merckling W. (1976).

(Bhagat y Black 2001; Kang, Cheng y Gray 2007; Finegold, Benson y Hecht 2007; Vafeas y Theodorou 1998; Dahya y McConnell 2005), el tamaño de las juntas directivas (Yermack 1996; Eisengerg, Sundgren y Wells 1998; Finegold, Benson y Hecht 2007; Hunter 1997; Roy, Fox y Hamilton 1994, Ning, Davidson, Zhong 2007, 2010), diversidad (Kang, Cheng y Gray 2007; McCormick y Marcellino 2002), sectores industriales (Kang, Cheng y Gray 2007; Black, Jang, Kim 2006) y los multimiembros<sup>4</sup>, (Roy, Fox y Hamilton 1994; Ferris, Jagannathan y Pritchard 2003; Fich y Shivdasani 2006).

De acuerdo con la relación que existe entre la independencia de los miembros de las juntas directivas y el desempeño de las compañías se encontraron bastantes resultados, en los cuales la mayoría de los estudios parecen llegar a la misma conclusión. Aunque se evidencia que cuando los resultados de un compañía arrojan un rendimiento negativo o bajo, se producen el cambio significativos dentro de las juntas directivas hacia contratar un mayor numero de miembros independientes, *no se evidencia* en ningún momento que la existencia de un mayor numero de miembros independientes ofrezca efectos *positivos* sobre los rendimientos de las empresas<sup>5</sup>. Sin embargo se evidencia que en la mayoría de las compañías a nivel mundial, las juntas directivas muestran una evidente reestructuración donde predominan los miembros independientes<sup>6</sup>.

Algunos estudios, Vafeas y Theodorou (1998), llevaron a cabo ejercicios de comparación con trabajos similares en otros países (El Reino Unido y Estados Unidos), arrojando como resultado que dependiendo de las condiciones y reglas de cada país los resultados varían, más aun cuando dentro del país (Reino Unido), se establecen reglas en la conformación de las juntas directivas<sup>7</sup>. Para el caso particular de la independencia de los miembros, dada la extensa evidencia que se alguna manera se corrobora fácilmente y de acuerdo con las limitaciones de información del escenario escogido en este estudio, este factor de la junta directiva no se desarrollará de manera profunda.

---

<sup>4</sup> Durante el document, cuando se vaya a hacer referencia a los “multimiembros”, se está hablando de aquellos miembros de las juntas directivas que poseen asientos de participación en varias de ellas. En ingles generalmente se llama “Board Interlocking”.

<sup>5</sup> Bhagat, S., & Black, B. (2002).

<sup>6</sup> Kang,H., Cheng, M., & Gray, S.J.(2007).

<sup>7</sup> Dahya, J., & McConnell, J. (2007). Board composition, corporate performance and the Cadbury Committee recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 535-564.

Otro de los factores que toma bastante relevancia es el tamaño óptimo que deben establecer las juntas directivas. Según Bhagat y Black (2001), en estudios realizados por Yermack (1996), existe evidencia que presentan unos resultados donde se muestra que existe una correlación negativa entre en el tamaño de las juntas directivas y el desempeño de las firmas. Eisengerg, Sundgren y Wells 1998, muestran que existe una correlación negativa entre el tamaño y el desempeño en compañías de pequeñas y medianas, como también lo confirman Dalton, Daily, Johnson y Ellstrand (1999). Sin embargo, aunque la mayoría de los resultados de estos estudios parecen apuntar al mismo lugar, muchos de los mismos autores parecen ser cautelosos, afirmando que dichos resultados no son concluyentes. Una opinión muy similar pero con adición importante la hacen Andrés, Azofra y López (2005); aunque se evidencia una correlación negativa, ellos evidencian que cuando las juntas son más pequeñas el impacto sobre el valor de la empresa es más fuerte, y por el contrario, entre mas grandes sean las juntas el impacto de agregar a un miembro más a la junta se reduce significativamente (cabe aclarar que en estos estudios se tomaron en cuenta el desempeño de acuerdo con la evolución de los precios en el mercado de valores).

Profundizando más en este tema se encuentra el trabajo de Ning, Davidson y Zhong (2007), el cual indica que el tamaño de las juntas directivas se encuentra determinado por ciertas variables que expone cada empresa, entre ellas se encuentra el tamaño de la firma, el gerente de la empresa, la estructura de accionistas, las características de la empresa, la industria, los cambios de regulación y las condiciones del mercado. Sin embargo, encontraron una estrecha relación entre el costo-beneficio y la determinación en tamaño de la junta, la cual se explica en gran medida por la negociación y monitoreo, entre los intereses de los accionistas y los objetivos de los directivos.

En un estudio realizado en años posteriores<sup>8</sup>, estos autores plantean la hipótesis de si realmente es posible optimizar el tamaño de las juntas directivas; entre las conclusiones se observa que continua la idea del costo-beneficio, donde existen dos lados de la moneda. La primera es que juntas directivas de gran tamaño suelen ser muy costosas, es decir, no son óptimas. La segunda es que juntas directivas de gran tamaño permiten a la empresa

---

<sup>8</sup> Ning Davinson y Wang (2010).

acceder a más recursos externos, lo cual incentiva mantenerlas. Aunque ambas teorías resultan tener mucha validez dentro de las empresas, los autores llegan a la conclusión que cada compañía ajusta el tamaño de la junta de acuerdo con la relación beneficio-costos, es decir, si el beneficio de incrementar el tamaño de la junta en un miembro más es mayor que su costo, la empresa continuará aumentando el número de miembros hasta que esta relación sea menor que uno.

Otros estudios<sup>9</sup> evidencian que en ciertos periodos determinados de tiempo, el promedio de número de miembros de las compañías se ha venido reduciendo ubicando ese promedio alrededor de seis miembros, dentro de alrededor 150 compañías en Nueva Zelanda. Para un estudio llevado a cabo en los Estados Unidos (Jensen 1993) se sugiere que en éste país se observa un tamaño grande en el número de miembros de las juntas, sin embargo del mismo modo recomienda que éstas no superen los 8 miembros<sup>10</sup>. Para Huther (1997) el tema del tamaño de las juntas directivas se presenta de acuerdo con una estrecha relación de costos para la compañía, donde sugiere que existe una eficiencia en las ganancias de las firmas (Estados Unidos), que pueden ser causadas por la reducción en el tamaño de sus juntas directivas. Para el desarrollo de este documento este factor de la junta directivas (tamaño) será tomado en cuenta de manera importante, con el ánimo de entender su comportamiento en el escenario Colombiano.

La diversidad de las juntas directivas ha cobrado bastante importancia en cuanto a sus repercusiones en el rendimiento de una compañía, ya que en los últimos 30 años en muchos países alrededor del mundo se han tomado acciones legales exigiendo cuotas mínimas en la diversidad (etnia, género, raza, entre otras) dentro de las juntas directivas, en su mayoría en lo que tienen que ver con instituciones o compañías públicas. Para Kang, Cheng y Gray 2007, revelan en un ejercicio llevado a cabo en Australia, que aunque la presencia de las mujeres en las juntas directivas ha aumentado, continúa siendo minoritario e incluso nulo<sup>11</sup>. Según McCormick y Marcellino (2002), existe una correlación positiva entre el tamaño de la compañía y el número de mujeres con presencia en la juntas; de manera similar, existe una correlación positiva entre el número de mujeres con presencia

---

<sup>9</sup> Roy M. R., Fox M, A. y Hamilton R.T. (1994).

<sup>10</sup> Jensen, M. (1993).

<sup>11</sup> Kang H., Cheng M. & Gray S.J. (2007).

en juntas y su presencia en sectores como financiero, asegurador, transporte y comunicaciones. Un estudio reciente llevado a cabo a nivel mundial en 46 países sobre la presencia de las mujeres en las juntas directivas, demostró que entre 2005 y 2011 el aumento de la presencia de mujeres en las juntas, aumento en promedio un 17,8%, siendo Europa la región con el mayor crecimiento y las empresas del sector médico las que tienen mayor presencia de ellas<sup>12</sup>. Al igual que Marcornick y Marcellino (2012), muestra que el desempeño y el comportamiento en los mercados bursátiles de las empresas aumentan positivamente en relación con la presencia de mujeres.

Investigaciones recientes han logrado abordar el tema de las juntas directivas, su estructura y la relación que esta presenta de acuerdo con los diferentes sectores industriales de la economía. Respecto a esto Kang, Cheng y Gray (2006), en un estudio realizado en Corea del Sur, muestran que las empresas pequeñas los factores industriales, el tamaño de la compañía y el riesgo de las misma, son de gran importante para la estructuración de las Juntas Directivas<sup>13</sup>. Black, Jang, Kim (2006), presentan una información donde se aprecia claramente que el tipo de industria esta correlacionado con la estructura de las juntas, principalmente con la diversidad de edades y de composición de los miembros dependientes e independientes, por ejemplo las compañías de materiales e industriales presentan un mayor número de miembros independientes; sin embargo no arroja ninguna evidencia sobre su relación con la diversidad de genero.

Finalmente unos de los factores que ha tomado bastante relevancia en el tema de la gobernanza y el desempeño de las compañías es el que se refiere a los multimiembros. Roy, Fox y Hamilton (1994), ofrecen unos resultados donde se evidencia una reducción en la cantidad de multimiembros entre compañías a nivel en general en Nueva Zelanda; unas de las razones puede ser la reducción en el tamaño de las firmas y la reducción de cargos directivos en manos de miembros de las juntas directivas, además de la reducción de las redes corporativas debido a la rápida aglomeración de activos en las gigante del país<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> Curtis M., Schmid C. & Struber M.(2012).

<sup>13</sup> Black, B., Jang, H., & Kim,W. (2006).

<sup>14</sup> Roy, M. R., Fox, M.A., & Hamilton, R.T. (1994).

### 3.2 América Latina

Aunque la literatura mundial nos ofrece un amplio y claro marco acerca de la gobernanza corporativa y su correlación en el desempeño de las empresas, ofreciendo unos ejercicios llevados a cabo en una amplia lista de países y que sirve de como punto de referencia y partida para llevar a cabo el presente estudio, además de darnos pistas de los posibles resultados que encontraremos, es necesario y prudente realizar una revisión de la literatura mas próxima al escenario donde se realiza el estudio. Sin embargo, la evidencia literaria acerca de la gobernanza corporativa en la región (Latinoamérica) no es tan amplia, en comparación con la que se encuentra de países desarrollados. Principalmente es una literatura muy reciente la que ha logrado abordar el tema y darnos una idea de cuál ha sido el comportamiento de la gobernanza corporativa en esta región.

