

**“PROPIEDAD Y DESEMPEÑO EN EL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO”**

**WILLIAM OTERO MILLAN**

**Trabajo para optar por el Título de Magister en Economía**

**Profesor**

**Luis H. Gutiérrez**

**UNIVERSIDAD COLEGIO MAYOR DE NUESTRA SEÑORA DEL ROSARIO**

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**BOGOTA D.C, 2008**

## Tabla de contenido

1. Introducción.....	3
2.Marco referencia.....	5
2.1 Marco conceptual.....	5
2.1.1Concepto Gobierno Corporativo.....	6
2.2Marco Histórico (antecedentes).....	8
2.3 Marco Teórico.....	9
3. Objetivos.....	18
3.1 Objetivos generales.....	18
3.2 Objetivos específicos.....	18
3.3 Hipótesis de trabajo.....	19
4. Sistema financiero colombiano.....	19
5. Datos.....	23
5.1 Modelo econométrico.....	23
5.2 Fuente de información.....	24
5.3 Variables.....	26
5.4 Signo esperado.....	29
6. Resultados econométricos.....	33
6.1. Conclusiones.....	43
6.2 Bibliografía.....	45
6.3. Anexos.....	48

## 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años se marca una tendencia por analizar el gobierno corporativo en las entidades del sector real y financiero, algunos de éstos trabajos centran su atención en la relación existente entre la estructura de propiedad y el desempeño, mientras otros estudios, en evaluar la adopción de prácticas corporativas y su relación con el desempeño. El primero de estos dos grupos de trabajo, analiza el efecto ambiguo de la concentración de la propiedad; por un lado, la concentración del capital en pocos accionistas, minimiza los riesgos de agencia frente a los administradores, generando de esta manera un efecto positivo en el desempeño de las entidades, debido a la supervisión efectiva. Por otro lado, sin embargo, esta concentración puede generar un efecto negativo, en el sentido que los accionistas mayoritarios pueden tener intereses opuestos a los accionistas minoritarios, como por ejemplo la toma excesiva de riesgos, la construcción de edificios etc, lo que ha sido llamado en la literatura “tunneling effect”, generando así, un efecto negativo sobre el desempeño de las entidades.

El segundo grupo de trabajos, centra la atención en la adopción de prácticas corporativas en las empresas y su relación con el desempeño. Estos estudios se han realizado con mayor frecuencia en el sector real y se desarrollaron comparando los niveles de prácticas corporativas empleadas en países en vía de desarrollo y países industrializados. Autores como La Porta, López de Silanes, y Shleifer (2000) argumentan que la protección a los accionistas tiende a ser mayor en países con ambientes legales robustos, lo que conlleva a un aumento los niveles de inversión. Estos autores encontraron una relación positiva entre las entidades que adoptaron prácticas corporativas y el desempeño de las mismas.

En este documento se desarrollarán éstas dos líneas de trabajo, inicialmente, se empleará un modelo similar al empleado en el trabajo de Micco, Panizza y Yañez (2007), agregando variables de concentración de la propiedad, y eficiencia para las entidades financieras colombianas (Bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial) durante el periodo (1999-2006). Los resultados de esta primera estimación, evidencian que la concentración de la propiedad representada en los 4 accionistas principales de cada entidad ejerce un efecto negativo sobre el desempeño de las mismas, validando uno de los posibles resultados que se pueden presentar cuando la propiedad se encuentra concentrada.

Esta primera estimación también permitió, analizar las características de la propiedad, en el sentido en que las entidades de origen extranjero se relacionan positivamente con el desempeño mientras las entidades de origen estatal, se relacionan negativamente con el desempeño, lo que puede probar el papel de fomento de las entidades de origen estatal en los países en vía de desarrollo, tal y como lo presentan Micco, Panizza y Yañez (2007).

Finalmente, para evaluar la relación entre las entidades que adoptaron prácticas de gobierno corporativo y desempeño, fue necesario dividir la muestra en las entidades financieras que estaban listadas en bolsa durante el periodo (1999-2006), y emplear la resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores, que establece los requisitos para acreditar a las personas jurídicas tanto públicas como privadas para que los fondos de pensiones inviertan sus recursos en los valores que estas emitan. Estos requisitos han permitido estructurar Códigos de Gobierno Corporativo, los cuales se han convertido en una herramienta fundamental para que las sociedades se autorregulen, mediante la adopción de instrumentos que permitan ofrecer transparencia, eficiencia y honestidad al mercado. Para la segunda parte, se empleó un nuevo modelo, que involucró variables de control, de concentración de la propiedad y de regulación. Los resultados de la estimación, permitieron evidenciar que el grupo de los 4 accionistas mayoritarios ejercen una influencia positiva sobre el desempeño de las entidades listadas en bolsa, el cual valida el efecto positivo de la supervisión. Así mismo, la adopción de prácticas de gobierno corporativo en las entidades listadas en bolsa se relaciona positivamente con el nivel de desempeño de las mismas, la cual valida el efecto positivo que agregan estas prácticas al desempeño de las entidades financieras tal y como lo afirma en su documento conceptual la superfinanciera (2006).

Este documento está dividido en 6 secciones. En la segunda sección se desarrollará el marco de referencia y se relacionarán los artículos más relevantes sobre propiedad y desempeño, en la tercera se presentarán las hipótesis y los objetivos del trabajo, en la cuarta y quinta un breve resumen del sistema financiero colombiano, la selección de los datos, las variables, el signo esperado y en última sección los resultados y conclusiones.

## **2. MARCO REFERENCIAL**

### **2.1 Marco Conceptual<sup>1</sup>**

Entender la definición conceptual del término “gobierno corporativo”, (de ahora en adelante GC), requiere la comprensión de la divergencia que se presenta entre propiedad y control al interior de las grandes empresas. La separación entre estas dos instancias ya fue avistada, desde finales del siglo XVIII, por el mismo Adam Smith; sin embargo, los problemas que se derivan de esta separación, no llegaron a ser objeto de análisis hasta la publicación, en 1932, de los trabajos de Berle y Means y de Coase,(1937), los que, al ofrecer la denominada teoría de la agencia, centran su atención en las grandes empresas cuyo capital se encuentra fraccionado entre un gran número de accionistas (propietarios), esta propiedad de, relativamente, una pequeña proporción, no les permite tener control efectivo sobre las actuaciones del administrador de la empresa ya que, en la visión de estos autores, los administradores son percibidos como personas que, en aras de obtener prestigio y poder, buscan imponer a la empresa unas metas acorde con sus objetivos personales, en tanto, los accionistas se muestran interesados solamente en los beneficios cuantitativos.

Es esta situación la que nutre sustancialmente la literatura sobre el GC, la cual, pone énfasis en los problemas contractuales que plantea la relación entre accionistas dispersos y administrador; los primeros que proveen los recursos para facilitar la asignación eficiente de riesgos y los segundos como responsables de las decisiones sobre utilización de los mismos. Planteamiento que presenta Salas (2001) y que en 1997 antes señalaban Shleifer y Vishny, y, quienes enfatizan que los mecanismos usados para ejercer el control de la compañía están orientados hacia la minimización de las causas que generan los problemas contractuales.

De tal manera que, para estudiar las líneas de acción encaminadas a la solución del conflicto entre control y propiedad, se hace necesario, además de conocer el concepto de GC, identificar los agentes o grupos que tienen influencia sobre la organización, es decir, aquellos que integran la estructura de gobierno en las empresas, tema que constituye el objeto de estudio que se aborda enseguida.

---

<sup>1</sup> Esta sección y la del marco teórico posterior están basadas en la tesis de doctorado de María Gracia García Soto, disponible en <http://www.eumed.net/tesis/mggs/index.htm>.

### **2.1.1 Concepto de Gobierno Corporativo**

El GC como tema de estudio sobre la gran empresa societaria, según lo señala Salas (2001), ha despertado el interés académico y generado un gran debate social durante los últimos años, en la mayoría de los países industrializados. Para la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) el término GC se refiere al sistema mediante el cual los negocios son dirigidos y controlados, para ello especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos actores en la corporación a saber, el consejo, dirección, accionistas y otros grupos de poder entre los que se definen reglas y procedimientos para la toma de decisiones en los aspectos que afectan la marcha de la corporación; además, proporcionan la estructura a través de la cual los objetivos de la compañía son establecidos así como los medios para su consecución y el control de la rentabilidad.

La existencia de gran número de trabajos publicados durante los últimos años, hace dispendioso intentar una reseña exhaustiva a propósito del concepto de GC, razón por la cual se presenta en el **Anexo I** un cuadro que destaca la evolución cronológica del mismo.

En sentido amplio y para efectos de este trabajo, se entenderá el GC de la manera como lo define la Superintendencia Financiera de Colombia en su Documento conceptual (2006) *“El GC es el sistema (conjunto de normas y órganos internos) mediante el cual se dirige y controla la gestión de una persona jurídica, bien sea de manera individual o dentro de un grupo económico. El GC provee un marco que define derechos y responsabilidades, dentro del cual interactúan los órganos de gobierno de una entidad entre los cuales se encuentra el máximo órgano de dirección, la junta o consejo directivo y demás administradores, el revisor fiscal, y demás órganos de control”*.

Las definiciones encontradas por los diferentes autores coinciden en la importancia que suponen los mecanismos de control, tanto externos como internos, los primeros impuestos por el mercado, los otros, diseñados por la misma empresa, ambos orientados con el fin de que éstas hagan buen uso de los recursos de capital y reinviertan en la maximización de su valor, así como en la ganancia de propietarios y agentes involucrados en la corporación, en una dinámica que propende por la conciliación de ambos intereses, algo ya de por sí complicado y que lleva a la exposición de aquellos escenarios en los que con mayor

frecuencia se presentan situaciones conflictivas, tal como lo percibe un estudio que sobre el tema realizó la Superintendencia Financiera de Colombia (2006).

a. Relación entre los accionistas y los administradores: Este es el problema clásico de agencia, en mercados donde el capital de las sociedades se encuentra altamente disperso. En estas entidades, los administradores asumen un control considerable debido a que los dueños de capital difícilmente pueden ejercer el control de la misma.

b. Relación entre los accionistas mayoritarios y minoritarios: Aquí se presenta tensión entre los accionistas mayoritarios como determinantes de la voluntad del máximo órgano social y los intereses de los accionistas minoritarios como proveedores de capital. En la literatura sobre el tema se suele señalar al accionista mayoritario como mandatario del minoritario por cuanto este último deposita su confianza en el primero al efectuar su correspondiente aporte de capital.

c. Relación entre la corporación y los grupos de interés: Se refiere a la tensión que se genera entre los intereses de la entidad como agente económico y sus empleados, acreedores, clientes y entes de control. En este nivel de análisis se encuentran todas las reglas que buscan proteger a quienes aún siendo terceros respecto de la entidad (stakeholders) han depositado su confianza en ella.

Para mayor comprensión, vale la pena reseñar los elementos que integran el GC y que son necesarios para el análisis del mismo, según plantea la misma fuente colombiana de supervisión financiera, son éstos:

- a. Grupos de interés
- b. **Estructura de propiedad**
- c. Máximo órgano social y derechos de los accionistas
- d. Junta o Consejo Directivo
- e. Administradores
- f. Órganos de control
- g. Control de la gestión de los órganos de gobierno corporativo
- h. Revelación de la información
- i. Autorregulación de gobierno corporativo

Según la Superfinanciera (2006) el examen de este conjunto de elementos debe permitir una visión comprensiva sobre la situación de GC de cualquier entidad. Adicionalmente, es recomendable tener en cuenta, como décimo elemento, los indicadores de riesgo que ofrecen una visión del contexto en el que se desenvuelve la empresa ya que de hecho son las relaciones entre GC, desarrollo financiero y crecimiento económico las determinantes de lo que se considera un buen GC; así, el buen gobierno corporativo se asocia en gran medida a la protección que tienen los proveedores de fondos de las empresas donde invierten, y se considera uno de los elementos importantes del desarrollo financiero; en tanto, la relación entre el desarrollo del mercado financiero y el crecimiento económico es, en la visión de autores como King y Levine (1993), Levine y Zervos (1998) y, Rajan y Zingales (1998), es bastante estrecha y directa.

## **2.2 Marco Histórico (antecedentes)**

Tal y como se señaló anteriormente, el GC surge de la necesidad de conciliar los divergentes intereses existentes entre los detentadores de la propiedad de una empresa y quienes la administran, conflicto que se hace más evidente en aquellas organizaciones que poseen una propiedad distribuida en forma dispersa y bastante fragmentada, una característica propia de la gran empresa, que explica el surgimiento del GC en los países altamente desarrollados en donde, históricamente, la existencia de este tipo de empresas es más común. De manera que el desarrollo del GC guarda relación directa con el contexto económico, jurídico e institucional que corresponde a la realidad de cada país y, en esa medida, explica la pauta evolutiva que éste ha trazado y que lleva a la caracterización de tres “modelos” diferenciados de GC, a saber: modelo angloamericano, modelo germano o alemán y modelo japonés, como los más destacados. Para una mejor comprensión de estos modelos ver **Anexo II**.

Colombia a diferencia de los que sucede en los países desarrollados es un país caracterizado por la alta concentración de la propiedad, una situación que se hace evidente en la estructura accionaria de sus empresas más grandes que, por lo general, se encuentran articuladas a alguno de los grupos económicos existentes en el país Gutiérrez, Pombo y Taborda (2007). Como se dijo, el GC implica una aproximación al entorno económico y a

la estructura empresarial desde una visión integral del mercado nacional, lo que significa la percepción de un país que se debate entre el crecimiento que estimula la confianza en las instituciones pero, de otro lado, un panorama social caracterizado por altas tasas de desempleo, subempleo e informalidad, que nutren una preocupante situación que hoy coloca a más del 50% de la población bajo la línea de pobreza; además, la inestabilidad jurídica y los problemas de seguridad están a la orden del día. En estas condiciones hablar de GC en Colombia no pareciera ser importante; sin embargo, las exigencias de la economía globalizada demandan la consolidación de aquellas condiciones de manera que se incentive a nuevos proveedores de fondos que sean confiables y que garanticen la sostenibilidad de las organizaciones empresariales en el largo plazo, intención en la que se inscriben los objetivos de este trabajo.

### **2.3 Marco Teórico**

Uno de los primeros trabajos que abordó la divergencia de intereses entre los accionistas (propietarios) y quienes orientan la dinámica administrativa y, por tanto, ejercen el control sobre la empresa fue el trabajo de Berle y Means (1932); el estudio se realizó para las grandes corporaciones de Estados Unidos que se caracterizan por la amplia dispersión y fraccionamiento de la propiedad accionaria, lo que dificulta la supervisión efectiva de los dueños del capital sobre las actuaciones de quienes la administran; es de esta manera, que los autores concluyen que los intereses de los accionistas y los administradores del capital divergen ampliamente, de esta forma, mientras los accionistas se muestran interesados de manera preponderante, en la rentabilidad de sus inversiones, en tanto, los directivos persiguen objetivos de beneficio personal tales como prestigio y poder.

Muchos estudios siguieron del trabajo de Berle y Means (1932), pero fue el trabajo de La Porta y otros (1998), que a través de análisis estadístico y una fuerte muestra de información de empresas de diferentes países, mostraron que el conflicto de intereses entre los accionistas y los administradores del capital, estaba condicionados a factores exógenos y muy propios de países como Estados Unidos e Inglaterra; tales como, el origen del sistema legal (Common law o Civil law<sup>2</sup>) y los niveles de ingreso per-capita. Estos autores

---

<sup>2</sup> La Porta y otros (1999), Estos autores se centraron en empresas grandes de 27 países de todo mundo, con información relevante para el estudio como fue: aspectos sobre el sistema legal de cada uno de los países, la estructura de propiedad entre otros. Los autores separaron la muestra en países en vía de desarrollo e

concluyen que la característica de una empresa con capital disperso y fraccionado que presentan Berle y Means (1932), sólo es posible, en economías con altos ingresos per-capita, con sistemas legales common law los cuales garantizan altos niveles de protección a los accionistas, características propias, únicamente en países como Estados Unidos e Inglaterra.

De esta forma, y, dado que la estructura de propiedad en el mundo se encuentra altamente concentrada, y que por lo tanto, el conflicto de intereses entre accionistas, y administradores desaparece como consecuencia del control efectivo que ejercen los dueños del capital sobre los administradores de la empresa, los investigadores han centrado su actuación en estudiar el problema de agencia entre los accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios, divergencia que se evidencia en empresas con capital concentrado y en países en desarrollo principalmente.

Antes de abordar ésta divergencia, es necesario precisar que la concentración de la propiedad tiene dos efectos; uno positivo y otro negativo, por un lado, los accionistas mayoritarios tienen mayores incentivos a ejercer una supervisión exitosa, eliminando de esta manera los intereses perversos que puedan tener los administradores del capital y mejorando la valoración y desempeño de la empresa debido a la alineación de intereses entre los accionistas y los objetivos corporativos.

Por otro lado, sin embargo, los accionistas mayoritarios también pueden comportarse dado su poder accionario de manera perversa, buscando desviar posibles oportunidades de negocios a sociedades relacionadas con los propietarios mayoritarios (Autocontrato), o expropiar a los pequeños accionistas transfiriendo recursos de las firmas para su propio beneficio.

De esta manera, y según lo señalado anteriormente, se puede concluir que el problema de agencia relacionada con la estructura de propiedad radica principalmente en la separación

---

industrializados; los resultados arrojaron que la concentración de la propiedad o la dispersión de la misma, estaba condicionado al grado de protección a los inversionistas, el cual a su vez, ésta relacionado positivamente con el origen legal de los países, en este sentido, los países con origen legal Common Law (países industrializados) presentan condiciones de orden normativa que permiten a los accionistas mayores niveles de protección, lo cual puede explicar que en estos países se presenten estructuras de propiedad dispersas y fraccionadas; a diferencia, en los países de origen legal es Civil law (países en vía de desarrollo), la normatividad no desarrolla de manera importante mecanismos de protección a los inversionistas, lo cual explica el alto grado de concentración de la propiedad, y generalmente controlada por familias o por el Estado. Esta última condición, consecuente con la estructura de propiedad en Colombia, la cual presenta altos niveles de concentración y donde su origen legal hereda la tradición francesa.

del control y propiedad, división que dificulta a los accionistas minoritarios efectuar un control efectivo sobre las actuaciones de los socios mayoritarios, en este sentido, la imposibilidad de resolver este problema mediante contratos completos, da lugar a la discrecionalidad de los accionistas mayoritarios. Gedajlovic y Shapiro (1988), identifican dos situaciones en que la dualidad propiedad – control genera costos de agencia:

a) Aquella en que los directivos se comprometen con actividades a corto plazo que implican elevado costo y que han sido concebidas con el fin de obtener beneficios extra, diferentes de los salariales y que acarrearán incremento de costos y,

b) Aquella en que los directivos buscan satisfacer sus necesidades personales de poder, prestigio y status, mediante decisiones de largo plazo que aumentan el tamaño de la empresa pero que no se manifiestan en resultados de beneficio corporativo.

Precisamente, en esta dualidad radica el origen de la ineficiencia la que constituye la piedra angular de la teoría de la agencia en la que el GC busca alinear los intereses de las partes y asegurar que la empresa sea dirigida en beneficio de los todos los inversionistas.

De cualquier manera, las diferentes corrientes de las teorías de la agencia guardan la unidad común de análisis que es el contrato entre el principal y el agente, que personifica la separación entre propiedad y control, y su principal objetivo que es el de evitar potenciales comportamientos oportunistas de los gestores o directivos que tienden a reducir el valor de la corporación. La literatura existente sobre GC ha puesto énfasis en los problemas contractuales que plantean la relación entre accionistas que intervienen en la actividad colectiva para facilitar la eficiente asignación de riesgos y, los directivos que se responsabilizan de las decisiones sobre el uso de los recursos disponibles, observando los mecanismos que poseen los inversionistas para ejercer un efectivo control sobre la empresa de forma que los problemas sean minimizados.

Esta divergencia de intereses, no es ajena al sistema financiero, por lo cual, y dado su importancia, para el normal funcionamiento en las economías los investigadores, han centrado atención en la forma en la cual los problemas de agencia se solucionan con la

adopción de los GC, principalmente porque permite integrar controles tanto exógenos como endógenos<sup>3</sup>, y de esta manera alinear los intereses del agente y principal.

En este documento, inicialmente se analizará un elemento de GC como es la estructura de propiedad, debido a que es uno de los factores categóricos en el sistema de gobierno de una entidad, pues define el poder de decisión dentro de la misma.

En la literatura internacional los trabajos se han orientado a evaluar las características de la propiedad (origen estatal, privado o extranjero), donde se presentan diferencias importantes en los niveles de desempeño. El artículo de Micco, Panizza y Yanez (2007), clasifica un total de 119 entidades bancarias de todo el mundo, dependiendo si corresponden a un país industrializado o un país en vía de desarrollo; los resultados son significativos para los países en vía de desarrollo y poco relevantes para los países industrializados. Los resultados permitieron evidenciar que en los países en vía de desarrollo los niveles de desempeño en los bancos de origen extranjeros que prestan sus servicios en estos países, son mayores que los bancos de origen nacional privado y estatal. Y que los bancos de origen estatal resultan ser más ineficientes en términos de costos que su contra parte privada y extranjera.

Estos autores evaluaron si las diferencias significativas en los países en vía de desarrollo, especialmente de los bancos de origen estatal estaban relacionadas a procesos políticos; para esto estudiaron si los bajos resultados de los bancos públicos se acentúan durante los periodos electorales, los resultados operacionales de las entidades de origen estatal son aun menores en los años electorales. Los autores concluyen que el mandato de fomento coexiste de cierta medida con crédito político.

Otro trabajo que evidencia los bajos niveles de desempeño que presentan los bancos de origen estatal, en los países en vía de desarrollo es el de La Porta, López de Silanes, y Shleifer (2002), este trabajo, clasificó los bancos de origen estatal de 92 países en todo el mundo; los resultados estadísticos permitieron concluir que los bancos de origen estatal

---

<sup>3</sup> Lefort, (2003), señala que hay aspectos tanto exógenos como endógenos de la empresa que conforman el Gobierno Corporativo. Entre los elementos endógenos de la empresa se encuentra el sistema de toda de decisiones, la estructura de capital, los mecanismos de compensación a los ejecutivos y los sistemas de monitoreo, y los aspectos exógenos hacen regencia aquellos elementos que no son de control de la empresa como son el sistema legal, el mercado por el control corporativo, mercado por los servicios gerenciales y el grado de competencia en los mercados de bienes e insumos que enfrenta la empresa.

predominan en todo el mundo, pero son más frecuentes en países con bajos niveles de ingreso per-capita, sistemas financieros subdesarrollados, poca intervención gubernamental y con bajos niveles de protección a los derechos de propiedad, características propias de los países en vía de desarrollo. Finalmente estos autores buscaron evaluar la relación entre el desarrollo del sistema financiero y los bancos de origen estatal, los resultados no presentaron relación significativa y tampoco de éstos bancos y el crecimiento del ingreso per-capita en los países.

Uno de los estudios que se acerca al objetivo de este trabajo es el de Bikram (2003), artículo que se centra en un país emergente como India y analiza el efecto de la estructura de propiedad sobre el desempeño, el trabajo clasifica la estructura de propiedad en bancos de origen estatal, de origen privado y un nuevo grupo de bancos de origen privado (fusiones), los resultados estadísticos muestran que no existe ninguna relación significativa entre la estructura de propiedad y variable de desempeño (ROA), sin embargo, el trabajo emplea otras variables de desempeño como el margen neto de interés y los costos operacionales, con relación a estas dos variables, si se presentaron evidencias que permiten establecer que los bancos de origen estatal presentan mayores costos operacionales y mayores niveles de margen neto de intereses, que su contraparte privada.

Altunbas, Evans L y Molyneux P (2001) estudian el sistema bancario alemán y los diferentes problemas de agencias asociados a la estructura de propiedad de las entidades bancarias, el trabajo diferencia tres tipos de propiedad: pública, privada y los “mutual” (cooperativos), los autores estudiaron el costo y el beneficio de las diferentes estructuras de propiedad, usando varios modelos de evaluación de costos y eficiencia, así como el impacto del progreso tecnológico de los bancos privados, bancos de ahorro y los bancos cooperativos. Los resultados presentados indican que los bancos de propiedad *privada* son los más *eficientes* que los bancos de origen estatal y extranjero y que todas las entidades financieras en Alemania presentan economías a escala; así mismo, se evidenció que el progreso tecnológico reduce los costos del sistema bancario alemán. Y por último no se presentaron evidencias sobre los problemas de agencia para los bancos que no son privados.

Crespí, Garcia-Cestona y Salas (2004) realizaron un estudio diferenciando los bancos comerciales y bancos de ahorro en España. Estos tipos de intermediarios financieros

presentan estructuras de propiedad diferentes, mientras los bancos comerciales presentan una concentración de la propiedad donde los controladores finales en su mayoría corresponden a grupos económicamente grandes o a grupos familiares, los bancos de ahorro presentan una estructura de propiedad menos concentrada, estos autores evaluaron la relación entre las prácticas de GC y el desempeño de los bancos tanto comerciales como bancos de ahorro.

En los bancos comerciales las prácticas de Gobierno corporativo han permitido mejorar el desempeño y la valoración de la empresa, el efecto de la concentración de la propiedad evita el problema de agencia, principalmente porque estos grandes accionistas ejercen un efectivo control de supervisión al CEO.

Berger A, George R, Cull R, Kapler L y Udell F (2005) realizan un estudio analizando los aspectos dinámicos y estáticos para bancos de Argentina de origen foráneo y nacionales, y su relación con el desempeño, en el mismo modelo incluyen variables de gobernabilidad de esas entidades.

Esta nueva metodología permitió identificar y corroborar los resultados obtenidos en otros estudios para países en vía de desarrollo, donde los bancos de propiedad estatal, presentan menores niveles de desempeño que los bancos privados nacionales o bancos de origen foráneo, y corroborar lo que otros estudios han demostrado y es que los bancos de origen extranjero presentan mejores niveles de desempeño y eficiencia que sus contraparte privada y estatal.