Uno de los primeros acercamientos del tema de gobernanza corporativa lo ofrecen Chong y López-de-Silanes (2007). En este trabajo los autores exponen cómo las reformas en las estructuras corporativas de las empresas de los países latinoamericanos, han permitido una mayor profundización, regulación y desarrollo de los mercados de capital de la región. Indican cómo una gobernanza corporativa más estructurada se ha visto impulsada a través de varios medios de transmisión, ya sea por políticas locales, políticas propias de las empresas o simplemente por el ejemplo mostrado de dichas estrategias en economías desarrolladas. El estudio muestra que países como Chile, Argentina y Brasil, al igual que México, pero en menor medida, han logrado un gran éxito en la implementación de políticas de gobernanza corporativa; por el contrario Colombia y Venezuela son los países más rezagados en la región<sup>15</sup>. Adicionalmente, uno de los resultados que más llama la atención del estudio, es la correlación, en su mayoría positiva, entre la implementación de políticas de gobernanza corporativa y el desempeño en general de las compañías (el grado de esta correlación varia en mayor o menor medida dependiendo del país). Estos resultados concuerdan con algunos estudios mencionados en anteriormente<sup>16</sup>.

Un segundo acercamiento acerca del tema lo proponen Santiago, Brown y Báez-Díaz (2009), en un estudio empírico realizado en los países de Brasil, Chile y México, con

---

<sup>15</sup> Chong, A., López-de-Silanes, F. (2007).

<sup>16</sup> Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006).

información de 97 empresas durante los años 2000 a 2002. En él se evidencia que estas economías se encuentran muy distantes de ejercer políticas de gobernanza corporativa óptimas, y por el contrario, presentan datos donde es claro que el control corporativo se sigue manteniendo dentro de círculos económicos cerrados, ya sean familiares o estratégicos, los cuales buscan beneficiar a los accionistas mayoritarios y que pueden obstaculizar el libre desarrollo y penetración del mercado de capitales. Aunque Bhagat y Black (2002) argumentan que no existe una correlación entre la independencia de la junta directiva y el desempeño de la empresa, este estudio evidencia que Chile siendo el país con mayor independencia en sus juntas directivas, ha logrado una de las mayores capitalizaciones de mercado de la región<sup>17</sup>, mostrando una vez más que el estudio de la gobernanza corporativa continua siendo un tema con muchos argumentos por definir. En otro artículo realizado el mismo año por Santiago y Brown (2009), demuestra claramente por medio de un modelo econométrico, como la vulnerabilidad de expropiación de los derechos de accionistas minoristas, aumenta cuando la relación de miembros internos dentro de las juntas directivas es mucho mayor que el de miembros externos; incluso esta vulnerabilidad se agudiza cuando existe multifuncionabilidad del CEO de la empresa, y este posee intereses que van en contraposición de las funciones establecidas. Finalmente, ambos artículos establecen que aquellos países que han logrado una mayor independencia de los miembros de las juntas directivas (en este caso Chile), son los que han establecido mejores políticas de gobernanza corporativa y han logrado ofrecer mayores garantías a los accionistas, lo que ha permitido una mayor profundización del mercado de capital.

Por último encontramos dos importantes publicaciones realizadas por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) bajo la coordinación de Georgina Núñez y Andrés Oneto (Germano M. de Paula), donde se llevó a cabo una recopilación de artículos de autores de diferentes países (Brasil, Chile, Colombia y México), con el fin de agrupar en un solo documento que lograra contextualizar de la manera más verídica la realidad de la Gobernanza Corporativa en América Latina.

---

<sup>17</sup> Santiago Castro, M. Brown, C. & Báez-Díaz, A. (2009).

La primera de estas publicaciones se realizó en el año 2009. Dicha publicación permite, como punto de partida, que el primer artículo<sup>18</sup> contextualice la realidad y la importancia de llevar a cabo buenas prácticas de Gobernanza Corporativa en la Región, argumentando de forma clara y soportable, como la implementación de estas políticas tanto gubernamental como corporativamente, de manera general permiten un mayor crecimiento y profundización del mercado de capitales de cualquier economía, además de la atracción de Inversión Extranjera Directa (IED). Sin embargo, deja claro, como se ha observado a lo largo de todo el documento, que aunque existe evidencia que buenas prácticas en la estructura corporativa llevan a buenos resultados, expone de la mano de autores que no hay evidencia suficientemente clara que la correlación sea totalmente directa.

Además de presentar la realidad del mercado de capitales de cada país, presentan, comenzando por Brasil<sup>19</sup>, cifras y datos interesantes, por ejemplo que bajo la ley brasileña Impuesta por el Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa (IBGC) exigen un mínimo de 5 miembros en el Consejo Administrativo (equivalente a la Junta Directiva) de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Sao Paulo (BOVESPA) y para el caso práctico del país en un estudio realizado en 2005, el 70% de las empresas estaban entre 3 y 7 miembros, lo cual de alguna manera está distante de los 9 miembros promedio que se presentan en empresas de los Estados Unidos<sup>20</sup> y lo observado en un estudio realizado entre 2000-2002<sup>21</sup>; además la IBGC determina que el 20% de los miembros deben ser independientes y el 35% de las empresas no cumplían con esta determinación. Finalmente se determina que el Gerente General no debe ser miembro de la Junta, obligación que el 71% de las empresas cumplen. Concluye notando que aunque las prácticas de Gobernanza Corporativa en Brasil continúan un buen proceso, todavía se encuentra muy distante de un óptimo debido a la baja calidad y control de las instituciones locales. En el caso Mexicano<sup>22</sup>, la implementación de políticas de Gobernanza Corporativa surgen en 1998 tras observar escándalos mundiales tales como Enron y Parmalat, lo cuales aunque se

---

<sup>18</sup> Mendez de Paula, G. (2009).

<sup>19</sup> Mendez de Paula, G. (2009).

<sup>20</sup> Ning, Y., Davidson, W. & Zhong, K. (2007).

<sup>21</sup> Santiago Castro y Brown M (2009).

<sup>22</sup> Brambila, H. (2009).

vienen aplicando cada vez más, al igual que en Brasil, aun se encuentran muy lejos de encontrar un punto de equilibrio; sin embargo, en datos, la recomendación por parte del Código de Mejores Practicas Corporativas (CMPC) para el numero óptimo de miembros de la junta directiva es bastante amplio: entre 5 y 15 miembros. El estudio indica que en promedio las empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) tienen unos 10 miembros, cifra que se acerca bastante a lo expuesto por Ning, Davidson y Zhong (2007) en los Estados Unidos, pero por debajo de los 12 miembros observados por Santiago y Brown (2009). De igual manera el número de miembros independiente se mantiene en 38,9%, por encima del 25% recomendado por el CMPC. Finalmente Chile<sup>23</sup> continua siendo el país modelo de la región, ofreciendo la mayor penetración de políticas de Gobernanza Corporativa, lo cual se refleja en el buen desempeño del mercado de capitales. Cabe resaltar dentro de sus reformas a raíz de caso Chispa, a través de la Ley de Oferta Públicas de Adquisición de Acciones (OPA), se destaca la implementación de un mínimo de miembros independientes de las juntas directivas.

La segunda publicación se realizó en 2012 y se llevó a cabo en un escenario mucho más particular. El estudio de 13 compañías entre tres países de América Latina y la emisión de deuda pública en cada de ellos: Brasil, Colombia y México. Pérez (2012), plantea la construcción de un índice que está compuesto por 15 estándares, lo cuales constituyen la estructura y características, que supone, debe tener una empresa en la Gobernanza Corporativa a la hora de evaluar y emitir deuda pública. Dado el gran número de estándares, llama la atención especialmente tres de ellos, los cuales aportan el tema del presente documento: 1) El tamaño adecuado del Comité Administrativo<sup>24</sup> (el cual debe estar entre 8 y 15 miembros), 2) La selección de miembros externos (más de la mitad de los miembros deben ser externos, y de este porcentaje, a su vez mas de la mitad deben ser independientes) y 3) la independencia del presidente del comité (De ser un miembros externo independiente)<sup>25</sup>. Los resultados arrojados por el estudio muestran que en general del número de empresas analizadas, el primero de los estándares se encuentra en un nivel bueno, es decir, el número de miembros del Comité Administrativo se encuentran dentro

---

<sup>23</sup> Clarke, A. (2009).

<sup>24</sup> Es el equivalente a las Juntas Directivas.

<sup>25</sup> Pérez, H. (2012).

de las recomendaciones. El segundo estándar comienza a presentar deficiencias en las recomendaciones; más del 50% de las empresas tienen miembros externos que no son independientes, lo que según lo revisado en la literatura puede afectar el desempeño de la empresa. Finalmente el tercer estándar muestra que en más del 50% de las empresas el presidente del comité no es independiente, lo que puede generar conflictos de agencia. En general el autor manifiesta que aunque si existen avances que concuerdan con las recomendaciones a nivel internacional, (como ha sido la constante en esta parte del documento) aun las empresas de la región se encuentran muy distantes de llevar a cabo mejores prácticas para la gobernanza corporativa, las cuales puedan llevar a una mayor eficiencia y transparencia de los mercados de capitales.

Finalmente se encontraron algunos estudios que desarrollaban temas específicos de la gobernanza corporativa. Por un lado García, González y Ortega (2006) y Niño y Romero (2007), llevaron a cabo unos ejercicios en Venezuela y Chile, respectivamente, donde se intentó observar el comportamiento financiero de las empresas luego de un cambio de CEO. En el caso de las empresas venezolanas se observó que luego de que se genera un cambio en cabeza de la estructura corporativa de una empresa, se observa el desempeño de las mismas se ve afectado de manera negativa<sup>26</sup>. En el caso Chileno se observó en su mayoría que ocurría lo contrario, cuando el CEO de la empresa era cambiado, en los días subsiguientes a su salida, se observaba un incremento en el precio de las acciones<sup>27</sup> (lo que de alguna manera se puede comparar con el desempeño de la misma). Sin embargo, algo que ambos estudios recalcan con mucho énfasis, es que estas correlaciones (negativas en el caso de Venezuela y positivas en el caso de Chile) dependen en gran medida del contexto en el que ocurre el cambio, lo cual de alguna manera resulta en un gran número de opciones por las cuales una empresa voluntaria o involuntariamente decide tomar este tipo de decisiones. En conclusión, aunque ambos estudios permiten vislumbrar una idea clara de cuál es la relación entre cambios de altos directivos y el desempeño de las empresas, no son concluyentes.

---

<sup>26</sup> García R., González M. y Ortega C. (2006).

<sup>27</sup> Niño J. y Romero J. (2007).

Otros dos estudios interesantes logran dar una idea del comportamiento de las empresas en la región. El primero de ellos, llevado a cabo por Santos, Silveira y Barros (2012), muestra que existe una tendencia bastante marcada en las compañías de Brasil, los multimiembros. Este estudio intentó demostrar que existe una correlación negativa en el ejercicio de esta práctica y el desempeño de las empresas. Sin embargo un hallazgo importante fue el hecho que, entre mayor es el número de miembros de la juntas directiva, existe una mayor tendencia a que se presente el fenómeno de multimiembros<sup>28</sup> (lo mismo ocurre con empresas con altos niveles de capitalización y buena reputación). El segundo estudio quiso dar una perspectiva de las empresas más grandes de la región, escogiendo una muestra de 71 empresas de América Latina que cotizan en bolsas estadounidenses. Este ejercicio presentó resultados interesantes: 1) muestra que mayor permanencia de los miembros de las juntas, permite un mejor desempeño de la empresa, 2) muestra que en Latinoamérica existe una tendencia de tener empresas familiares y con multimiembros y 3) dice que la dualidad<sup>29</sup> entre el CEO y ser miembro de la junta no es tan alta<sup>30</sup>.

Algo que llamo mucho la atención de estos documentos de la región, fue el hecho que muchos autores, cuestionan y critican la dificultad del acceso a la información, y eso, de algún modo, ha ocasionado que los estudios llevados a cabo en la región sean tan limitados y muchas veces no puedan lograr la claridad en los resultados que se esperan en un principio.

### **3.3 Colombia**

De acuerdo con lo anterior y realizando una cuidadosa búsqueda, se encontraron estudios, principalmente en Colombia, con contenidos claros, concretos y que sirven como punto de referencia base para llevar a cabo un estudio innovador, completo y con resultados que puedan servir de aporte a la investigación.

Dentro de los principales autores que han realizado importantes aportes a la literatura del tema en Colombia se encuentran Luis Gutiérrez y Carlos Pombo. Con un gran número de

---

<sup>28</sup> Santos R., Silveira A. y Barros L. (2012).

<sup>29</sup> Entiéndase por "Dualidad" como la disposición que el CEO de las empresas también posea un puesto en la mesa de la junta directiva, o sea accionista de la empresa.

<sup>30</sup> Santiago M. y Young H. (2003).

documentos que han abordado la gobernanza corporativa y su relación con distintos aspectos, entre los cuales se encuentran el mercado de capitales<sup>31</sup>, la valoración de compañías<sup>32</sup>, los multimiembros y la independencia de miembros<sup>33</sup>, y la participación y control de las compañías en Colombia<sup>34</sup>, han permitido ubicar dentro de la literatura puntos claves para el desarrollo del presente estudio. Más recientemente González y otros (2012, 2013, y 2014) han profundizado el estudio de la gobernanza corporativa en Colombia de las empresas familiares). A continuación se intentará presentar los resultados de estos estudios de manera cronológica, de tal manera que permita realizar un seguimiento.

Uno de los primeros acercamientos que llevaron a cabo Gutiérrez y Pombo (2007) se centró en la gobernanza corporativa y la valoración de las compañías en el país. En cuanto al acercamiento de los factores de la participación y control corporativo, y que lo autores realizan el ejercicio de analizar la separación de estos dos factores; se evidenció que la concentración de patrimonio es bastante dentro alta de las compañías del país. En segundo lugar, se evidenció que el control de las firmas esta parcializada por la propiedad privada donde bloques de control de voto regulan las políticas de las compañías. Además se comprobó de en muchas de las compañías el control familiar esta detrás de ellas, resultado de la gran concentración de patrimonio. Finalmente se evidenció que los derechos sobre los flujos de caja de los principales accionista tienen una relación positiva con la valoración y el desempeño de la compañía, al igual que cuando las compañías se encuentran afiliadas a grupos empresariales.

Un año después, se realizó un estudio que se concentra en uno de los factores que más ha preocupado a los académicos: cómo la estructuración de las juntas con miembros independientes o con miembros ocupados, tiene repercusiones en los retornos de las empresas. Aunque este factor ya se trató anteriormente en este documento, es de gran ayuda poder tratarlo en el ejercicio práctico del país. Conforme al estudio realizado, y dado que es uno de los primeros estudios en la región de tal magnitud, se evidenciaron

---

<sup>31</sup> Gutiérrez, L.H., & Pombo, C. (2009).

<sup>32</sup> Gutiérrez L.H., & Pombo, C. (2007).

<sup>33</sup> Gutiérrez, L.H., Pombo, C., & Taborda, R.(2011).

<sup>34</sup> Gutiérrez, L.H., Pombo, C., & Tabora, R. (2008).

resultados bastante reveladores, en contraste con lo mencionado por Bhagat, y Black, (2002) donde se presentó un aumento en el número de miembros independientes en las juntas directivas a nivel mundial, Pombo y Gutiérrez (2008) evidenciaron que ha ocurrido una reducción en el porcentaje de los miembros externos en Colombia, pasando de 28% a 18%.

Como mencionan Gutiérrez y Pombo (2009), solo hasta mediados de la década de los noventa y a raíz de las recomendaciones realizadas por el Comité Cadbury en su reporte, fue que en Colombia se realizó un detenido seguimiento al mercado de capitales. Sin embargo aunque el gobierno emitió unas recomendaciones para el sector financiero, estos autores, sobresaltan que en ningún momento se realizaron recomendaciones acerca de la gobernanza de las empresas.

Finalmente, los autores González, Guzmán, Pombo y Trujillo, llevaron a cabo dos estudios en los años 2012 y 2013, lo cuales se convierten en un importante marco teórico de la gobernanza corporativa en Colombia y presentan resultados interesantes acerca del tema. El primer estudio<sup>35</sup> realiza un ejercicio econométrico con 523 empresas durante un periodo de 10 años entre 1996 y 2006, donde se buscaba encontrar la correlación que existe entre el control familiar dentro de una empresa y el desempeño de la misma. Dentro de los principales resultados, se evidencia que el impacto sobre el desempeño de un control familiar en empresas pequeñas y nuevas, es altamente positivo, e incluso es aún mayor cuando el fundador continua dirigiendo la compañía; por el contrario este impacto positivo disminuye e incluso llega a ser negativo cuando las empresas tienen más tiempo en el mercado y son más grandes. Lo anterior resulta ser bastante interesante, dado que como se había mencionado antes, las empresas de países de la región tienen una alta tendencia a mantener un control familiar, lo que implica el comportamiento observado en Colombia, puede verse ampliamente replicado en muchas empresas de la región.

En un segundo estudio<sup>36</sup> realizado por los mismos autores, llevan a cabo ejercicio muy similar al anterior, en este caso buscan saber la correlación del nivel de deuda de una empresa y su nivel de control familiar. El primer resultado muestra que los niveles de

---

<sup>35</sup> González M., Guzmán A., Pombo C. y Trujillo M.A. (2012).

<sup>36</sup> González M., Guzmán A., Pombo C. y Trujillo M.A. (2013).

apalancamiento de una empresa permanecen bajos cuando la familia fundadora se encuentra involucrada en la administración, e incluso esta relación es más negativa cuando el fundador se encuentra en la gerencia. El segundo hallazgo interesante tiene que ver con la independencia entre la gerencia y la junta directiva; este muestra que cuando la familia controla la junta pero no se involucra con la administración, permite mayores niveles de apalancamiento de la empresa. Lo anterior resulta interesante dado que de acuerdo con las recomendaciones de independencia que se han visto, mejores prácticas de gobernanza corporativa, permiten menor aversión al riesgo y mayores niveles de deuda, lo que finalmente puede desembocar un mercado de capitales y deuda más desarrollados y con mayor penetración, que de alguna manera es lo que busca una economía como la Colombiana.

#### **4. Metodología**

Partiendo de una sólida base conceptual acerca de la gobernanza corporativa (descrita ampliamente en la revisión literaria) y seleccionando elementos con las mejores características en cuanto a información, manipulación, desarrollo y análisis, se estructuró una metodología de trabajo para lograr desarrollar de manera exitosa los diferentes objetivos del presente trabajo.

Con el propósito de estructurar una metodología adecuada, a continuación se describe y presenta el desarrollo de cada uno de los elementos que lograron, a juicio personal, la presentación de un trabajo de calidad.

##### ***4.1 Escenario y Base de Datos***

Como en algún momento se mencionó, la elección del escenario que debía ser objeto de estudio, fue uno de los elementos que requirió una especial atención, ya que aunque se sabía que el país objetivo sería Colombia, sobre la mesa caía la discusión sobre qué periodo contemporáneo sería el indicado para desarrollar un análisis profundo de los elementos conceptuales consultados de la gobernanza corporativa, y sobre todo que tuviera los suficientes datos para recolectar una información profunda y de calidad.

A comienzos de la década de los años 50's, la economía y el gobierno de Colombia, comenzó a desarrollar e implementar una serie cambios estructurales en la manera como, desde el mismo gobierno, se pretendía impulsar el desarrollo del sector real del país. Como consecuencia de lo anterior, en el año de 1950, se autorizó al Banco de la Republica de Colombia la facultad de otorgar y proveer de préstamos de mediano y largo plazo al sector real, por medio de la creación de fondos de fomento industrial y agropecuario. Sumado a lo anterior, se realizó una reforma tributaria en donde se implantó la doble tributación de las inversiones en títulos valores con impuestos personales al pago de dividendos y corporativos a la utilidades<sup>37</sup>. Conforme la investigación realizada por los autores Gutiérrez y Pombo (2009)<sup>38</sup> acerca de la evolución del mercado accionario en Colombia, se logró evidenciar que fue un periodo de alta pero descendente capitalización de las empresas que cotizaban en la bolsa. Como se observa en la grafica 1 la participación de acciones en el volumen transado en el periodo que comprende desde principios de la década de los 50's hasta principios de la década de los 70's, fue el mayor logrado, en comparación con los que se observan después de 1974 hasta casi el 2001.