Cook, Hogan y Kieschnick (2003) estudian los thrifts (Bancos de ahorro), un sector regulado donde la acción eficiente del monitoreo permite eliminar el conflicto de intereses entre el principal y el agente; esta actividad la realiza una oficina de control del sector, que tiene suficiente poder para disciplinar a los administradores de las entidades financieras, mediante la restricción a la hora de componer la junta directiva, la cual evita que los actores que participan del órgano administrativo de la sociedad se comporten de manera perversa mejorando su posición individual. Otro mecanismo de control que ejerce la oficina de control tiene que ver con los contratos diseñados para el administrador el cual está sujeto al desempeño de la empresa.

Las prácticas de GC se convierten en instrumento importante para garantizar el buen funcionamiento del sistema financiero disminuyendo la probabilidad de ocurrencia de una crisis financiera la cual, no solamente afecta a los inversionistas de las entidades, sino, el ciclo económico de los países, tal y como lo presenta Simpson y Gleason (1998) en su trabajo.

Estos autores evaluaron algunos elementos corporativos como la estructura de propiedad y junta directiva, sobre el desempeño, el trabajo se realizó para 300 entidades financieras en países en vía de desarrollo que presentan estructuras de propiedad concentrada. Los resultados permitieron concluir que la normatividad sobre junta directiva en los diferentes países se relaciona directamente con el desempeño de las entidades, así mismo, que la concentración de la propiedad genera un efecto positivo sobre el desempeño de las entidades financieras, y finalmente que la implementación de prácticas corporativas en las entidades financieras contribuye a mantener su estabilidad disminuyendo la probabilidad de una crisis financiera.

Los trabajos a nivel internacional, que estudian la estructura de propiedad como un elemento de gobierno corporativo, señalados en este trabajo, presentan una característica en común como es: el análisis entre los países en vía de desarrollo e industrializados y altos niveles de concentración de la propiedad.

Los resultados evidencian que la relación entre la concentración del capital y el desempeño de las entidades financieras no arroja ningún resultado robusto cuando se evalúan los países industrializados. Esta relación es contraria a los resultados encontrados en los países en vía de desarrollo.

Los resultados permiten evidenciar que las entidades financieras de origen estatal presentan menores niveles de desempeño que su contraparte privada y que las entidades de origen extranjero presentan mejores niveles de utilidad que los bancos de origen nacional, y que la adopción de prácticas corporativas evidentemente, generan un efecto positivo en el mercado, tanto para los accionistas como para los agentes que hacen parte de la sociedad, lo que se puede ver redundado en garantizar estabilidad en los intermediarios financieros y de esta manera garantizar un sistema financiero estable y con un alto grado de confianza.

En Colombia, la Superintendencia aporta de manera significativa desarrollos al gobierno corporativo, que no solamente contribuyen a mejorar los niveles de desempeño de las entidades del sistema financiero y del sector real, sino, que se convierte en un instrumento que permite disminuir los riesgos relacionados con la administración de la sociedad; reduciendo de esta forma las probabilidades de una crisis financiera y las consecuencias perversa al resto de la economía; entre los aportes más significativos de esta fuente colombiana de supervisión financiera, es la resolución 275 de 2001, que inicialmente se dirige a incentivar el GC en el mercado de valores y obliga a adoptar código de buen gobierno corporativo a emisores que deseen inversiones provenientes de fondos de pensiones, esta resolución se regula de manera específica aspectos de gobierno, conducta e información; con el fin de garantizar a los fondos de pensiones normas mínimas para su estabilidad en el largo plazo.

La resolución en mención busca brindar protección a los recursos provenientes de la seguridad social, mejorando la eficiencia en su inversión y salvaguardando los derechos de los accionistas y demás actores involucrados. Esta resolución es un mecanismo de autorregulación para las empresas, la cual está dirigida primordialmente a dar transparencia, mediante estándares de actuar para los administradores, reconocimiento de sus accionistas y cambio del manejo de las relaciones con terceros, la adopción de estos mecanismos regulatorios busca generar ventajas competitivas para todas aquellas empresas que consoliden, a través de este mecanismo, una posición transparente y confiabilidad en el mercado. Superfinanciera (2006).

Los estudios en Colombia sobre el efecto de adoptar prácticas corporativas en el desempeño de las entidades se desarrollan de manera tímida, y particularmente para el sector real. Entre los estudios se encuentra, el artículo de Gutiérrez, Pombo y Tabora (2008), que evalúan la separación entre propiedad y control para un total de 140 empresas Colombianas que negocian acciones en bolsa entre el periodo 1996-2002. El estudio muestra que los derechos de votación son mayores que los derechos de cash-flow por la presencia de propiedad indirecta, así mismo se evidencia que la propiedad está altamente concentrada entre los cuatro accionistas mayoritarios y que la concentración de capital se incrementa en entidades que no están afiliadas a los grandes grupos económicos del país, a

diferencia de lo que sucede con las entidades que están afiliadas a estos grupos donde los últimos propietarios o controladores en su mayoría son familias.

Gutiérrez y Pombo (2007) evaluaron las diferentes medidas de propiedad y control que afectan el desempeño de las empresas, y utilizaron la (Q-Tobin) como medida de desempeño, el trabajo se realizó para 108 empresas del sector real. Los resultados encontrados guardan relación con otros estudios internacionales cuando se evalúa la relación entre propiedad y desempeño para países con características similares; los accionistas mayoritarios ejercen una presión positiva sobre el desempeño de las empresas en la valoración en libros (Q-Tobin), también encontraron que cuando la propiedad y el control se separan se presenta un efecto negativo sobre el valor de la empresa. En el estudio se logró construir un índice sobre las prácticas de gobernabilidad con base en una encuesta realizada a empresas del sector real, los resultados no encontraron una relación significativa entre estas prácticas de Gobierno significativo y el valor en libros de la empresa. Lo cual concluyen las malas prácticas de GC de las entidades inscritas en bolsa.

Langebaek y Ortiz (2007), evaluaron el impacto que ha tenido las buenas prácticas de GC sobre el valor en libros (Q de Tobin). El estudio se realizó para las entidades que negocian acciones ordinarias en la bolsa; para esto construyeron un índice de GC, índice que se construyó mediante información pública (Ley 964 entre otras), el indicador permite analizar cuatro puntos que consideraron críticos en el GC como son trato equitativo entre los accionistas, funcionamiento y organización de las asambleas, administración y juntas directivas y la revelación de información financiera y no financiera. Los resultados no fueron significativos cuando se evaluó la relación entre el índice de gobernabilidad y el valor en libros de las empresas –Q de Tobin.

En Colombia se vienen desarrollando también trabajos sobre la eficiencia en el sistema financiero entre los que se encuentran:

Estrada (2005), que evaluó el efecto de las fusiones en el sistema financieros y los efectos sobre la eficiencia del sistema y los precios. Los resultados permitieron concluir que los bancos que presentaron procesos de fusión pueden presentar mejoras en el índice de eficiencia de los beneficios. Pero no puede afirmar que después de las fusiones se presentó

un comportamiento de monopolio o de oligopolio por parte de los intermediarios financieros.

Estrada y Osorio (2004), evaluaron los determinantes de la eficiencia en costos y beneficios del sistema financiero durante 1989-2003, a través de la frontera estocástica. Los resultados encontrados permiten concluir que la eficiencia en costos reduce en ese periodo, mientras que la eficiencia en beneficios se mantiene en este mismo periodo.

Los resultados estadísticos arrojaron diferencias importantes cuando se analizaron las medidas de eficiencia entre costos y beneficios entre los diferentes intermediarios, lo que puede favorecer la idea que puede existir poder de mercado para los intermediarios del sector financiero

Para efectos de este trabajo, me centraré únicamente en las empresas del Sistema financiero colombiano (Bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial), inicialmente en un elemento de gobierno corporativo, como es, la estructura de propiedad y posteriormente en la relación entre la adopción de las prácticas corporativas y el desempeño.

### **3.OBJETIVOS**

#### **3.1 General.**

Evaluar la relación existente entre algunos elementos de gobernabilidad y el desempeño de empresas del sistema financiero.

#### **3.2 Específicos.**

1. Evaluar la relación entre las entidades de origen extranjero que prestan los servicios en el mercado Colombia y desempeño de las mismas
2. Realizar un modelo econométrico que relacione las variables de GC, regulación y gobernabilidad, y como estas se relacionan con el desempeño
3. Evaluar la relación existente entre la adopción de prácticas de GC y el desempeño

### **3.3 Hipótesis de trabajo:**

H1: La propiedad directa de un grupo accionista mayoritario está asociado positivamente con de desempeño de las entidades del sistema financiero.

H2: Las entidades financieras que adoptaron prácticas de GC tienen mejores niveles de desempeño.

Una de las principales contribuciones de este trabajo consiste en llenar un vacío existente en el país, estudiando las prácticas de GC, en especial la estructura de propiedad directa y la adopción de prácticas corporativas, y como éstas se relacionan con el desempeño de las entidades financieras (corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y bancos) para el período de 1999-2006.

El siguiente capítulo, explicará de manera precisa, los principales cambios en Sistema Financiero Colombiano durante la década de los 90`s.

## **4. SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO**

En el marco de profundas reformas estructurales que darían paso a un modelo económico de libre mercado al despuntar la década de los 90`s el sistema financiero colombiano, ha presentado cambios importantes en materia regulatorias especialmente en lo relacionado con el nivel monetario y crediticio; de esta manera, la apertura comercial y la apertura financiera, buscaban también transformar la banca, convirtiéndola en un sistema moderno y flexible. En efecto, las diferentes normas en materia de regulación lograron entidades más homogéneas y competitivas, aumentando la oferta de servicios financieros y logrando economías de alcance.

Una de las principales normas que permitieron la liberalización financiera fue la Ley 45 de 1990, la cual, admite que las entidades financieras trabajen bajo el esquema de filiales, manteniendo una “casa matriz”, así mismo, permitió la entrada y salida de las entidades financieras del mercado.

Por otro lado, la ley 35 de 1993, permitió que las entidades financieras aumentaran las operaciones que podían hacer los diferentes intermediarios, así como la creación de las entidades especializadas en leasing. A través de esta ley los intermediarios financieros

como las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV's) y las compañías de financiamiento comercial (CFC) y las corporaciones financieras aumentaran sus operaciones, eliminando el monopolio de ahorro que tenían las CAV's desde 1972. Arango (2006).

La ley 510 de 1999, fortaleció en el país los temas relacionados con la regulación y con la supervisión, y dispuso de reglas claras para la entrada y salida de entidades del sistema financiero, garantizando que las entidades financieras mantuvieran altos niveles de solvencia y buenos niveles de riesgo. En ese mismo año, la ley 546, eliminó las CAV's y las obligó a convertirse en bancos comerciales.

En el año 2000 se expidieron normas sobre la administración de riesgos de mercados, mientras que en 2003 la ley 795, permitió orientar diversos aspectos para fortalecer el esquema institucional del sistema Financiero; como son: los capitales mínimos, la defensa del consumidor, transparencia de la información, entre otras. Arango (2006).

Como se mencionó anteriormente, la década de los 90's para el sistema financiero colombiano resultó agitado, en el sentido, que inicia una liberación financiera a principios de la década, la crisis a fin de la misma y un último periodo de consolidación.

El sistema financiero colombiano en los últimos años ha experimentado periodos de crisis (1998-2002) y de recuperación financiera (2003-2006); así como, un número importantes de fusiones generando de esta manera sinergias a través de los mercados financieros diversificados, ofreciendo diferentes servicios, situación diferente a lo que sucedía en la década de los 70's y principios de los 80's, donde las entidades financieras se enmarcaban en los diferentes sectores del país como son cafetero, comercial, ganadero entre otros (ANIF 2006).

Uno de los principales efectos ocasionados en este ciclo fue la disminución significativa de las entidades financieras en el país, en el periodo de estudio (1999-2006), las entidades del sistema financiero<sup>4</sup> pasaron de 58 en 1998 a 35 en el 2006, como se aprecia en la **tabla 1**

---

<sup>4</sup> En el trabajo sólo se tuvo los bancos, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial.

**Tabla 1**

<b>INTERMEDIARIOS FINANCIEROS</b>				
<b>Años</b>	<b>Bancos</b>	<b>CF</b>	<b>CFC</b>	<b>Total</b>
1999	26	9	18	53
2000	30	6	18	54
2001	28	7	17	52
2002	28	4	16	48
2003	28	4	15	47
2004	28	4	15	47
2005	21	2	15	38
2006	17	3	15	35

CF: Corporaciones Financieras

CFC: Compañías de Financiamiento Comercial

Fuente: Superfinanciera

Esta disminución significativa de las entidades financiera tienen su origen en la reestructuración de varias entidades públicas como fueron: la Caja Agraria (luego Banco Agrario), el banco del estado y el Banco Central Hipotecario (BCH), estos últimos por sus problemas de solvencia entre otros. Por otro lado, diferentes bancos de origen extranjero como banco Andino y banco Pacífico, los dos de origen Ecuatoriano que desaparecieron por los problemas de liquidez y solvencia. En los bancos privados nacionales Granahorrar y banco Selfin que fueron intervenidos por problemas de liquidez. De igual manera los bancos cooperativos Uconal y Bancoop que fueron liquidados por sus problemas de solvencia y liquidez. Y esto sumado a los bancos de origen extranjero que se retiraron como el caso de Bank of America, por problemas de solvencia. Arango (2006).