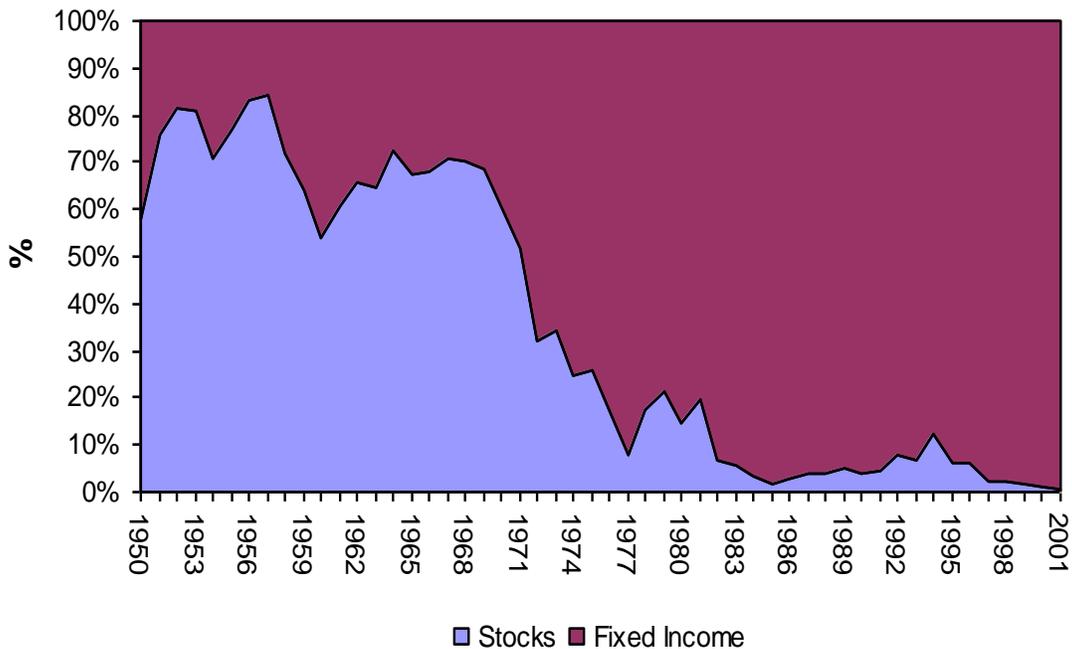
Este estudio permitió esclarecer la idea sobre qué periodo sería el indicado para desarrollar los principios del presente trabajo. Sin embargo, sobre el escenario aparecía la incertidumbre sobre si la información requerida estaría disponible y sería suficiente para seguir adelante. Se empezó la búsqueda dentro de todas las fuentes de información disponibles en el país, abarcando bases de datos, bibliotecas e información disponible en las diferentes instituciones gubernamentales, privadas y mixtas. Finalmente, se lograron encontrar 18 folios que contenían la información financiera y de las juntas directivas de las principales empresas que cotizaban en la Bolsa de Bogotá desde el año de 1956, hasta el año de 1973.

---

<sup>37</sup> Luis H. Gutiérrez y Carlos Pombo (2009).

<sup>38</sup> Op. Cit. No 17.

Gráfica 1 Evolución del Mercado de Capitales en Colombia<sup>39</sup>



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (2002)

Por medio de la digitalización de la información contenida en los folios, se logró crear una base de datos con 20.410 registros, la cual contiene:

- Información financiera de 162 empresas a través de 18 años.
- Información de las principales empresas en las principales 12 ciudades del país.
- El registro de aproximadamente 3.000 personas que fueron miembros principales o secundarios de las principales juntas directivas del país.
- Información de las principales empresas, discriminadas por código CIU del DANE.

Como es evidente, este escenario fue elegido debido a que ofrece una muestra amplia de empresas para el análisis, fue el periodo de mayor capitalización para las compañías del país, posee la información necesaria sobre la estructura y evolución de las juntas directivas de las empresas, y además no existen estudios previos referentes a este tema.

<sup>39</sup> Luis H. Gutiérrez y Carlos Pombo (2009).

#### *4.2 Determinación, desarrollo de Variables*

Una vez compilada la información en una base de datos, era necesario determinar qué indicadores era necesario determinar y desarrollar, con el ánimo que se pudiera realizar un análisis completo y acorde con el modelo econométrico que se quería llevar a cabo.

En general que desarrollaron variables en dos grupos, las cuales son la contribución fundamental de la tesis. El primer grupo de variables va enfocado a explicar la estructura y el comportamiento de las juntas directivas de las empresas que eran sujetas al análisis de manera global. El segundo grupo de variables iba enfocado a sub-agrupar la información recolectada.

Para analizar la estructura y el desempeño de las juntas directivas se crearon cinco variables: 3 cuantitativas y dos dummies. A continuación se describe la manera como se desarrollaron cada una de las variables mencionadas.

**Número de Miembros (NM):** Esta variable contabiliza el número de miembros que conformaban la junta directiva de cada una de las empresas. Entre los miembros se incluyen los miembros principales y los miembros suplentes. Los miembros suplentes también son incluidos debido a que tienen igual responsabilidad ante la ley. Esta es una variable proxy del tamaño de la junta.

**Miembros Relacionados por Apellido (MR):** Esta variable pretende contabilizar cuantos miembros de la junta estaban relacionados por apellido. El propósito de esta variable es intentar analizar si la naturaleza de la empresa era familiar. Adicionalmente, puede usarse para describir el grado de independencia de la junta. Si los miembros de una junta directiva tienen similares apellidos, se asume que el carácter de la junta no es de independencia. Cabe anotar que no se cuenta con la cédula de los miembros y es posible que haya miembros con apellidos iguales pero no relacionados sanguíneamente.

**Rotación de Miembros (RM):** Esta variable contabiliza cuantos miembros de la junta directiva que se encontraban un año atrás, ya no se encuentran en el siguiente año. Esta rotación de contabilizó año a año.

**Miembros Mujeres (MM):** Esta es una variable dummy, la cual toma el valor de 1 sí el miembro de la junta es mujer. De lo contrario el valor de la variable toma el valor de 0.

**Gerente en Junta Directiva (GM):** Esta es una variable dummy, la cual toma el valor de 1 sí el gerente de la empresa hace parte de la Junta Directiva. De lo contrario el valor de la variable es 0.

## 5. Hechos Estilizados de las Juntas directivas 1953-1973

En esta sección, la base de esta tesis, el propósito es presentar de la manera más clara y compilada posible, toda la información que se logró recolectar del escenario seleccionado, donde se le realizó un análisis que logra entender de la mejor manera posible el comportamiento de la Gobernanza Corporativa en el país durante el periodo de 1956 a 1973.

Para lograr lo anterior se quiso en primer lugar presentar la información de manera general dividida en tres partes, que a continuación definimos:

1. Información de la estructura de la gobernanza corporativa de las empresas año a año durante el periodo previsto.
2. Información de la estructura de la gobernanza corporativa discriminada por regiones.
3. Información de la estructura de la gobernanza corporativa discriminada por sectores industriales.

En segundo lugar se determinó que era de gran importancia observar la evolución de las estructuras de la gobernanza corporativa de las empresas, por lo cual el periodo de tiempo de 18 años se dividió en tres con el ánimo de poder monitorear el comportamiento de las juntas en estos periodos. De igual manera esta partición se realizó en los tres estándares.

Finalmente se lleva a cabo el ejercicio de regresión donde se determina la condicionalidad de la correlación entre la gobernanza corporativa y el desempeño de las empresas.

Conforme a lo anterior, se logró que la extensa base de datos recolectada, permitiera extraer de la mejor manera posible, toda la información pertinente para el caso de estudio y así mismo, llevar a cabo un análisis correspondiente.

### *5.1 Datos Generales*

Como punto de partida, en la tabla 1 se presentan los datos recopilados de la manera más general. Se establece en primer lugar que el análisis cuenta con 1661 empresas-año como parte del estudio, a lo largo de 18 años. El primer indicador muestra que en promedio, las empresas de esa época presentaban un número promedio de miembros en sus juntas directivas de 10,79, lo cual se encuentra significativamente por encima de los 8 propuestos por Jensen (1993) y de los 9 analizados por los Estados Unidos por Ning, Davidson y Zhong (2007). En segundo lugar, se observa que el número promedio de miembros relacionados por el primer apellido se encuentra en promedio bastante alto (2,52), lo que inmediatamente nos sugiere en durante la época se presentaba la tendencia observada en la región (América Latina), donde muchas de las empresas presentaban un alto control familiar<sup>40</sup>. El siguiente indicador nos muestra que el grado de dualidad, es decir, cuando el gerente general hace parte de la junta directiva, se encuentra relativamente estable en 0,24, y lo que nos indica que la gran mayoría las empresas intentaban mantener esta independencia de funciones. En cuanto a la rotación de miembros, si comparamos este número (1,52), respecto al número promedio de miembros de las juntas directivas, observamos que puede ser bajo, lo que sugiere que es posible con que las juntas directivas mantuvieran una buena estabilidad a través de los años. Finalmente el indicador que si resulta ubicarse muy bajo es el de la presencia de mujeres en las juntas directivas; tan solo 0,043, lo que ampliamente muestra que para la época las mujeres no lograban tener presencia y relevancia en la toma de decisiones de las empresas.

Dentro de la recopilación de información, un análisis que valía la pena desarrollar, dada la variedad de cultural que posee el país, era observar ver cómo, discriminado por región, se observaba la estructuración de las juntas directivas. En la tabla 2, no observamos

---

<sup>40</sup> Santiago Castro, M. Brown, C. & Báez-Díaz, A. (2009).

sorpresas en cuanto a la concentración de empresas por región; como era de esperarse la región Cundi-boyacense es la que poseía la mayor concentración de empresas a nivel nacional con 743 de ellas, seguido (sin que sea otra sorpresa) por la región de Antioquia con 587.

**Tabla 1 Información General de la Estructura de la Juntas Directivas de la Empresas listadas en la Bolsa de Bogotá (1956-1973)**

General	No. de Empresas	Promedio de Número de Miembros	Promedio de Miembros relacionados por 1er	Número de Empresas donde el Directivo es Miembro de la Junta	Promedio de Rotación de Miembros	Promedio de Mujeres en la Junta Directiva
1956 - 1973	1661	10,795	2,520	0,245	1,527	0,043

Fuente: Bolsa de Bogotá

En cuando a los indicadores, se observa que la región con el promedio más alto de número de miembros es la región cundi-boyacense con 11,43 miembros, muy alejado de lo propuesto por autores arriba reportados. La región que más se acerca al óptimo de miembros es la Antioqueña, la cual en promedio poseía 9,93 miembros. El segundo indicador parece darnos una idea clara de las empresas de qué regiones parecen tener un control familiar; en primer lugar aparece la región Pacífica seguido por la región Antioqueña con un promedio de miembros relacionados por primer apellido de 3,40 y 3,03, respectivamente. En la otra cara de la moneda, la región con un menor control familiar, es la Cundi-boyacense, lo cual de manera intuitiva podría explicarse por la gran concentración de empresas, lo cual demandaba mejores prácticas de gobernanza corporativa. En cuanto a la dualidad dentro de la junta directiva, observamos que en empresas aisladas de una gran concentración de actividad económica, se presentaba mucho esta práctica, llegando a niveles de 0,48. Por el contrario, la región Antioqueña fue la que supuso el mejor desempeño de esta práctica, alcanzando niveles de tan solo 0,13.

En cuanto a la rotación de miembros, se observa que la región Caribe fue la que presentó una mayor promedio de rotación de sus miembros con 2,07. La región Antioqueña junto con la región Pacífica, fueron las que presentaron los menores promedios de rotación; lo que cual se podría explicar de alguna manera, que dado el gran control familiar que presentaron estas dos regiones, la junta directiva no posee incentivo de generar cambios

en los miembros de sus juntas. Finalmente el indicador del número de mujeres, como ya se había dicho, es bastante bajo, sin embargo, la región que comenzó a darle más participación a la mujer fue la región Caribe.

**Tabla 2 Información General de la Estructura de la Juntas Directivas de la Empresas listadas en la Bolsa de Bogotá, discriminado por Región (1956-1973)**

Etiquetas de fila	No. de Empresas Promedio por Región	Promedio de Número de Miembros	Promedio de Miembros relacionados por 1er Apellido	Promedio de Número de Empresas donde el Directivo es Miembro de la Junta	Promedio de Rotación de Miembros	Promedio de Mujeres en la Junta Directiva
Cundi - Boyacense	743	11,433	1,935	0,221	1,821	0,062
Antioquia	587	9,930	3,034	0,140	1,070	0,005
Caribe	96	10,521	2,323	0,500	2,073	0,167
Pacífica	161	10,888	3,404	0,435	1,379	0,025
Otras Regiones	74	11,405	2,635	0,581	1,824	0,027
<b>Promedio Total</b>	<b>1661</b>	<b>10,836</b>	<b>2,666</b>	<b>0,375</b>	<b>1,633</b>	<b>0,057</b>

Fuente: Bolsa de Bogotá

Finalmente en la tabla 3, se presentan los indicadores divididos por industria. Cómo era de esperarse la mayor concentración de empresas y por un margen bastante alto, se hallaba en la industria manufacturera con 1079 compañías-año, seguido por el sector financiero con 286. La industria mas rezagada era la minería con tan solo 16.

**Tabla 3 Información General de la Estructura de la Juntas Directivas de la Empresas listadas en la Bolsa de Bogotá, discriminado por Industria (1956-1973)**

Etiquetas de fila	No. de Empresas Promedio por Región	Promedio de Número de Miembros	Promedio de Miembros relacionados por 1er Apellido	Promedio de Número de Empresas donde el Directivo es Miembro de la Junta	Promedio de Rotación de Miembros	Promedio de Mujeres en la Junta Directiva
Agricultura	34	11,353	1,412	0,029	3,147	0,029
Comercio	57	9,807	5,211	0,105	1,070	0,035
Construcción	46	9,043	3,826	0,435	0,870	0,174
Financiero	286	12,476	1,790	0,136	1,570	0,042
Manufactureras	1079	10,455	2,576	0,266	1,427	0,043
Minería	16	10,000	3,125	0,000	1,375	0,000
Servicios Públicos	36	11,444	2,111	0,278	3,083	0,000
Transporte	62	10,371	2,323	0,435	1,839	0,032
Servicios	45	11,244	2,267	0,378	2,067	0,000
<b>Promedio Total</b>	<b>1661</b>	<b>10,688</b>	<b>2,738</b>	<b>0,229</b>	<b>1,828</b>	<b>0,039</b>

Fuente: Bolsa de Bogotá

En cuanto al primer indicador se observa que el sector que mayor número promedio de miembros tiene es el sector financiero, con 12,47 este sector se encontraba bastante lejos del óptimo. De hecho en general, la mayoría de industrias mantenían un promedio de por encima de diez miembros en sus juntas directivas. Solo dos de ellas lograban estar por

debajo de este umbral, construcción y comercio, con un 9,04 y 9,80, respectivamente. El indicador de número de miembros relacionados por primer apellido, muestra que el sector de comercio junto con el de la construcción (5,21 y 3,82, respectivamente), presentaban un altísimo grado de control familiar, lo que de alguna manera podía estar relacionado con el bajo número de los miembros de sus juntas, el cual pretendía dejar el control en un círculo familiar cerrado. Por el contrario la agricultura y el sector financiero, fueron los que presentaron en menor grado en este indicador, lo cual se podría explicar por dos razones: por el lado de la agricultura, se debía a que este sector se hallaba en su mayoría controlado por corporaciones gubernamentales regionales, las cuales por ser del estado, no hallaban mucho espacio para un control familiar; por el otro lado, el sector financiero siempre ha sido uno de los sectores con una regulación por parte de gobierno bastante detallada, a lo cual se requiere que la juntas de este tipo de empresas estén estructuradas de manera heterogénea reduciendo en lo posible, controles por ciertos grupo familiares.

En cuanto al tercer indicador, observamos que de nuevo el sector de la construcción revela un alto grado de dualidad, lo cual en este punto no resulta ser tan sorprendente, dado que hasta ahora todos los indicadores muestran que el sector presenta un alto grado de control familiar. Bajo un análisis similar, el sector financiero es uno de los que presenta mayor independencia en este indicador. Finalmente, el indicador de rotación de miembros, muestra las industrias con un alto grado de control del gobierno, presentan altos grados de rotación, en este caso los sectores de la agricultura y de servicios públicos, lo cual se explica en gran medida a que muchos de los puestos de las juntas, dependen de la permanencia de algunos funcionarios públicos en el ejercicio. De nuevo la construcción aparece con una muy baja rotación, explicada en gran medida por las razones que ya hemos adelantado.

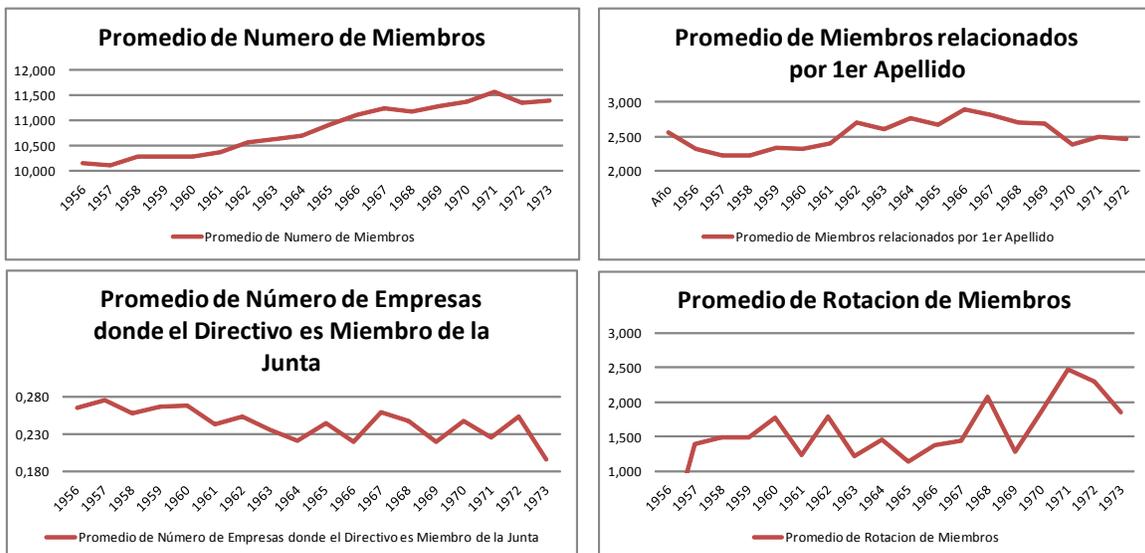
En general observamos que durante este periodo de tiempo las empresas en el país se encontraban estructuradas con características muy similares a los largo de los años, de las regiones y de las industrias. Aunque se observan ciertas diferencias, en general, ninguna de ellas es lo bastante significativa como para que valga la pena un análisis más profundo.

## 5.2 Evolución de los Mercados

En esta parte del documento se quiso llevar a cabo un análisis comparativo acerca del comportamiento de la estructuras de las juntas directivas a través de los años, de las regiones y las industrias.

Lo primero que observamos en la tabla 4 es que el número de empresas que estaban inscritas en la Bolsa de Bogotá, disminuyó en casi un 10% entre 1956 y 1973, pasando de 102 en 1956 a 87 en 1973. Una de las posibles razones para este fenómeno, pudo haber sido la creación de la Bolsa de Medellín en el año 1961, lo que causó que la Bolsa de Bogotá dejara de ser el único punto de concentración para la capitalización bursátil de las empresas del país. Otro factor importante que se observa de la Gráfica de capitalización, han podido ser las reformas a las operaciones comerciales del Banco de la República, la creación de entidades de fomento que incentivaron endeudamiento y no capitalización de empresas vía emisión de acciones. Por último, está el hecho que, si miramos el comportamiento del promedio de miembros de las juntas a través de los años, se nota que a medida que pasaban los años este promedio fue aumentado, lo que en primera instancia nos dice que, a pesar de la gran capitalización que experimentaba el país, la manera como

**Gráfico 2 Evolución de la Estructura de la Juntas Directivas de la Empresas listadas en la Bolsa de Bogota (1956-1973)**



Fuente: Bolsa de Bogota

estaban estructuras las juntas directivas iban en dirección opuesta, de acuerdo con lo que sugiere la literatura acerca del tema. Mientras en 1956 el promedio de miembros era de 10,15, para 1973 ya se encontraba en 11,40, lo que se alejaba cada vez más de los 8 o 9 miembros promedio óptimos ya mencionados.