Este fenómeno de reducción de bancos se agravó, cuando las CAV's, se fusionaron con los bancos comerciales; como el caso de Concasa que se fusionó con Banco Cafetero, Ahorramas, se fusionó con las Villas, Colpatria y Corpavi se fusionaron con el banco Colpatria.

Por otro lado, las Corporaciones Financieras (CF), fueron disminuyendo de manera dramática durante el periodo de estudio, la mayoría de entidades cerraron o se fusionaron.

Algo parecido sucedió con las Compañías de Financiamiento Comercial (CFC), donde varias fueron intervenidas por las autoridades de control del país, y muchas fueron fusionadas por sus casas matrices como los bancos. Arango (2006).

Las diferentes normas implementadas en la década convirtieron el sistema financiero en una banca especializada, en el cual existen varias instituciones financieras, tales como, bancos, administradores de fondos de pensiones, corporaciones financieras y sociedades fiduciarias, las cuales presentan diversos servicios financieros especializados dependiendo con su naturaleza

Esta diversificación de los servicios financieros y el crecimiento de los créditos, llevó a las entidades a aumentar sus sucursales de manera significativa, por un lado, las leyes 45 de 1990 y 35 de 1993 que permitieron la liberalización financiera, y por otro lado el incremento de la demanda impulsada por el boom crediticio, efecto propio de la apertura financiera, que permitió que entidades pequeñas en lugares específicos, entre las que sobresalían los bancos y las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. (Arango 2006.).

La llegada de la crisis a finales de la década mostró que el sistema financiero estaba sobredimensionado y condujo a una disminución traumática en el número de entidades, especialmente las CAV's que fueron las más afectadas y siendo esta más tarde absorbidas en su totalidad por los bancos comerciales; esta crisis inició por los flujos de capitales que entraron al país, de igual forma los altos niveles que vivió en país en términos de reevaluación de la moneda, un crecimiento en la demanda agregada y el boom crediticio del momento, luego llegó la suspensión de los flujos de capitales externos, de igual forma el incremento de las tasas de interés afectaron directamente a la economía llegando a niveles negativos de crecimiento del PIB. Esta crisis que vivió el país y las pobre estructura regulatoria de las CAV's y la poca solvencia que presentaban los intermediarios de la época coadyuvaron a la propagación de la crisis. Arango (2006).

Luego de esta crisis, el país, a través de diferentes mecanismos normativos, fortaleció el sistema financiero, entre las normas más importantes se encuentran: la ley 545 de 1998, que permitió regular el sistema cooperativo del país, en el siguiente año el país fortaleció su banca a través de la ley 510 y 546 que permitió regular el sistema hipotecario, es

importante resaltar que el Fogafin habilitó una línea de crédito para fortalecer patrimonialmente las entidades financieras. ANIF (2006).

Sin embargo, es importante reafirmar que la desregulación y la liberalización financiera, fueron factores claves en el desarrollo del sistema financiero, pero fueron estos aspectos los que conllevaron a la crisis, principalmente por no prever las normas necesarias que evitaran la exposición del riesgo a los que se vio enfrentado el país. Las entidades financieras que se mantuvieron en el mercado se fortalecieron logrando economías de escala y de alcance (multiproductos). ANIF (2006).

## **5. DATOS**

En esta parte del trabajo se describirán las especificaciones del modelo econométrico, la composición de la muestra, la construcción de las principales variables del modelo y los posibles resultados.

### **5.1 Modelo Econométrico**

El modelo econométrico sigue de cerca el trabajo de Micco, Panizza y Yañez (2007) quienes utilizaron un conjunto de variables de desempeño, gobernabilidad, eficiencia y un conjunto de variables de control, para efectos de este trabajo, se consideró también un conjunto de variables de regulación y la relación entre las entidades que adoptaron CG y su relación con el desempeño

El modelo econométrico se estimará por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y datos Panel, a partir del conjunto de datos disponibles. El modelo se estimará con efectos aleatorios, después de realizar el Test de Hausman (Ver Anexo III).

Para este trabajo se tiene en cuenta el problema de endogeneidad que se puede presentar cuando se evalúa la relación entre propiedad y desempeño, dado que este trabajo asume que la causalidad va de (CR4), a las variables de desempeño ROA y ROE, y que la relación es positiva: a mayor concentración de la propiedad, se elimina los problemas de agencia entre el administrador y los dueños del capital, mejorando el desempeño de las entidades, sin embargo, es posible que niveles importantes de rentabilidad condicionan la formación de los accionistas de los mismos, evitando fraccionar la propiedad, por lo cual, es necesario

emplear una variable instrumental en la estimación econométrica que resuelva el problema de endogeneidad.

$$Desempeño_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t} + \beta_2 \Phi_{i,t} + \beta_3 \Omega_{i,t} + \beta_4 \Psi_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

El modelo econométrico, inicialmente, tendrá en cuenta como variables dependientes, el desempeño de las entidades del Sistema financiero y entre las independientes, un grupo de variables entre las que se encuentran:

X: Variables de gobernabilidad

$\Phi$ : Variables de regulación

$\Omega$ : Variables de control

$\Psi$ : Variables de eficiencia

El modelo econométrico que se va a estimar presenta una categorización entre las variables a utilizar: por un lado las variables dependientes hacen referencia a un conjunto de variables de desempeño, y por el otro lado, las variables independientes hacen referencia a un conjunto de variables de eficiencia, propiedad, regulación y de control, las cuales se explican en el **Anexo IV**

## 5.2 Fuente de información

El trabajo se realizó únicamente con las entidades del sistema financiero colombiano, entre las que se encuentran los bancos, corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial, durante el periodo 1999-2006.

Así mismo, se consolidó información de diferentes fuentes oficiales, entre las que se encuentran la Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera) que brinda un servicio de supervisión a las diferentes entidades tanto del sector real como del sector financiero y que propende por un ambiente de seguridad, confianza, y protección a los intereses de los ahorradores, inversionistas y los clientes del sistema financiero; así mismo, se encarga de consolidar la información de las diferentes entidades buscando preservar la estabilidad y permanencia de las entidades y del mercado financiero.

La Superfinanciera presenta información detallada en los anexos financieros sobre la estructura de propiedad para todas las entidades del Sistema Financiero que son emisoras de valores, identificando el número de acciones ordinarias, acciones preferenciales, la nacionalidad de los accionistas y la participación de los mismos en el total de acciones de la entidad<sup>5</sup> entre otras.

Otra fuente relevante para consolidar la base de datos del trabajo es la Asociación Bancaria (Asobancaria) que, es el gremio representativo del sector financiero colombiano, esta agremiación está integrada por los bancos comerciales nacionales y extranjeros, públicos y privado, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial. De igual manera, esta entidad ha incentivado la cultura de manejo integral del riesgo en las entidades financieras y cuenta con una central de información (CIFIN), la cual se encarga de administrar y actualizar la información financiera de las entidades, convirtiéndose en un apoyo estratégico para el sector financiero, cooperativo y real en la ampliación, verificación y confrontación de los datos requeridos por los solicitantes de crédito. Esta agremiación presenta información de manera anual sobre el número de empleados, numero de oficinas para el periodo 1999-2006.

Es importante destacar que algunas entidades financieras, no presentaron información suficiente que permitiera construir las principales variables como son las de gobernabilidad y desempeño, entre las que se encuentran Banco del Pacífico, banco UCONAL, razón por la cual estas entidades no fueron tenidas en cuenta como fuente para el desarrollo de este trabajo.

---

<sup>5</sup> Para este trabajo solo se cuenta con información de propiedad directa puesto que no fue posible encontrar información de las segundas capas de propiedad y así poder elaborar los indicadores de control. Sin embargo dado que en Gutiérrez y otros (2008) encuentra que el grado de separación entre propiedad y control es bajo, los resultados generales, se espera, no se vean afectados.

### 5.3 Variables

Luego de presentar las principales fuentes que permitieron consolidar la información necesaria para el trabajo, se continuará con la definición y los signos esperados de cada una de las variables que van a ser empleadas.

#### Variables de desempeño

La información suministrada por las diferentes fuentes oficiales, descritas anteriormente, permitió construir dos (2) medidas de desempeño, entre las que se encuentran ROA y ROE (retorno sobre los activos y retorno sobre el capital respectivamente), las cuales han sido utilizadas en diferentes trabajos internacionales sobre propiedad y desempeño entre los que se encuentran: Micco, Panizza y Yáñez (2004), Bikram (2003), Berger y otros (2005), Micco, Panizza y Yáñez (2007), Himmelberg, Hubbard y Palia (1999), Y el artículo de Crespi, Cetona y Salas (2004).

Una variable de desempeño que ha sido ampliamente utilizada en este tipo de trabajos, es la Q-de Tobin, pero la información necesaria para la construcción de esta variable en las entidades del sistema financiero colombiano no resultó suficiente, razón por la cual no fue posible emplearla en este trabajo.

#### Variables de gobernabilidad

En este grupo de variables se destaca la *propiedad directa* la cual, se construyó como la sumatoria de los 5 principales accionistas de cada entidad (CR1, CR2, CR3, CR4 y CR5).

$$CR_r = \frac{\sum_{i=1}^r a_{ij}}{\sum_{i=1}^N a_{ij}} \quad r < N$$

El trabajo de Gutiérrez y Pombo (2008), evalúa la relación entre las variables de propiedad y las variables de control para las empresas del sector real, con el ánimo de evaluar la separación entre propiedad y control; en ese trabajo, la información de propiedad que se construyó sólo tiene en cuenta la primera capa de la propiedad, lo cual dificultó la

construcción de indicadores de control y evaluar la separación y control para el sistema financiero.

Otras variables utilizadas son dummies que permiten evaluar las diferencias entre estructuras de propiedad, tanto de las entidades de origen nacional (privada o estatal), como las entidades de origen extranjero. En este sentido, varios estudios han evaluado estas estructuras de propiedad, entre los que se encuentran, La porta y otros (1998) y Micco, Panizza y Yañez (2007), Bikram (2003) y Berger y otros (2005).

Es importante resaltar que la metodología empleada para la construcción de estas variables se sigue del trabajo de La Porta y otros (1999), el cual identifica de manera clara que cuando la propiedad excede en más del 50% la propiedad de origen estatal, se clasifica como una entidad estatal y privada en otro caso, lo mismo sucede cuando la propiedad de origen extranjero excede en más del 50% de las acciones, lo cual implica que las entidades financieras son de origen extranjero y nacionales en otro caso.

Así mismo, y con el ánimo de evaluar las fusiones que se presentaron en el periodo de estudio, se construyó una variable dummy, que recoge los efectos en el desempeño cuando las entidades financieras presentaron algún *tipo de fusión*.

### **Variables de eficiencia**

Algunos artículos como Micco, Panizza y Yañez (2007) han introducido en sus trabajos variables que buscan determinar la eficiencia entre las entidades bancarias. Para este trabajo se construyeron una serie de variables que permiten evaluar la relación en términos de eficiencia entre las diferentes entidades financieras. Como es la relación entre el empleo y los activos, el número de oficinas y los activos, las cuales fueron utilizadas en el trabajo de Micco, Panizza y Yañez (2007) y Bikram (2003) y buscan evaluar la *eficiencia* en las distintas entidades financieras.

Una última variable que también se sigue del trabajo de Micco, Panizza y Yañez (2007), son los *depósitos a la vista*, variable que se construyó como la sumatoria de los depósitos más líquidos de las entidades financieras (cuenta de ahorro + cuenta corriente) y se dividió

por el total de depósitos, esto con el ánimo de establecer que entidades financieras tienen mayores niveles de riesgo y deben por lo tanto provisionar más.

### **Variables de control y regulación**

Las variables de control utilizadas en el trabajo se siguen de los estudios de Micco, Panizza y Yañez (2007) y Berger y otros (2005), las cuales buscan controlar las *economías a escala* mediante el logaritmo natural de los activos; estos mismos autores, en su trabajo controlan el *poder de mercado* mediante la relación de los activos sobre el total de los activos del sistema financiero, variables que identifican el peso de los activos en el total del sistema financiero

Otra de las variables de control utilizadas en el trabajo se sigue del trabajo de Micco, Panizza y Yañez (2007), y busca determinar a través de los *ingresos diferentes a los intereses*, si las entidades financieras colombianas tienen una función de carácter comercial ó si por el contrario las entidades del sistema financiero colombiano se encaminan más hacia una banca de inversión.

Por último se calcularon los niveles de *cartera bruta* y *cartera vencida ponderada por los activos*, con el ánimo de identificar alguna relación entre las entidades que presentan altos niveles de cartera y vencida y cómo estas afectan el desempeño de las entidades financieras.

La actividad de regulación y control es ejercida, en Colombia por la Superfinanciera de Colombia, la cual tiene como una de sus funciones regular el *patrimonio técnico*, y de esta manera garantizar que las entidades financieras mantengan unos niveles de capital, que le permitan responder a los acreedores ante una situación de crisis.

Finalmente, una última variable empleada en el trabajo como de regulación, es la *solventia con riesgo de mercado*, la cual permite evaluar el riesgo real o potencial contra la estabilidad patrimonial de la entidad financiera.

## **Código Corporativo**

En Colombia a través de la resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores, se establecieron los requisitos para acreditar a las personas jurídicas tanto públicas como privadas para que los fondos de pensiones inviertan sus recursos en los valores que estas emitan. Estos requisitos han permitido estructurar el código de gobierno corporativo, el cual se ha convertido en una herramienta fundamental para que las sociedades se autor-regulen, mediante la adopción de instrumentos que permitan ofrecer transparencia, eficiencia y honestidad al mercado.

Las prácticas de Gobierno, han sido evaluadas en Colombia en el sector real; por ejemplo, Gutiérrez y Pombo (2007), construyeron un índice que permitía calificar la calidad del GC en el sector real y Langebaek y Ortiz (2007), evaluaron el estado de las prácticas de Gobierno Corporativo en las empresas que negocian acciones ordinarias en la BVC. Para este trabajo, la variable que recoge las *prácticas de gobierno corporativo*, es una variable dummy en el periodo 2002-2007, esta variable toma el valor de 1 si las empresas adoptaron el Código de Gobierno y 0 en otro caso.

## **5.4 Signo esperado**

### **Relación entre variables de desempeño y las variables de Gobernabilidad**

La variable CR4 (+) como se mencionó anteriormente relaciona a los 4 principales accionistas de cada una de las entidades financieras, y se espera que la relación con la variable de propiedad sea *positiva*, en el sentido, que el efecto supervisión domine el efecto extracción de rentas.

**Fusión (FUS)** Durante el periodo de estudio la estructura financiera colombiana presentó reducciones importantes en el número de entidades que prestaban el servicio financiero. Esta disminución obedeció principalmente a la crisis financiera de finales de la década de los 90, ocasionando liquidaciones y un número importante de fusiones.

Con el ánimo de capturar el efecto de las fusiones presentadas en el periodo de estudio se utilizó una variable Dummy, que toma el valor de cero (0), si la entidad no presenta

ninguna fusión, y toma el valor de uno (1), si la entidad que presenta fusión y continúan en los siguientes años.

En este sentido, el signo esperado en el ejercicio econométrico es *positivo*, principalmente, porque las fusiones presentadas en el periodo por las entidades financieras buscaban generar economías de escala y de alcance (multiproductos) y, de esta manera disminuir costos de producción, aumentar la concentración de mercado y generar mayores niveles de eficiencia. Tal y como se menciona en el artículo de ANIF (2006), donde se argumenta que las fusiones incrementan la rentabilidad de las entidades, especialmente cuando ese proceso involucra bancos de menor tamaño, usualmente asociados a bajos niveles de eficiencia.

Sin embargo, tal y como se cita en ese mismo documento, es posible que las fusiones no generen mejoras en los niveles de desempeño de las entidades fusionadas, principalmente, porque para garantizar el “éxito” de la fusión, es necesario garantizar dos hechos, por un lado, que exista un compromiso claro y concreto para reducir reducciones de costos y por otro lado, que la firma adquiriente sea más eficiente que la adquirida.

**(Nacional NAC (-))** La literatura señalada anteriormente evidencia que la relación entre las entidades de origen estatal y los niveles de desempeño es *negativa*, en el sentido que las entidades nacionales en los países en vía de desarrollo, se conciben como bancos de fomento a la industria nacional, que no buscan maximizar beneficios, a diferencia de los bancos privados.

**(Extranjera EXTR (+))** Las entidades financieras de origen extranjero, que operan en países en vía de desarrollo presentan *mejores* niveles de desempeño que las entidades de origen nacional (estatal o privada) como se evidencia en la literatura señalada anteriormente.

**(Código COD (+))** Si bien es cierto que las entidades financieras no fueron obligadas a adoptar el código de gobierno corporativo, es de esperar que las entidades listadas en la bolsa de valores que lo adoptaron a través de la resolución 275 presenten una relación *positiva* con los niveles de desempeño, principalmente porque la Superintendencia reconoce en este código, que las entidades presentan un conjunto de reglas y prácticas que

gobiernan la relación entre los accionistas, administradores y los demás grupos de intereses, generando niveles de confianza a los inversionistas y facilitando el acceso a recursos en el mercado de capitales.

### **Relación entre variables de desempeño y las variables de Control**

**(Logaritmo natural LNAC y LNACPA (+))** la relación debe ser positiva, en el sentido que las entidades fusionas presenta economías de escala y alcance según los señala ANIF (2006)

**(Poder de mercado H y H1 (+))** La relación es *positiva*, en el sentido que las entidades financieras que presenten mayores niveles de concentraciones de mercado respecto a los activos (poder de mercado), implica mayores recursos que pueden ser utilizados para intermediación financiera generando de esta manera economías de escala.

**(Ingresos diferentes a los intereses YNI)** Esta variable se introduce, para capturar el alcance de la diversificación de los intermediarios financieros dentro de la posibilidad de los servicios que puede prestar. La relación se espera *negativa*, esta variable tiende a ser mayor cuando los intermediarios financieros obtienen la mayor parte de sus ingresos de las comisiones lo cual implica que los intermediarios financieros se especializan más en banca de inversión (TES o títulos valores) lo cual genera menos recursos para prestar al público. Sin embargo, al ser captadores de recursos vía bonos y papeles financieros, los bancos colombianos listados en la bolsa pueden haber diversificado sus operaciones financieras. Ello podría dar un signo contrario.

**(Cartera vencida CV (-))** La relación es *negativa*, la cartera vencida indica los recursos prestados por cada intermediario financiero que se encuentra en mora de pago, lo cual implica que entre mayor sea la cartera vencida mayores recursos debe aprovisionar el banco, disminuyendo de esta manera los recursos al público.

**(Cartera bruta CB (-))** la relación es *negativa*, la cartera bruta indica el saldo de capital pendiente de todos los préstamos pendientes, incluido los vigentes y en mora. Lo que

implica que un aumento en la cartera bruta, reduce la calidad de cartera de la entidad, disminuyendo la capacidad de recuperar los recursos en el corto plazo y volver a prestarlos al público.

#### **Relación entre variables de desempeño y las variables de gobernabilidad**

**(Solvencia de riesgo de mercado SRM (+))** la relación es *positiva*. A medida que la solvencia con riesgo de mercado aumenta las entidades financieras están en capacidad de cubrir deudas y obligaciones de corto plazo, lo cual se advierte como una señal positiva a los agentes y de esta manera garantiza mayores depósitos en los intermediarios.

**(Patrimonio técnico PT (+))** la relación es *positiva*, en el sentido, que entre más alto el patrimonio técnico, mejor es el nivel de preservación de solvencia de cada una de las entidades.

#### **Relación entre variables de desempeño y las variables de eficiencia**

**(Depósitos a la vista DV (-))** La relación es *negativa*. Los depósitos a la vista son operaciones pasivas (que los depositantes pueden retirar en cualquier momento, ofreciendo disponibilidad inmediata), por lo tanto los intermediarios financieros deben aumentar sus recursos de provisión, disminuyendo la capacidad para prestar a terceros.

**(Índice de cartera IC (-))** la relación es *negativa*, el índice de cartera puede aumentar por dos razones: la primera por que la cartera bruta disminuye ó por que la cartera vencida aumenta, en el primer caso los intermediarios financieros disminuyen sus niveles de desempeño, en tanto están prestando menos, y en el segundo caso, en la medida que la cartera vencida aumenta implica que los créditos otorgados a los clientes no han sido pagados a la fecha de su vencimiento.

**(Empleo EM)** El aumento en el número de empleados por activo, puede generar dos posibles efectos, por un lado positivo en tanto, los intermediarios financieros pueden aumentar los servicios financieros, generando de esta manera mayores recursos disponibles para ser prestados al público, sin embargo, es posible que se genere un efecto negativo, en

tanto el aumento en el número de empleados en los intermediarios financieros se genere por aumento de cuotas burocráticas, especialmente en las entidades de origen estatal

**(Oficinas OF)** El aumento en el número de oficinas por activo, puede generar dos posibles efectos, por un lado, positivo dado que se interpreta una señal positiva a los usuarios, logrando de esta manera aumentar el número de clientes. Sin embargo, el efecto puede ser negativo, si el aumento en el número de oficinas no está acompañado de un aumento en el número de cliente de los intermediarios financieros,

**(Margen neto MN (+))** la relación es *positiva*, en la medida que el margen aumenta la diferencia entre la tasa de captación y colocación es mayor, mejorando los recursos por concepto de interés y de esta manera aumentando el desempeño.

**(Costos CTS (-))** la relación es *negativa*, en al medida que a mayores costos menores niveles de desempeño

**(Crisis CRISI (-))** la relación es *negativa*, es de esperar que las entidades financieras durante el periodo de crisis presentaron menores niveles de desempeño.

## **6. RESULTADOS ECONÓMETRICOS**

Para describir la relación entre las variables de gobernabilidad de los intermediarios financieros y el desempeño de los mismos, y evaluar si la adopción de las prácticas de GC en algunas entidades del sistema financiero permite mejorar los niveles de desempeño, es necesario iniciar con un modelo sencillo, en el cual se involucren variables para tal fin. Y posteriormente comprobar si los resultados son robustos a variaciones en las especificaciones econométricas.

Inicialmente se desarrollará un modelo en el cual se involucren variables de gobernabilidad para evaluar la relación con el desempeño de las entidades financieras, para lo cual se utilizará el siguiente modelo:

$$Desempeño_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR4_{i,t} + \beta_2 EXTR_{i,t} + \beta_3 ESTA_{i,t} + \beta_4 HI_{i,t} + \beta_5 YNI_{i,t} + \beta_6 CTS_{i,t} + \beta_7 MN_{i,t} + \beta_8 EM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Las variables dependientes utilizadas en este modelo son ROA y ROE, las cuales son medidas de desempeño que fueron descritas con mayor detalle en el primer capítulo, se emplearán para este trabajo, variables dummies de gobernabilidad como son: extranjero (EXTR) y estatal (ESTA), la primera de estas variables toma el valor de 1 si la entidad es de origen extranjero y 0 en otro caso, y la segunda variable, toma el valor de 1 si la propiedad es de origen estatal y 0 en otro caso.

A través de estas variables se busca evaluar la relación entre la propiedad de origen extranjero y la propiedad de origen estatal en el sistema financiero colombiano. Estas variables fueron utilizadas en los trabajos de Micco et al (2007), La Porta et al (2002), donde se encontró una relación positiva entre las entidades de origen extranjero que prestan sus servicios en países en vía de desarrollo y el desempeño, y una relación negativa entre la propiedad de origen estatal en estos mismos países, este resultado confirma lo encontrado en Micco, Panizza y Yañez (2007), donde se confirma que los bancos de origen estatal en los países en vía de desarrollo desempeñan un papel de fomento y la rentabilidad se debe al hecho de que, más que maximizar las ganancias, estas entidades, responden a un mandato social.

Otro estudio que también incorporó estas variables fue Bikram (2003), trabajo que se centró únicamente en los bancos de la India, y que también encontró que los bancos extranjeros presentan mayores niveles de desempeño que los bancos de origen nacional. Y finalmente el trabajo de Berger et al (2005), también incorpora estas variables en su trabajo para los bancos Argentinos, y los resultados también permiten concluir que los bancos estatales presentan menores niveles de desempeño de los bancos de origen privados y extranjeros que prestan los servicios en este país.

Por otra parte, y para continuar describiendo las variables de gobernabilidad que van a ser utilizadas, es necesario precisar que la propiedad de las entidades financieras colombianas se encuentra concentrada en manos de un accionista mayoritario o de varios accionistas significativos, quienes ejercen control sobre estas entidades, esta concentración de

propiedad, no necesariamente genera un efecto positivo en el desempeño de las entidades, sino que resulta en dos efectos ya explicados anteriormente.

En este modelo se incluyen variables de control, que han sido utilizadas en los trabajos de Micco et al (2007), La Porta et al (2004), Berger et al (2005) y Bikram (2003), como son: la participación de los activos de cada intermediario financiero sobre el total del subgrupo<sup>6</sup> (H1) y los ingresos financieros diferentes a intereses (YNI).

Finalmente se utilizaron las siguientes variables: los costos operativos (CTS), margen neto (MN)<sup>7</sup> y el empleo ponderado por los activos (EM), las cuales se caracterizaron como variables de eficiencia, y buscan identificar que tan eficientes son los intermediarios financieros para administrar una unidad de activo respecto a los costos, empleo y margen neto.

Las especificaciones del modelo son similares a las adoptadas por Micco, Panizza y Yañez (2007), en el sentido, que, se incorporaron variables de gobernabilidad control y eficiencia. Inicialmente se contempló adicionar variables que permitieran evaluar la regulación<sup>8</sup> en el sistema financiero colombiano, por lo tanto, se emplearon variables como el patrimonio técnico y la solvencia con riesgo de mercado para cada intermediario financiero.

Pero al incorporar estas variables los resultados y la significancia estadística de los parámetros individuales no resultó lo esperado, en tanto, el número de observaciones disminuyó considerablemente, debido a la poca frecuencia de estas medidas regulatorias para los primeros años de la muestra, en cada una de las entidades financieras. Por esta razón, no fue posible evaluar el impacto de estas medidas regulatorias en el desempeño de las entidades financieras.