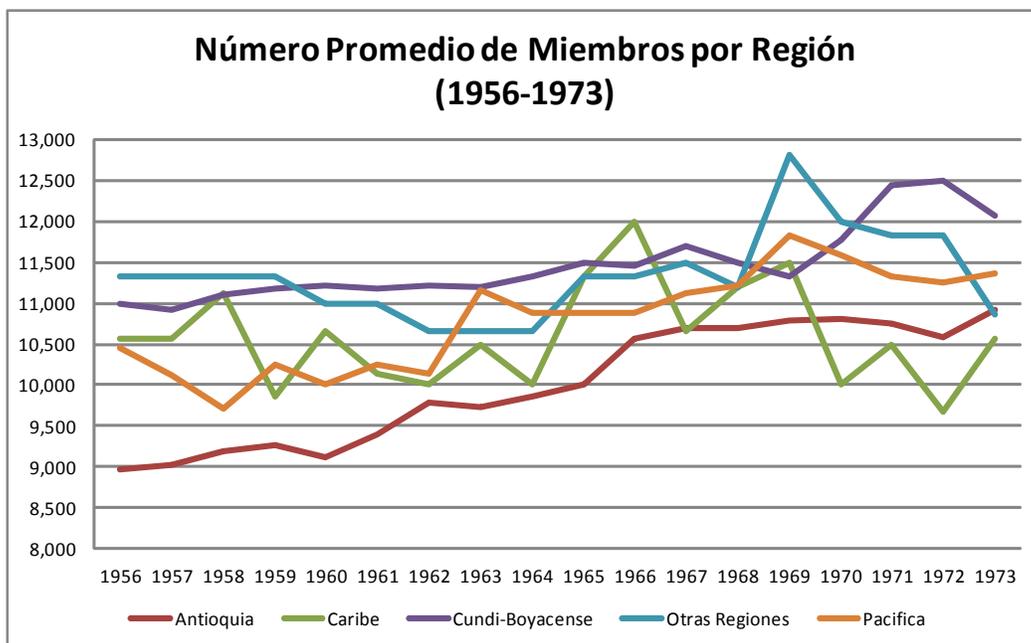
**Tabla 4** Evolución de la Estructura de las Juntas Directivas de las Empresas Listadas en la Bolsa de Bogotá (1956-1973)

Año	No. de Empresas	Promedio de Numero de Miembros	Promedio de Miembros relacionados por 1er Apellido	Promedio de Número de Empresas donde el Directivo es Miembro de la Junta	Numero de Empresas donde el Directivo es Miembro de la Junta	Promedio de Rotacion de Miembros
1956	102	10,157	2,559	0,265	27	0,000
1957	109	10,110	2,330	0,275	30	1,394
1958	105	10,295	2,229	0,257	27	1,486
1959	105	10,295	2,229	0,267	28	1,495
1960	97	10,299	2,340	0,268	26	1,773
1961	99	10,374	2,323	0,242	24	1,242
1962	87	10,563	2,402	0,253	22	1,793
1963	85	10,635	2,706	0,235	20	1,224
1964	86	10,709	2,605	0,221	19	1,465
1965	82	10,915	2,768	0,244	20	1,146
1966	82	11,110	2,671	0,220	18	1,378
1967	81	11,235	2,889	0,259	21	1,444
1968	89	11,169	2,809	0,247	22	2,079
1969	96	11,292	2,698	0,219	21	1,292
1970	89	11,371	2,685	0,247	22	1,865
1971	89	11,573	2,382	0,225	20	2,483
1972	91	11,352	2,495	0,253	23	2,297
1973	87	11,402	2,471	0,195	17	1,862
<b>Promedio Total</b>	<b>92</b>	<b>10,825</b>	<b>2,533</b>	<b>0,244</b>	<b>22,611</b>	<b>1,540</b>

Fuente: Bolsa de Bogotá

En cuanto a los miembros relacionados por el primer apellido, en la Grafica 2 se observa que las empresas durante uno de los periodos de mayor capitalización presentaron una tendencia hacia el control familiar de las mismas. Durante el año de 1967, se presentó el mayor control familiar con 2,88. Luego esta tendencia cambio y se retorno a niveles cercanos a los observados antes del auge de capitalización. En cuanto a la dualidad de las juntas, se observa que en general este indicador se mantuvo relativamente bajo, con una tendencia a la baja con el transcurrir del tiempo; de hecho, en promedio solo el 25% de las empresas, presentaban esta práctica. Finalmente la rotación de miembros estuvo en su mayoría por debajo de 2, hasta casi el final del periodo donde presentó un máximo de 2,48 en el año de 1971.

**Grafico 3 Evolución del Número Promedio de Miembros de las Juntas por Región (1956-1973)**



Fuente: Bolsa de Bogota

En cuanto al comportamiento del número de miembros de las juntas por región, se observó que en general las regiones tuvieron un comportamiento en el cual el número promedio de miembros aumentaba conforme pasaba en tiempo. Dentro de los comportamientos atípicos estuvieron la región Caribe y el bloque de empresas de varias

regiones; estos dos grupos no mostraron una tendencia clara sobre como las empresas estructuraron las empresas. Aunque hacia finales de la década de los sesentas presentaban una clara tendencia aumentando el número de miembros, en los últimos años del periodo de análisis, presentaron una clara reducción. Por el contrario, como se observa en el Grafico 3, la tendencia de las tres regiones restantes es claramente alcista; el número de miembros promedio fue aumentado conforme pasaba en tiempo. La región donde su promedio estuvo por encima de las demás fue la región Cundí-boyacense, seguida por la región Pacífica y finalmente se ubicaba la región Antioqueña. Esta última confirma que fue la región que en general más se intentó acercar el óptimo propuesto por la literatura, aunque en los últimos años su promedio aumentó significativamente.

**Tabla 5 Evolución del Número Promedio de Miembros de las Juntas por Región (1956-1973)**

Año	No. de Empresas	Antioquia	Caribe	Cundi-Boyacense	Otras Regiones	Pacífica
1956	102	8,974	10,571	11,000	11,333	10,444
1957	109	9,024	10,571	10,917	11,333	10,111
1958	105	9,200	11,125	11,106	11,333	9,714
1959	105	9,275	9,857	11,170	11,333	10,250
1960	97	9,111	10,667	11,205	11,000	10,000
1961	99	9,389	10,143	11,182	11,000	10,250
1962	87	9,793	10,000	11,209	10,667	10,143
1963	85	9,724	10,500	11,186	10,667	11,167
1964	86	9,862	10,000	11,333	10,667	10,875
1965	82	10,000	11,333	11,500	11,333	10,875
1966	82	10,571	12,000	11,450	11,333	10,875
1967	81	10,690	10,667	11,703	11,500	11,125
1968	89	10,700	11,200	11,500	11,200	11,222
1969	96	10,788	11,500	11,333	12,800	11,833
1970	89	10,800	10,000	11,763	12,000	11,583
1971	89	10,742	10,500	12,444	11,833	11,333
1972	91	10,581	9,667	12,485	11,833	11,250
1973	87	10,926	10,571	12,057	10,857	11,364
<b>Promedio Total</b>	<b>92</b>	<b>10,008</b>	<b>10,604</b>	<b>11,475</b>	<b>11,335</b>	<b>10,801</b>

Fuente: Bolsa de Bogota

Cuando se analiza el indicador de control familiar, no se puede observar una tendencia clara a lo largo del periodo analizado. Como ya se había mencionado, las regiones Pacífica y de Antioquia, son las que presentan un promedio por encima de las demás, y las Caribe y Cundí-boyacense las que estaban por debajo. Lo que si se logra percibir ligeramente en el Grafico 4, es que hacia el final del periodo se observa una convergencia del promedio

que se concentra en entre 2 y 3 miembros promedio relacionados por el primer apellido. Lo anterior puede indicar que para el final del periodo, cuando el boom de capitalización ya había pasado, el control de las empresas comenzó a estabilizarse permitiendo una mejor distribución de los miembros de las juntas directivas.

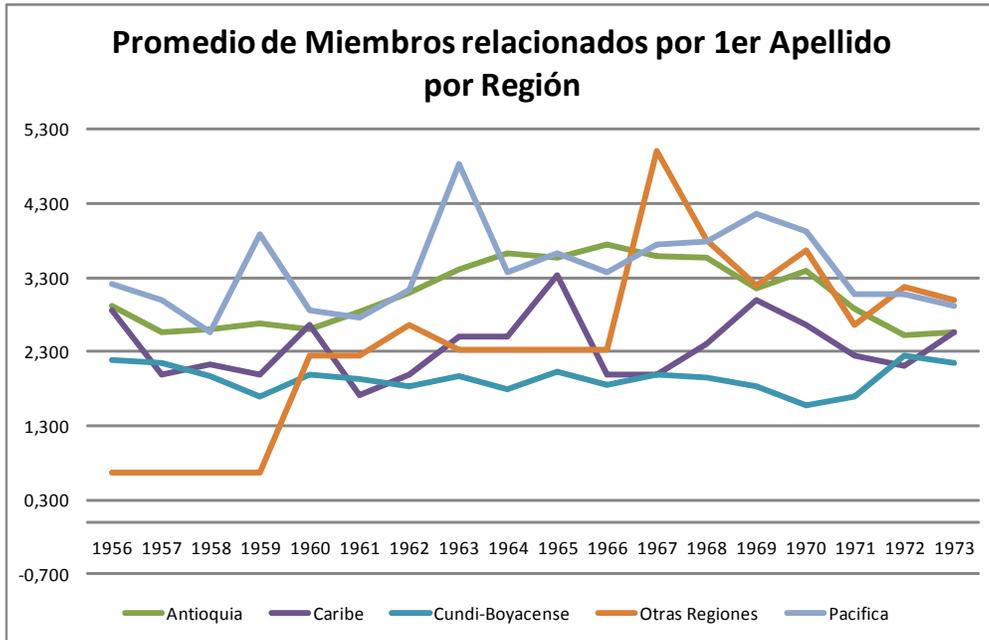
Los otros indicadores por regiones no muestran una clara tendencia o una percepción lo suficientemente clara, las cuales puedan ofrecer un análisis de calidad, y por el momento basta con el análisis general que se realizó previamente.