Los resultados obtenidos luego de estimar el modelo (1), se presentan en la **tabla 2**. La información contenida en la tabla permiten identificar la metodología empleada en la

---

<sup>6</sup> Cada subgrupo corresponde al tipo de intermediario financiero empleado en este trabajo, como son los bancos, corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial.

<sup>7</sup> El margen neto se asumió como una proxy del margen de intermediación.

<sup>8</sup> No fue posible calcular el encaje bancario como una variable de regulación, debido a que la información disponible en la Superintendencia Financiera Colombiana sobre el encaje, estaba de manera bisemanal y los cálculos para este trabajo tienen una frecuencia anual.

estimación; en la columna 1 y 2 se presentan los resultados por MCO para las variables de desempeño ROA y ROE respectivamente y en la columna 5 y 6 se presentan los resultados estimados por datos panel efectos aleatorio<sup>9</sup> para las mismas variables de desempeño ROA y ROE, y las últimas columnas 7 y 8, muestran los resultados de datos panel con efectos aleatorios con errores robustos.

Inicialmente se puede evidenciar de manera general en la tabla 2, que los signos y la significancia estadística de las variables empleadas, se mantienen a través de las diferentes metodologías empleadas.

La variable que evalúa el efecto de los 4 principales accionistas de cada entidad financiera (CR4), presenta signo *negativo*, tanto para la variable ROA como para ROE, en cuanto a la significancia de esta variable, se encuentra que, para ROE, CR4 es significativa a los niveles del 10% y al 5%, cuando se estima por MCO y por datos panel respectivamente. Lo que permite concluir parcialmente, que los accionistas mayoritarios ejercen un efecto negativo en el desempeño de las entidades financiera, lo cual es consecuente con la teoría que considera que este efecto se debe a que los accionistas mayoritarios persiguen objetivos personales diferentes a los corporativos, Superfinanciera (2006).

Así mismo, la variable (EXTR), que busca captar el efecto de las entidades de origen extranjeros que prestan sus servicios en el sistema financiero colombiano, arrojó el signo esperado en todas las metodologías empleadas, pero al igual que la variable CR4, únicamente resultó significativo cuando la variable dependiente es ROE. Tal y como se observa en la tabla 2 en las columnas 1, 2, 5, 6 y 7, 8.

Este resultado es consistente con el trabajo de Micco, Panizza y Yañez (2007), en el sentido que los bancos de origen extranjeros, en los países en vía de desarrollo resultan más rentables que los bancos privados del mismo país, para el caso colombiano, este signo puede confirmar que los bancos de origen extranjero, presentan mejores desarrollos tecnológicos y están mejor equipados para manejar las distorsiones económicas que se pueden presentar en los países tal y como se presenta en el artículo de ANIF (2006).

---

<sup>9</sup> En el anexo III, se realiza el test de de Hausman, que permite determinar la conveniencia de estimar el modelo con efectos aleatorios

Otra variable de gobernabilidad empleada en el modelo es (ESTA), que como se dijo inicialmente busca evaluar la relación entre las entidades de origen estatal y el desempeño de las mismas. Cuando el modelo se estimó por MCO, esta variable resultó con el signo esperado (negativo), pero no significativa, con ROA como variable dependiente.

A diferencia de los que sucedió con ROE como variable dependiente, donde resultó ser significativa pero con el signo diferente al esperado. Esta relación se mantuvo cuando se estimó por datos panel con y sin errores robustos tal y como se aprecia en las columnas 1, 2, 5, 6, y 7, 8 de la tabla 2.

Los resultados no permiten concluir que las entidades financieras colombianas de origen estatal presentan menores niveles de desempeño que las entidades de origen extranjero y las entidades de origen privado y tampoco corroborar la hipótesis, que las entidades de origen estatal en los países en vía de desarrollo desempeñan un papel de fomento, tal y como lo presentan en su trabajo Micco, Panizza y Yañez (2007) y Bikram De (2003).

Las variables de control utilizadas en el modelo, presentan el signo esperado especialmente H1, que se incorporó en el modelo como una medida para controlar el poder de mercado, y resultó estadísticamente significativo a través de las metodologías empleadas, tal y como se evidencia en la tabla 2, columnas 1, 2, 5, 6, 7 y 8.

Estos resultados permiten concluir que las entidades financieras que presentan mayores niveles de participación en el mercado presentan mejores niveles de desempeño, resultados que corrobora lo encontrado en el trabajo de Micco, Panizza y Yañez (2007).

La variable YNI, que se empleó como otra variable de control, resultó ser significativa, pero con el signo es contrario a lo encontrado por Micco, Panizza y Yañez (2007), quienes señalan que la relación es positiva únicamente para países industrializados donde el mercado de capital es grande y donde generalmente estas entidades se caracterizan por ser mayoristas y de banca de inversión.

A diferencia de lo que sucede en los países en vía de desarrollo donde las entidades por lo general son entidades minoristas y donde el mercado de capitales por su falta de desarrollo

no ofrece mayores posibilidades de inversión. El resultado es interesante y más investigación debe realizarse al respecto.

De las variables de eficiencia utilizadas en el modelo, CTS presenta el signo esperado, en el sentido que mayores costos generados de la operación financiera generan menores niveles de desempeño para las entidades. Esta variable está correlacionada negativamente con ROA y ROE y se mantiene con altos niveles de significancia a través de las diferentes metodologías utilizadas. Esta relación es consistente con los resultados de Micco, Panizza y Yañez (2007), en donde se muestra que los bancos de origen extranjero presentan menores costos que los bancos de origen privado en los países en vía de desarrollo.

El (MN), que se presenta en este trabajo como una proxy del margen de intermediación, permite determinar que a medida que este margen aumenta las entidades financieras reciben mayores ingresos, el signo es el esperado y presenta niveles de significancia estadística para las medidas de desempeño a través de las diferentes metodologías empleadas. Resultado consistente al encontrado por Micco, Panizza y Yañez (2007), para los países en vía de desarrollo. Es importante sin embargo señalar que según estos autores, este margen es mucho mayor en países en vía de desarrollo que en los países industrializados.

Y por último, (EM) que se incorporó como una medida de eficiencia, y busca evaluar que tan eficiente son las entidades financieras para generar beneficios de la administración de los activos por empleado. El signo es el esperado (positivo) y resultó ser altamente significativo cuando la variable dependiente es ROE, en el sentido que un aumento en el número de empleados aumenta la oferta de servicios que los intermediarios financieros ofrecen, aumentando los ingresos de las entidades

Este primer modelo (1) presentó en su mayoría los signos esperados y altamente significativo cuando la variable dependiente era ROE, y poco significativo cuando la variable era ROA<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> La diferencia entre las variables de desempeño utilizadas en el trabajo (ROA y ROE), la primera variable permite evaluar la rentabilidad del activo obtenida por el conjunto de inversiones de las entidades financieras. (proporcional a la rentabilidad operativa de la estructura económica de las entidades). Mientras la segunda

Algunos autores como Bikram De (2003), Micco y otros (2007) y La Porta y otros (2002) entre otros, argumentan que la mejor metodología para estimar este tipo de modelos es a través de efectos aleatorios<sup>11</sup>. Pero teniendo en cuenta el problema de endogeneidad, este problema puede significar el debate, entre, sí la estructura de propiedad afecta el desempeño, o si por el contrario los niveles de desempeño determinan la estructura de propiedad, para lo cual es conveniente utilizar un conjunto de variables instrumentales para corregir este problema. La variable utilizada como instrumento es esta primera estimación, es el rezago de CR4<sup>12</sup>. Los resultados luego de emplear esta variable instrumental se mantienen invariantes, en el sentido que los signos son iguales y se presentan mayores niveles de significancia cuando la variable dependiente es ROE.

En esta segunda parte, se pretende introducir en el modelo las prácticas de GC en el sistema financiero colombiano y como éstas se relaciona con el desempeño. Algunos trabajos realizados en Colombia han introducido algunas variables que permiten medir el impacto que tiene las prácticas de gobierno corporativo en el desempeño y en la valoración de las entidades del sector real. Entre los artículos se destaca el de Gutiérrez y Pombo (2007), en donde los autores construyeron un índice que permitía calificar la calidad del GC en el sector real. Los resultados no permitieron concluir que las empresas que presentaban mejores estándares de prácticas de gobierno corporativo presentaban mejores niveles de desempeño, a pesar de los esfuerzos de las autoridades y de la regulación a favor de mejorar estas prácticas. Otro de los estudios realizados y que buscaba evaluar el estado de

---

medida de desempeño pretende medir la capacidad de remunerar a los propietarios o accionistas de la entidad (también permite comparar a los inversionistas comparar los costos de oportunidad de mantener recursos invertidos en la entidad, con posibles rendimientos sobre otras inversiones

<sup>11</sup> Principalmente por la presencia de dummies que determinan la estructura de propiedad y toman el mismo valor para el mismo intermediario a través de todo el periodo de estudio, conduciendo al aumento de la matriz de variables explicativas la cual es singular, lo que implica que el determinante de la matriz puede ser cero y no se puede invertir, esto sucede por la combinación lineal de los vectores de las variables dummies explicativas. Como la matriz de las variables explicativas no se puede invertir, por la colinealidad de los regresores, los coeficientes no pueden ser estimados. Es por esta razón que autores como Bikram De (2003) proponen estimar este tipo de modelos a través de efectos aleatorios.

<sup>12</sup> La variable utilizada como instrumento, y corregir el problema de endogeneidad, es la variable rezagada del índice de propiedad, si bien en cierto que la significancia y el signo esperado de las variables no cambia, al emplear este instrumento, se advierte que ésta puede presentar problemas de robustez, dado que la propiedad de los intermediarios financieros no varían significativamente de un periodo a otro.

las prácticas de gobierno corporativo en las empresas que negocian sus títulos de valores en la bolsa de Colombia es el trabajo de Langebaek y Ortiz (2007), quienes al igual que el trabajo reseñado anteriormente, construyen un indicador de GC a través de información pública como son documentos societarios, estados financieros y otros indicadores, este indicador fue construido únicamente para el año 2005 y busca analizar el cumplimiento de 4 áreas del Gobierno Corporativo. Los resultados no permitieron concluir el efecto positivo que agrega las prácticas de gobierno corporativo en la valoración y desempeño de las empresas, pero estos autores sí concluyeron que los inversionistas tienden a preferir las entidades que presentan mejores prácticas Corporativas.

Para efectos de este trabajo y con la intención de evaluar la relación existente entre la adopción de las prácticas de Gobierno Corporativo y el desempeño de las entidades financieras, fue necesario dividir la muestra en las entidades del sistema financiero que estaban *inscritas* en bolsa de valores durante 1999-2006. La forma en la cual se busca evaluar la relación es a través de una variable dummy (CDG), que toma el valor de 1 en caso que la entidad *listada en la bolsa de valores* haya adoptado la resolución 275 de 2001 y cero (0) en otro caso. Esta resolución establece ciertas obligaciones en materia de GC para los emisores que pretenden ser destinatarios de la inversión de recursos de los fondos de pensiones.

Uno de los principales objetivos de esta segunda parte es evaluar la adopción del código de GC<sup>13</sup> en las entidades financieras listadas en bolsa para lo cual se incorporó en la ecuación (2) la variable (CDG).

$$Desempeño_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR4_{i,t} + \beta_2 EXTR_{i,t} + \beta_3 CDG_{i,t} + \beta_4 LNAC_{i,t} + \beta_5 H1_{i,t} + \beta_6 YNI_{i,t} + \beta_7 PT_{i,t} + \beta_8 CRISI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

---

<sup>13</sup> Dentro de las observaciones presentadas por los jurados, se solicitó evaluar la variable código corporativo, para las entidades que están afiliadas al Grupo Económico Antioqueño, dado que estas entidades financieras podían presentar mejores prácticas corporativas que las demás entidades financieras, sin embargo, una vez revisado el artículo de Gutiérrez y Pombo (2008), se encontró, que el Índice Código País, para estas entidades no varía significativamente respecto a los demás grupo. Razón por la cual no es conveniente dividir la muestra y estimar el modelo nuevamente.

Los resultados de la estimación del segundo modelo se presentan en la tabla 3, los cuales presentan resultados interesantes.

Por un lado se evidencia que existe una relación *positiva* entre la concentración de la propiedad de los 4 accionistas mayoritarios (CR4) y los niveles de desempeño tanto para ROA y ROE signo que se mantiene invariante cuando se emplean las diferentes metodologías, pero resulta con mejores niveles de significancia cuando la variable dependiente es ROE.

Estos resultados evidencian el efecto positivo que ejercen los accionistas mayoritarios (efecto supervisión) en el desempeño de las entidades, tal y como se observa en las columnas 1, 2, 5, 6 y 7, 8. Se podría argumentar que del conjunto de entidades financieras, las que están listadas en bolsa y a su vez emitieron un código de GC se ven más presionadas a implantar medidas más transparentes de su accionar corporativo. Más investigaciones al respecto se hacen necesarias.

Los resultados de las entidades financieras de origen extranjero (EXTR) resultaron estar correlacionada negativamente con el desempeño, y estadísticamente significativas a través de todas las metodologías empleadas, este resultado es contrario a lo encontrado en los trabajos de Micco, Panizza y Yañez (2007), La Porta et al (2004), Berger et al (2005) y Bikram (2003), donde los bancos de origen extranjeros presentan mejores niveles de desempeño en países en vía de desarrollo, que su contraparte privada.

Por otra parte, El signo es el esperado de la variable (CDG), pero poco significativo, esto se debe a los bajos estándares que presenta las prácticas corporativas de las entidades listadas en bolsa, resultado similar al que presenta Pombo y Gutiérrez (2007), donde se argumenta que los resultados obtenidos demuestran el “mal gobierno corporativo” de las entidades inscritas en bolsa, ó como se menciona en el trabajo de Langebaek y Ortiz (2007), la poca significancia de la variable que permite medir las Prácticas Corporativas, se debe a que los inversionistas no han puesto el énfasis suficiente en este tipo de prácticas corporativas para tomar sus decisiones, debido, a la falta de conocimiento técnico en sobre el GC que permitan incorporar esta variable a la hora de asignar valor a una empresa.

Este resultado es consistente a través de las diferentes metodologías empleadas; tal y como se observa en las columnas 1, 2, 5, 6 y 7,8.

Por otro lado, la tabla 3, también muestra el efecto de las variables de control empleadas en el modelo, como (YNI) que mantienen una relación positiva con el desempeño, cuando se estima por MCO y por datos panel con y sin errores robustos, estos resultados resultan altamente significativos cuando la variable dependiente es ROE.

Por lo anterior se puede concluir que aunque el mercado de capitales en Colombia es pequeño, varias entidades financieras sirven como banca de inversión generando de esta manera mejores niveles de desempeño. Resultado que resulta interesante debido al desarrollo en el mercado de capitales que ha tenido algunos países, como es Colombia ANIF (2006).

Dentro del grupo de variables de control el (LNAC) presentó el signo esperado cuando la variable dependiente era (ROE), pero no resultó ser significativa con ninguna de las metodologías empleadas; tal y como se observa en las columnas 1, 2, 5, 6 y 7, 8. Y por último, (H1) genera el signo esperado y con un alto nivel de significancia estadística cuando la variable dependiente es ROE, este resultado es invariante ante cambios en la metodología empleada; lo cual permite concluir que las entidades financieras que mayor participación tienen en el mercado, generan mayores niveles de desempeño, resultado similar al encontrado por La Porta et al (2004) y Berger et al (2005).

A diferencia del trabajo de Micco, Panizza y Yanez (2007), en este trabajo se involucran variables de regulación como es el (PT); variable que presenta el signo esperado, en todas las metodologías empleadas y mantiene mayores niveles de significancia cuando la variable dependiente es ROE. Lo cual permite concluir que las medidas regulatorias que se han empleado en el sistema financiero, han permitido mejorar los niveles de desempeño.

Y por último se evaluó el efecto de la crisis de la década en las entidades que estaban listadas en bolsa de valores a través de la variable (CRISI), los resultados son consistentes; en tanto el signo era el esperado y significativa estadísticamente tanto, para ROA y ROE a través de las diferentes metodologías. Permitiendo concluir que las entidades financieras

que estaban listadas en bolsa presentaron menores niveles de desempeño durante la época de crisis.

Para evitar el problema de endogeneidad, se utilizaron como variable instrumental la variable rezagada CR4<sup>14</sup>, los resultados se presentan en la tabla 3 en las columnas 3 y 4 para ROA y ROE respectivamente: CR4 mantiene el signo positivo y su significancia estadística es mayor cuando la variable dependiente es ROE tal y como se observa en la columna 4, así mismo, la variable (EXTR), mantiene el signo negativo y altamente significativa tanto para ROA como para ROE. El código de Gobierno Corporativo (CDG) mantiene el signo esperado, pero resulta significativo al 5% cuando la variable dependiente es ROE. Las variables LNAC, YNI, H1 y CRISI, mantienen su signo y la significancia estadística, respecto al modelo sin utilizar la variable instrumental. Y por último el (PT) mantiene el signo esperado pero resultó ser estadísticamente no significativo, a diferencia del modelo sin utilizar variables instrumentales tal y como se observa en las columna 3 y 4.

## **6.1 Conclusiones**

Los modelos econométricos utilizados en el trabajo buscaban inicialmente evaluar la estructura de propiedad de las entidades del sistema financiero y evaluar la relación entre las entidades que adoptaron el código de GC a través de la resolución 275 de 2001 con el desempeño de las mismas.

El modelo inicialmente incorporó variables de gobernabilidad como la propiedad extranjera, propiedad nacional y la concentración de la propiedad, y algunas variables de control que buscaban captar el principal sector de actividad de las entidades financieras y a captar el efecto del tamaño de los bancos; para este primer modelo se empleó MCO y Datos panel corregido por errores robustos, y por último se utilizó una variables instrumental para eliminar el problema de endogeneidad.

---

<sup>14</sup> La variable utilizada como instrumento, y corregir el problema de endogeneidad, es la variable rezagada del índice de propiedad, si bien en cierto que la significancia y el signo esperado de las variables no cambia, al emplear este instrumento, se advierte que ésta puede presentar problemas de robustez, dado que la propiedad de los intermediarios financieros no varían significativamente de un periodo a otro.

En los resultados del primer modelo, se destaca la relación *negativa* que ejercen los accionistas mayoritarios al desempeño de las entidades financieras, de igual forma, se observa que los bancos de origen extranjero que prestan sus servicios en el mercado colombiano presentan niveles de desempeño positivos, resultado consistente con los trabajos de Micco y otros (2007), La Porta y otros (2002) y Berger y otros (2005), donde se evidenció que la relación es positiva y mayor que su contraparte nacional en los países en vía de desarrollo, en tanto que el origen de estas entidades por lo general, son países industrializados, los cuales están preparados para soportar distorsiones que se pueden presentar en el sistema financiero de estos países.

Las entidades financieras presentan una relación positiva entre los ingresos diferentes a los intereses y el desempeño, relación que debe ser negativa dado el tamaño del mercado de capitales en los países en vía de desarrollo que debido a su falta de desarrollo no ofrece mayores posibilidades de inversión, tal y como se evidencia en el trabajo de Micco, Panizza y Yañez (2007). Este resultado resultó interesante y se sugiere ampliar el campo de investigación para este en particular.

El segundo modelo, que inicialmente busca evaluar las prácticas de GC en las entidades del sistema financiero, se desarrolló involucrando algunas variables de gobernabilidad, de control y de regulación. Para éste modelo en particular se subdividió la muestra en únicamente las entidades que estaban listadas en bolsa durante el periodo 1996-2006.

Los resultados arrojados permiten concluir que los accionistas mayoritarios ejercer un efecto positivo sobre el desempeño de las entidades, lo cual es consistente con el efecto supervisión positivo que ejercen estos accionistas mayoritarios sobre el administrador de las entidades financieras disminuyendo de esta manera los problemas de agencia. Por otra parte, la adopción de las prácticas de GC se relaciona positivamente con el desempeño de las entidades. Aunque la adopción de las prácticas de GC en el sistema financiero y real no era de carácter obligatorio, si no que era un requisito para acreditar a las personas jurídicas tanto públicas como privadas para que los fondos de pensiones inviertan sus recursos en los valores que estas emitan. Las entidades han reconocido las bondades de estas para mejorar

los niveles de desempeño, en tanto, esta herramienta permite la autorregulación, mediante la adopción de instrumentos ofreciendo transparencia, eficiencia y honestidad al mercado. Logrando de esta manera mayores niveles de confianza para los inversionistas. Sin embargo, los resultados resultaron ser poco significativos, lo que se puede explicar por la mala calidad de las prácticas corporativas tal y como lo señala Pombo y Gutiérrez (2007) ó por el contrario, que la falta de robustez en la relación entre las prácticas corporativas y el desempeño se debe a que los inversionistas no han puesto el énfasis suficiente en este tipo de prácticas corporativas para tomar sus decisiones, debido, a la falta de conocimiento técnico en sobre el GC que permitan incorporar esta variable a la hora de asignar valor a una empresa como lo señala Langebaek y Ortiz (2007),

Otro de los resultados obtenidos en el segundo modelo permite concluir que las medidas de regulación adoptadas, han permitido mejorar los niveles de confianza a los inversionistas, lo cual redundo, en mayores recursos invertidos en las entidades financieras logrando de esta manera mejores niveles de desempeño.

## **6.2 BIBLIOGRAFÍA**

- Altunbas Y, Evans L y Molyneux P, (2001), “Bank ownership and efficiency”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 33, No4.
- ANIF (2006), “Fusiones y Adquisiciones en el sector Financiero Colombiano: Análisis y Propuesta sobre la Consolidación Bancaria (1990 -2006).
- Berle, A y G, Means. (1932), “The modern corporation and private property”, Mcmillan, New York.
- Berger A, George R, Cull R, Kapler L y Udell F (2005), “Corporate governance and bank performance: A joint analysis of the static, selection, and dynamic effects of domestic, foreign, and state ownership”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 29, pp 2179-2221
- Bikram De (2003), “Ownership Effects on Bank Performance: A Panel Study of Indian Banks”, Paper Presented at the Fifth Annual Conference on Money and finance in the Indian Economy.

- Coase, R.H. (1937). "The Nature Of The Firm", *Economica*, 4: 386-405
- Cook D, Hogan A y Kieschnick R, (2003). A study of corporate governance of thrifts, *Journal of Banking & Finance* 28, 1247-1271.
- Crane, D y Schaeede U, (2005). Functional Change and Bank Strategy in German Corporate Governance, *International Review of Law and Economics* 25, 513-540.
- Crespí R, Garcia-Cestona M y Salas V, (2004).Governance Mechanisms in Spanish bank Does ownership matter?, *Journal of Banking & Finance* 28, 2311-2330.
- Estrada Dairo, (2005), "Efectos de las fusiones sobre el mercado financiero Colombiano", Banco de La Republica, Borradores de Economía No 329
- Estrada Dairo y Osorio Poly (2004), "Effects of Financial Capital on Colombian Banking Efficiency", Banco de La Republica, Borradores de Economía No 292
- García M, (2003), tesis doctoral "El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas". Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.
- Gedajlovic, E. y Shapiro, D. (1998). "Management and ownership effects: evidence from five countries", *Strategic Management Journal*, pp 533-555.
- Gutiérrez, Luis H., y Carlos Pombo (2007) "Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia" en Chong, Alberto, y Florencio López-de-Silanes Investor Protection and Corporate Governance. Firm Level Evidence across Latin America. Stanford University Press y InterAmerican Development Bank. Washington.
- Gutierrez, Luis H., Carlos Pombo, y Rodrigo Taborda (2008) Corporate Ownership and Control in Colombian Corporation. *Quarterly Review of Economics and Finance*.
- Hilmmlberg P, Hubbard R y Palia D, (1999),"Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of financial economics* 53,353-384.
- Jensen MC and Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, ownership cost and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 1976; 3:305-360.
- King R, and Levine R, (1993), "Finance and Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 717-737.

- Langebaek A y Ortiz J (2007) “Q de Tobin y Gobierno Corporativo de las empresas listadas en bolsa” Banco de la República, Borradores de Economía 447.
- La Porta, Rafael, López de Silanes, y Shleifer (1998).”Law and finance”, *Journal of Political Economy*, vol 106, No 6 pp 1113-1155.
- La Porta, R, López de Silanes, y Shleifer (2002). “Government Ownership of Bank”, *The Journal of finance* vol. LVII, No 1 2002.
- Lefort F, (2003), “Gobierno Corporativo: ¿Que es? Y ¿Cómo andamos en casa?”, *Cuadernos de Economía*, No 120 pp 207-237, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Levine R, and Zervos S, (1998) “Stock Markets, Banks, and Growth,” *American Economic Review*, Vol. 88(3), pp. 537-558
- Martínez C, (2005), “Una revisión empírica sobre los determinantes del margen de intermediación en Colombia, 1989-2003”, Banco de la Republica Ensayos sobre política económica No 48 pp118-183.
- Micco A, Ugo P y Monica Yanez (2007) “Bank Ownership and performance. Does politics matters”, *Journal of Banking & Finance* 31, 219-241.
- Morck R y Nakamura M, (1999), Bank and Corporate Control in Japan, *The Journal of Finance*.
- Rajan G and Zingales L,(1998), “Fianancial Dependence and Growth”, *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, pp. 559-586
- Salas, V. (2001). “El gobierno de la empresa bancaria”, *Economistas*, 89: 71-77
- Shleifer, A.; Vishny, R. (1997). "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, 52 (2): 737-783.
- Simpson W y Gleason A, (1998). Board Structure, ownership, and financial distress in banking firms, *International Review of Economics and Finance* 8, 281-292.
- Superfinanciera (2006), “Documento conceptual de Gobierno Corporativo”, Superfinanciera Colombiana.

### 6.3 ANEXOS

#### Anexo I<sup>15</sup>

A continuación se presenta una evolución cronológica del concepto de Gobierno Corporativo.