**Tabla 6 Evolución del Número Promedio de Miembros Relacionados por Primer Apellido por Región (1956-1973)**

Año	No. de Empresas	Antioquia	Caribe	Cundi-Boyacense	Otras Regiones	Pacífica
1956	102	2,923	2,857	2,182	0,667	3,222
1957	109	2,571	2,000	2,146	0,667	3,000
1958	105	2,600	2,125	1,979	0,667	2,571
1959	105	2,675	2,000	1,702	0,667	3,875
1960	97	2,611	2,667	2,000	2,250	2,857
1961	99	2,833	1,714	1,932	2,250	2,750
1962	87	3,103	2,000	1,837	2,667	3,143
1963	85	3,414	2,500	1,977	2,333	4,833
1964	86	3,621	2,500	1,786	2,333	3,375
1965	82	3,571	3,333	2,025	2,333	3,625
1966	82	3,750	2,000	1,850	2,333	3,375
1967	81	3,586	2,000	2,000	5,000	3,750
1968	89	3,567	2,400	1,950	3,800	3,778
1969	96	3,152	3,000	1,833	3,200	4,167
1970	89	3,400	2,667	1,579	3,667	3,917
1971	89	2,871	2,250	1,694	2,667	3,083
1972	91	2,516	2,111	2,242	3,167	3,083
1973	87	2,556	2,571	2,143	3,000	2,909
<b>Promedio Total</b>	<b>92</b>	<b>3,073</b>	<b>2,372</b>	<b>1,936</b>	<b>2,426</b>	<b>3,406</b>

Fuente: Bolsa de Bogotá

**Grafico 4** Evolución del Número Promedio de Miembros Relacionados por 1er Apellido por Región (1956-1973)



Fuente: Bolsa de Bogota

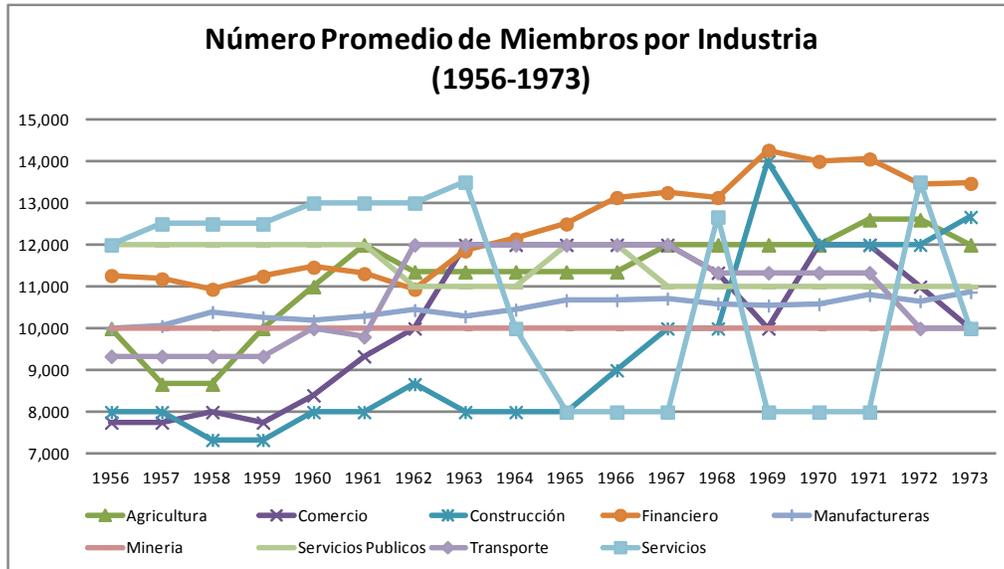
Cuando se analizan los datos por industria, de manera general se observa que el comportamiento del número promedio de miembros de las juntas mantiene una cierta tendencia alcista. En el Grafico 5 se observa que la industria que más marcada tuvo esta tendencia con un promedio por encima de las demás fue la del Sector Financiero junto con el de Agricultura. El sector Comercio por ejemplo fue el que presentó un comportamiento más pronunciado, iniciando en 1956 con un promedio de 7,75 miembros, luego tocando un máximo de 12 para finalizar con 10 miembros promedio. Las industrias que más estabilidad mostraron en este indicador fueron la del Sector Minero y Manufacturero que se mantuvieron en general entre 10 y 11 miembros promedio. Finalmente el sector que mostró el comportamiento más variable fue el Sector Servicios que constantemente tuvo fuertes movimientos entre 13 y 8 miembros promedio.

**Tabla 7**  
Evolución del Número Promedio de Miembros de las Juntas por Industria (1956-1973)

Año	No. de Empresas	Agricultura	Comercio	Construcción	Financiero	Manufacturera	Minería	Servicios Públicos	Transporte	Servicios
1956	102	10,000	7,750	8,000	11,267	10,000	10,000	12,000	9,333	12,000
1957	109	8,667	7,750	8,000	11,188	10,058	10,000	12,000	9,333	12,500
1958	105	8,667	8,000	7,333	10,938	10,394	10,000	12,000	9,333	12,500
1959	105	10,000	7,750	7,333	11,250	10,269	10,000	12,000	9,333	12,500
1960	97	11,000	8,400	8,000	11,467	10,180	10,000	12,000	10,000	13,000
1961	99	12,000	9,333	8,000	11,313	10,274	10,000	12,000	9,800	13,000
1962	87	11,352	10,000	8,667	10,938	10,441	10,000	11,000	12,000	13,000
1963	85	11,352	12,000	8,000	11,857	10,288	10,000	11,000	12,000	13,500
1964	86	11,352	12,000	8,000	12,143	10,450	10,000	11,000	12,000	10,000
1965	82	11,352	12,000	8,000	12,500	10,679	10,000	12,000	12,000	8,000
1966	82	11,352	12,000	9,000	13,133	10,679	10,000	12,000	12,000	8,000
1967	81	12,000	12,000	10,000	13,250	10,717	10,000	11,000	12,000	8,000
1968	89	12,000	11,333	10,000	13,133	10,593	10,000	11,000	11,333	12,667
1969	96	12,000	10,000	14,000	14,263	10,547	10,000	11,000	11,333	8,000
1970	89	12,000	12,000	12,000	14,000	10,582	10,000	11,000	11,333	8,000
1971	89	12,600	12,000	12,000	14,056	10,800	10,000	11,000	11,333	8,000
1972	91	12,600	11,000	12,000	13,438	10,655	10,000	11,000	10,000	13,500
1973	87	12,000	10,000	12,667	13,471	10,870	10,000	11,000	10,000	10,000
<b>Promedio Total</b>	<b>92</b>	<b>11,239</b>	<b>10,295</b>	<b>9,500</b>	<b>12,422</b>	<b>10,471</b>	<b>10,000</b>	<b>11,444</b>	<b>10,804</b>	<b>10,898</b>

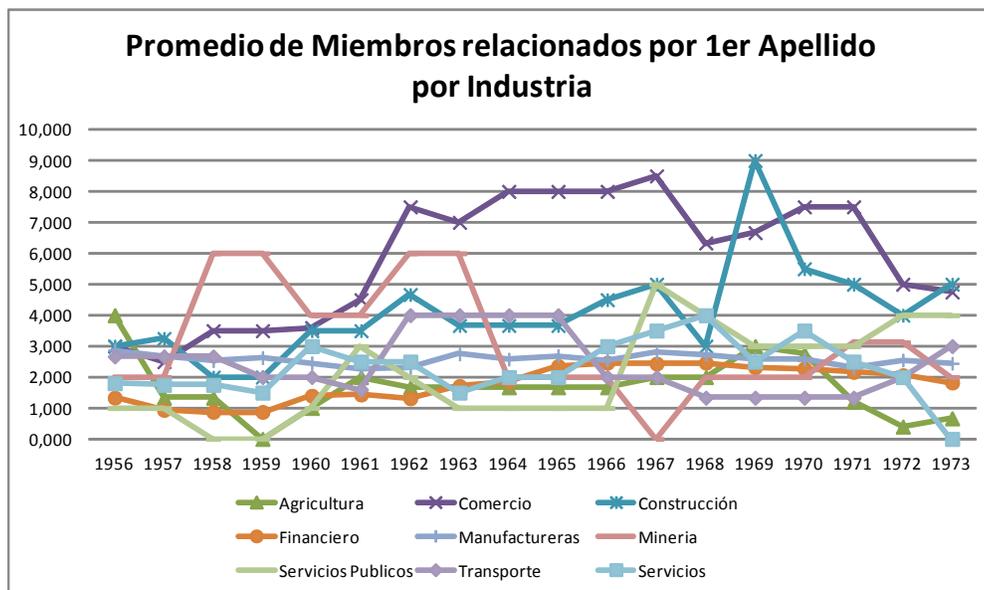
Fuente: Bolsa de Bogota

**Grafico 5 Evolución del Número Promedio de Miembros de las Juntas por Industria (1956-1973)**



Fuente: Bolsa de Bogota

**Grafico 6 Evolución del Número Promedio de Miembros Relacionados por 1er Apellido por Industria (1956-1973)**



Fuente: Bolsa de Bogota

Tabla 8

Evolución del Número Promedio de Miembros Relacionados por Primer Apellido por Industria (1956-1973)

Año	No. de Empresas	Agricultura	Comercio	Construcción	Financiero	Manufacturera <sup>s</sup>	Minería	Servicios Públicos	Transporte	Servicios
1956	102	4,000	3,000	3,000	1,333	2,879	2,000	1,000	2,667	1,800
1957	109	1,333	2,500	3,250	0,938	2,681	2,000	1,000	2,667	1,750
1958	105	1,333	3,500	2,000	0,875	2,530	6,000	0,000	2,667	1,750
1959	105	0,000	3,500	2,000	0,875	2,627	6,000	0,000	2,000	1,500
1960	97	1,000	3,600	3,500	1,400	2,459	4,000	1,000	2,000	3,000
1961	99	2,000	4,500	3,500	1,438	2,274	4,000	3,000	1,600	2,500
1962	87	1,668	7,500	4,667	1,313	2,305	6,000	2,000	4,000	2,500
1963	85	1,668	7,000	3,667	1,714	2,746	6,000	1,000	4,000	1,500
1964	86	1,668	8,000	3,667	1,857	2,583	2,000	1,000	4,000	2,000
1965	82	1,668	8,000	3,667	2,357	2,696	2,000	1,000	4,000	2,000
1966	82	1,668	8,000	4,500	2,467	2,554	2,000	1,000	2,000	3,000
1967	81	2,000	8,500	5,000	2,438	2,792	0,000	5,000	2,000	3,500
1968	89	2,000	6,333	3,000	2,467	2,729	2,000	4,000	1,333	4,000
1969	96	3,000	6,667	9,000	2,316	2,594	2,000	3,000	1,333	2,500
1970	89	2,750	7,500	5,500	2,278	2,582	2,000	3,000	1,333	3,500
1971	89	1,200	7,500	5,000	2,167	2,309	3,125	3,000	1,333	2,500
1972	91	0,400	5,000	4,000	2,063	2,552	3,125	4,000	2,000	2,000
1973	87	0,667	4,750	5,000	1,824	2,444	2,000	4,000	3,000	0,000
<b>Promedio Total</b>	<b>92</b>	<b>1,668</b>	<b>5,853</b>	<b>4,106</b>	<b>1,784</b>	<b>2,574</b>	<b>3,125</b>	<b>2,111</b>	<b>2,441</b>	<b>2,294</b>

Fuente: Bolsa de Bogota

En el grafico 6 se observa que la industria que más presento una tendencia alcista a mantener un control familiar en la estructura de las juntas fue Sector Comercio, alcanzado hasta casi 8 miembros relacionados por el primer apellido. Otro sector que se destaca pero en menor medida es el Sector Construcción en el principio del periodo llego a tener tan solo dos miembros en promedio y alcanzó a tener 9 miembros relacionados para finalizar en 5. Las empresas que presentaron una mayor estabilidad en el tiempo fueron las de los sectores de Manufactura, Financiero y Transporte.

Al igual que en el análisis realizado por región, los demás indicados no resultan mostrar datos lo suficientemente claros para que valga la pena un análisis mas profundo.

## **6. Conclusiones**

El estudio presenta y analiza la estructura de las juntas directivas de las empresas que cotizaban en la Bolsa de Bogotá durante el periodo de 1956 a 1973 y realiza un ejercicio econométrico pretende explicar el impacto de estas estructuras dentro del desempeño de las empresas. Dentro de los principales resultados, se observó que el número de miembros en las juntas directivas se encontraba por encima del óptimo que exponen muchos autores. Así mismo, Colombia no estuvo fuera de la tendencia de muchas de las empresas de la región, y mostró que en el país durante la época se presentaba un control familiar de las compañías. Así mismo, se logro mantener cierta independencia entre la gerencia y la junta directiva.

En cuanto al ejercicio comparativo observamos dos conclusiones importantes. En primer lugar, se observa que la manera como están estructuradas las juntas directivas varía significativamente entre regiones, lo que da paso a que futuros estudios profundicen con variables económicas e incluso sociales, el por qué se da este efecto en el país. En segundo lugar, sin muchas sorpresas, se observó que el comportamiento de las variables entre las diferentes industrias también varía bastante y que una de las variables que valdría la pena analizar mas profundamente, sería el del control familiar de las empresas.

Es claro que el presente estudio, ofrece un excelente punto de partida para estudios comparativos de la evolución de la gobernanza corporativa en Colombia. De hecho con un correcto y más profundo uso de herramientas econométricas, daría paso una variedad de modelos que se podrían volver más empíricos y comparativos, permitiendo profundizar los estudios vistos en la revisión de la literatura y dando un importante aporte para estudios del país y de la región.

## Bibliografía

1. Bhagat, S., & Black B. (2002). "The non-correlation between board independence and long term firm performance". *Journal of Corporate Law*, 30, 232-273.
2. Roy, M. R., Fox, M. A. & Hamilton, R. T. (1994). "Board size and potential corporate and director interlocks in Australasia 1984-1993". *Australian Journal of Management*, 19, 201-217.
3. Elsayed K. (2009). "Board Size and Corporate Performance: the missing role of board leadership structure". *Journal of Management & Governance*. Aug 2011, Vol. 15 Issue 3, 415-446.
4. Upadhyay, A., & Sriram, R. (2011). "Board Size, Corporate Information Environment and Cost of Capital". *Journal of Business Finance & Accounting* 38(9) & (10), 1238-1261, Noviembre-Diciembre 2011.
5. Jensen M. & Merckling W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, cost and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3 pp. 305-360
6. Curtis M., Schmid C. & Struber M.(2012). "Gender Diversity and Corporate Performance". Research Institute, Credit Suisse AG & Production Management Global Reasearch Editorial & Publications.
7. Ning, Y., Davidson, W., & Wang, J. (2010). "Does Optimal Corporate Board Size Exit? An Empirical Analysis". *Journal of Applied Finance* No. 2, 2010.
8. Ning, Y., Davidson, W., & Zong, K. (2007). "The Viability of Board Size Determinants: An Empirical Analysis". *Journal of Applied Finance* Fall/Winter, 2007.
9. García I. M. (2009). "The Effectiveness of Corporate Governance: Board Structure and Business Technical Efficiency in Spain". Springer - Verlag 2009
10. Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). "Corporate Governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards". *Corporate Governance: An international Review*, 15(2), 194-207.
11. Dahya, J., & McConnell, J. (2007). "Board composition, corporate performance and the Cadbury Committee recommendation". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 535-564.
12. McCormick, M., & Marcellino P. A. (2002). "Examining Gender On Corporate Boards: A Regional Study". *Corporate Governance*; 2002; 2, 4; ProQuest. Pg 24.
13. Fich, E., & Shivdasani, A. (2006). "Are busy boards effective monitors?". *Journal of Finance*, 61, 689-724.
14. Afshan N., Chhetri P. & Pradhan S. (2011). "Board, Ownership Structure & Pay and Firm Performance: A Literature Review". *IUP Journal of Corporate Governance*. Vol. 10 Issue 2, 82-92.
15. Harris, M., & Raviv, Artur (2008). "A Theory of Board Control and Size". *The Review of Financial Studies*, v1, n4, 2008.
16. Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006). "Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea". *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 660-691.

17. Chaganti, R., Mahajan, V., & Sharma, S. (1985). "Corporate Board Size Composition and Corporate Failure in Retailing Industry". *Journal of Management Studies*, 22:4 julio 1985.
18. Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker W. (1994). "The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change". *Strategy Management Journal*, Vol. 15, 241-250.
19. Ferris, S., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments". *Journal of Finance*, 58, 1087-1111.
20. Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). "Is Board Size an Independent Corporate Mechanism?". *Kylos*, Vol. 57, Fasc. 3, 327-356.
21. Finegold D., Benson G., & Hecht D. (2007). "Corporate Boards and Company Performance: Review of Search in Light of Recent Reforms". *Journal Compilation*, Blackwell Publishing Ltd. Vol. 15, Number 5, 865-878.
22. Erickson, J., Park, J. W., Joe Reisingb, J., & Shinc, H. (2005). "Board composition and firm value under concentrated ownership: The Canadian evidence". *Pacific Basin Finance Journal*, 13, 387-410.
23. Vafeas, N., & Theodorou, E. (1998). "The relationship between board structure and firm performance in the UK". *British Accounting Review*, 30, 383-407.
24. Yermack, D. (1996). "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors". *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, Pags. 185 - 211.
25. Eisenberg, T., Sundgren S., & Wells M. (1998). "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms". *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pgs. 35-54.
26. Hunter, J. (1997). "An empirical test of the effect of board size on firm efficiency". *Economics Letters*, 54 pp. 259-264
27. Dalton, D., Johnson, J., & Ellstrand, A. (1999). "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis". *The Academy of Management Journal*, Vol. 42, No. 6, pgs. 674-686.
28. Jensen, M. (1993). "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems". *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, pgs. 831-880.
29. Chong, A., & Lopes-de-Silanes, F. (2007). "Corporate governance in Latin America". *Inter-American Development Bank & University of Amsterdam*, march 2007.
30. Nuñez, G., Oneto, A., y de Paula, G. (2009). "Gobernanza Corporativa y el Desarrollo de Mercado de Capitales en América Latina". *Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)*, Mayol Ediciones & Corporación Andina de Fomento.
31. Santiago-Castro, M., Brown, C., & Baéz-Díaz, A. (2009). "Overview of Latin American Corporate Governance Mechanisms". *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, No. 43, pgs. 26-40.
32. De Andres, P., Azofra, V. and Lopez, F. (2005). "Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning, and Effectiveness". *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197- 210.

33. Mendez de Paula, G. (2009). "Gobernanza Corporativa, Políticas Públicas, Mercado de Capitales e Inversiones Extranjeras". CEPAL Gobernanza corporativa y desarrollo de mercado de Capitales en América Latina, 9-38.
34. Mendez de Paula, G. (2009). "Gobernanza Corporativa y Mercado de Capitales en Brasil". CEPAL Gobernanza corporativa y desarrollo de mercado de Capitales en América Latina, 141-177.
35. Santiago Castro, M., & Brown, C. (2009). "An Empirical Analysis of Latin American Board of Directors and Minority Shareholder's Rights". Forum Empresarial Vol 14. Num 2. Diciembre 2009, pp 1-18.
36. Brambila, H. (2009). "Gobernanza Corporativa: El Caso de México". CEPAL Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercado de Capitales en America Latina, pgs. 281-333.
37. Clarke, A. (2009). "Buenos Gobiernos Corporativos para los Negocios: El caso Chile". CEPAL Gobernanza corporativa y desarrollo de mercado de Capitales en América Latina, 181-224.
38. Pérez, H. (2012). "Gobernanza Corporativa y Determinación de Riesgos de la Emisión de Deuda en Brasil, Colombia y México: una propuesta metodológica". CEPAL Gobernanza Corporativa en el Brasil, Colombia y México: La Determinación del Riesgo de Emisión de Instrumentos de Deuda Corporativa, 23-63.
39. Garcia R., Gonzales, M. & Ortega, C. (2006). "The Impact of the CEO and Director Turnover on Financial Performance in Venezuela". Latin America Business Review, Vol. 7(2).
40. Niño J. y Romero J. (2007). "How the Change of CEO Affects Chilean Companies Stock Return". Latin America Business Review, Vol. 8(1).
41. Santos R., Silveira A. y Barros L. (2012). "Board Interlocking in Brazil: Directors Participation in Multiple Companies and Its Effects on Firm Value and Profitability". Latin America Business Review, Vol. 13.
42. Santiago M. y Young H. (2003). "Board Composition and Firm Performance of Large Latin American Firms: An Exploratory View". Latin America Business Review, Vol 4(2).
43. Gutiérrez, L. H., & Pombo, C. (2009). "Capital markets and corporate governance in Colombia". Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Mayol Ediciones & Corporación Andina de Fomento.
44. Gutiérrez, L. H., & Pombo, C. (2007). "Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia". Inter-American Development Bank, Research Department, Working Paper No. 568.
45. Gutiérrez, L. H., Pombo, C., & Taborda (2011). "Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical Evidence From Colombian Business Groups". Journal of the Economics and Business, 63: 251-277.

46. Gutiérrez, L. H., Pombo, C., & Taborda, R. (2008). "Corporate ownership and control in Colombian corporations". *Quarterly Review of Economics and Finance*, 48(1), 22-47.
47. González M., Guzmán A., Pombo C. y Trujillo M.A. (2012). "Family Firms and Financial Performance: The Cost of Growing". *Emerging Markets Review* 13 (2012), Pags. 626-649.
48. González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo M.A. (2013). "Family Firms and Debt: Risk Aversion versus Losing Control". *Emerging Markets Review* 66, Pgs. 2308-2320.
49. Junguito, R. & Rincón, H. (2004). "La Política Fiscal en el Siglo XX en Colombia". Banco de la República, borrador número 318.