Año	Autores	Concepto
1990	Baysinger y Hoskisson	Integración de controles externos e internos que armonicen el conflicto de intereses entre accionistas y directivos resultante de la separación entre la propiedad y el control
1993	Keasey y Wright	Estructuras, procesos, culturas y sistemas que producen el éxito del funcionamiento de las organizaciones.
1994	Maw	El gobierno corporativo es un tema, un objetivo o un régimen que debe ser seguido para bien de los accionistas, empleados, clientes, bancos y para la reputación y mantenimiento de nuestra nación y economía.
1994	Prowse	...conjunto de mecanismos que pueden prevenir a la empresa de políticas alejadas de la maximización del valor a favor de un stakeholder a expensas de otros.
1995	Hart	La estructura de gobierno puede verse como un mecanismo para la toma de decisiones que no se han especificado en el contrato inicial. Más concretamente, la estructura de gobierno asigna derechos residuales de control sobre los activos no humanos de la empresa; esto es, el derecho a decidir como esos activos pueden ser usados, dado que su uso no viene especificado en el contrato inicial... En vista de la capacidad directiva de seguir sus propios intereses, es obviamente importante que existan controles y comparaciones sobre el comportamiento directivo. Un objetivo fundamental del gobierno corporativo consiste en diseñar esos controles y comparaciones.
1996	Lannoo	El gobierno de la empresa alude a la organización de las relaciones entre los propietarios y directivos de una empresa.
1996	Mayer	El gobierno corporativo está relacionado con las formas de conducir los intereses de las dos partes (inversores y directivos) en la misma línea y asegurar que la empresa sea dirigida en beneficio de los inversores
1997	Berglöf	El punto de partida es el problema básico de agencia: el problema de credibilidad al que hace frente el empresario o la empresa cuando pretende convencer a los inversores externos de que aporten fondos. La competencia en los mercados de <i>in puts</i> y <i>out puts</i> puede mitigar este problema,

<sup>15</sup> Este anexo se basa en la tesis de doctorado de María Gracia García Soto, disponible en <http://www.eumed.net/tesis/mggs/index.htm>.

		pero es insuficiente; las señales de mercado son generadas después de que los fondos hayan sido comprometidos. El papel del gobierno corporativo es asegurar que esas señales y otra información relevante sean realmente trasladadas a las decisiones de inversión
1997	Masifern	Sistema global de derechos, procesos y controles establecidos interna y externamente para que rijan a la dirección de la empresa, con el objetivo de proteger los intereses de todos en la supervivencia con éxito de la empresa
1997	Shleifer y Vishny	El gobierno corporativo está relacionado con los medios a través de los cuales los financiadores de la empresa garantizan el rendimiento adecuado de sus inversiones
1997	Zingales	...el conjunto de restricciones que configuran la negociación expuesta sobre las cuasi rentas generadas por la empresa, es decir que afecta no sólo a los directivos y accionistas, sino también a los denominados stakeholders o conjunto de personas que intervienen en la acción colectiva de la empresa: accionistas, acreedores, clientes, trabajadores y sociedad en general.
1998	Fernández y Gómez	El sistema de gobierno de una empresa hace referencia al sistema completo de acuerdos institucionales y relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas. Se centra por tanto, en las relaciones entre propietarios y equipo directivo, así como en su repercusión en los resultados. ...El objetivo principal de la estructura de gobierno es contribuir al diseño de los incentivos y mecanismos de control que minimicen los costos de la separación entre propiedad y control en las grandes empresas y que dan lugar a ineficiencias.
<b>Año</b>	<b>Autores</b>	<b>Concepto</b>
1998	John y Senbet	El gobierno corporativo está relacionado con los mecanismos por los que los <i>stakeholders</i> de una empresa ejercen el control sobre los internos y directivos de tal forma que sus intereses estén protegidos... el gobierno corporativo es un medio por el cual varios <i>stakeholders</i> , externos al control de la empresa, ejercitan los derechos establecidos por el entorno legal existente, así como en los estatutos sociales.
1999	Eguidazu	El gobierno de la empresa es un proceso de supervisión y control de la dirección de una empresa, por instituciones o mecanismos internos y/o externos, cuya finalidad es alinear los intereses de los gestores con los de los accionistas.
1999	Grespi y Gispert	Gobierno corporativo hace referencia a los mecanismos que previenen o corrigen el posible conflicto de intereses entre directivos y accionistas.

1999	Salas	...Incluye el conjunto de instrumentos e instituciones que se crean en una sociedad con el fin de lograr asignaciones eficientes de los recursos presentes y futuros.
2000	Jonson, Boone, Breach y Friedman	Por gobierno corporativo entendemos la eficacia de mecanismos que minimizan conflictos de agencia relacionados con los directivos, con especial énfasis en los instrumentos legales que previenen la expropiación de los accionistas minoritarios.
2000	O'Sullivan	Instituciones que influyen en cómo los negocios corporativos localizan sus recursos e inversiones
2000	La Porta, López de Silanes, Sheifer y Vishny	El gobierno corporativo es, en sentido amplio, un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen contra la expropiación de los internos.
2001	Tirole	...El diseño de instituciones que inducen o fuerzan a la dirección a interiorizar el bienestar de los <i>stakeholders</i> .

Fuente: Tomado de GARCÍA SOTO María Gracia tesis doctoral "El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas", página 7 y 8. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, 2003.

## **Anexo II<sup>16</sup>**

Caracterización de tres “modelos” diferenciados de Gobierno Corporativo

### **Modelo Angloamericano de Gobierno Corporativo**

Es en Inglaterra en donde se encuentra el principal antecedente de las formas de gobierno corporativo, tal como se conocen hoy. En efecto, tal y como afirma Gómez Marulanda citando a Cadbury 2002 en el “Libro blanco del gobierno corporativo” el modelo de la corporación o de sociedad anónima “...surge a partir de la incorporación de diferentes empresas en la Inglaterra de los siglos XVII y XVIII. “The East India Company” obtiene el “Royal Charter” en 1600, su conformación inicial ya guarda semejanza con las actuales corporaciones. Su estructura de gobierno estaba compuesta por la corte de propietarios (la actual Asamblea General de Accionistas) y la corte de directores (la junta directiva) compuesta por el gobernador asistente y 24 directores. En 1760 se funda la Bolsa de Londres y para 1844 el “Joint Stock Companies Act” exigía que todos los nuevos negocios con más de 25 participantes debían ser “incorporados” (registrados como sociedad). En 1885 se promulga el “Limited Liability Act” el cual limita la responsabilidad de los accionistas al monto de capital invertido por cada uno, en caso de bancarrota. El número de sociedades con responsabilidad limitada se incrementó rápidamente. Para 1914 había 65.000 registradas, número que pasó a 200.000 en 1945 y excede el 1’100.000 en la actualidad”.

Esta rápida evolución en la conformación de sociedades, que crece a la par con la dispersión de la propiedad, estimuló la preocupación, evidente ya en la década de 1920, por la separación entre propiedad y control que conllevan a prácticas de administración condicionadas por los proveedores de fondos. Actualmente, las corporaciones en Gran Bretaña se caracterizan por tener una junta unitaria en las que, por lo general, el rol del director parece estar relacionado, más con una función de asesoría cuya permanencia está supeditada al desempeño de la compañía.

---

<sup>16</sup> Este anexo se basa en la tesis de doctorado de María Gracia García Soto, disponible en <http://www.eumed.net/tesis/mggs/index.htm>.

Por su parte en los Estados Unidos, las reformas que definen el rumbo del gobierno corporativo tienen lugar a partir de la posguerra civil (1861-1865), en el marco de la gran expansión de la economía norteamericana que deriva de la Segunda Revolución Industrial que llevó a la prohibición de la formación de monopolios en cualquiera de sus manifestaciones (cartels, trust). Como respuesta se crean los “holdings” en los cuales, firmas individuales eran compradas por una compañía a través de bloques de acciones que le daban el control, esta alternativa permite a las corporaciones tener acciones en otras lo que estimula una oleada de fusiones que paulatinamente las aproximan a monopolios y que, por tanto, son obligadas a escindirse, dando lugar a esquemas oligopólicos.

Será la Gran depresión, en 1930, la que da lugar a la creación de las Securities and Exchange Comisión –SEC- en 1934, cuya función regulatoria y disciplinaria propende por la transparencia y veracidad de la información que proveen los emisores de acciones a los inversionistas. A principios de los 50 se prohíben las fusiones anticompetitivas realizadas a través de la compra de activos lo que estimula otra oleada de fusiones, esta vez en aras de mayor diversificación de la producción. Finalmente, según el libro blanco, “Entre 1950 y 1960 se crean los conglomerados, empresas con poca relación entre sus unidades de negocios, controladas principalmente en forma financiera”. La cuarta ola de fusiones empresariales se produce bajo la administración Reagan, en los 80; durante este periodo son frecuentes las llamadas tomas hostiles que son tomas del control rechazadas por la administración de la firma objeto de la oferta y vistas por muchos como mecanismos de gobierno que desplaza las administraciones ineficientes.

A finales de los ochenta, la mala prensa, el gran número de quiebras, la emisión de bonos basura todo ello articulado a una legislación anti-tomas, produjeron el cierre del mercado por el control corporativo, esto lleva a que en los noventa desaparezcan tales tomas hostiles aunque se mantuvo la práctica de fusiones y adquisiciones relacionadas para dar paso a la preferencia por los sistemas de compensación y de medición del desempeño. Algunos teóricos, entre quienes destaca, Jensen en “The modern industrial revolution, exit, and de failure of internal control systems, en 1993, proponen incrementar el porcentaje de propiedad en manos de gerentes y directores como mecanismo que concilie los intereses en

el conflicto de agencia; sin embargo, al despuntar del siglo XXI se tiene una situación de numerosas empresas en bancarrota, inversionistas defraudados y, en fin, una situación que deja ver fallas en el control interno de las corporaciones.

### **Modelo Germano**

El esquema de este modelo se remonta al siglo XIX, en él, los empresarios entregan el control, de manera parcial o total, a los bancos a cambio de asegurar financiamiento, por su parte, el banco obtiene respaldo para el pago de la obligación. En 1870, con la creación del Deutsche Bank se genera un gran crecimiento industrial; sin embargo, para la tercera década del siglo XX, las empresas habían optado por liberarse, por lo menos en gran parte, de la influencia controladora de los bancos, que de todas maneras conservan algún tipo de control.

En el sistema alemán las empresas están gobernadas por dos juntas: la Junta de Administración, con autoridad ejecutiva en gran parte de las decisiones, compuesta exclusivamente por empleados y, la Junta Supervisora integrada en un 50% por representantes de los trabajadores y 50% por “outsiders”, esto es, representantes de los accionistas. Este sistema confiere gran poder de maniobra a los ejecutivos y es muy susceptible de conflictos de agencia.

### **Modelo japonés**

Tras la derrota de la Segunda Guerra Mundial, se procede al desmantelamiento de los “zaibatsu” o formas monopólicas japonesas, que dan lugar al surgimiento de el “keiretsu” cuyo funcionamiento gravita alrededor de un banco principal que posee propiedad accionaria recíproca (empresa – banco) y juntas directivas interconectadas, que no difieren mucho de los zaibatsu anteriores. Para los estudiosos de la economía japonesa, el éxito de su industrialización de posguerra, radica en el uso eficiente de los excedentes de ahorro privado de los japoneses; en un contexto de incertidumbre la cercana relación entre grandes bancos y clientes resultó muy rentable ya que al realizar una eficiente evaluación de los riesgos de crédito y al mantener una base de clientes sólidos, el sistema financiero japonés propició el desarrollo económico de ese país.

En este sistema el banco, además de ser el principal proveedor de fondos, poseía cerca del 10% de las acciones de la compañía, tenía acceso a información privilegiada de la empresa y responsabilidades bien definidas para la reorganización en caso de un desempeño ineficiente de la administración, complementariamente, posee otros mecanismos entre los que cabe destacar: el empleo vitalicio, propio de la cultura oriental; propiedad accionaria recíproca entre las empresas pertenecientes a un mismo grupo, con lo que reduce la posibilidad de tomar ventaja sobre proveedores, clientes o bancos y, juntas directivas que son dominadas por los llamados “insiders” quienes pueden tener asiento en otras juntas, siendo el presidente de la junta el presidente de la compañía.

Para una visión esquemática, se presenta a continuación un cuadro comparativo de los modelos de gobierno corporativo en estos países, el cual es presentado por García Soto en su tesis doctoral quien, a su vez, lo ha tomado de Salas en “El gobierno de la empresa”.

**Cuadro 1.2 Comparativa de los patrones de gobierno corporativo en diferentes países**

Aspectos	Alemania	Japón	Estados Unidos
Retribución directivos	Moderada	Baja	Alta
Consejo de Administración	Dirección/Supervisión	Principalmente internos	Principalmente externos
Propiedad (accionistas)	Concentrada: familias, empresas, bancos	Menos concentradas: bancos, empresas, familias	Difusa: ausencia de empresas entre los accionistas
Mercado de Capitales	Baja liquidez	Algo líquido	Muy líquido
Mercado de control	Poco activo	Poco activo	Muy activo
Bancos	Universales	Banco principal	
Proporción Empresas Cotizadas	Baja	Media/Alta	Alta
Orientación Derecho Sociedades	Protección accionistas minoritarios y acreedores	Protección acreedores	Protección accionistas frente dirección

**Fuente:** Citada por GARCIA SOTO Op. Cit. Página 11. Tomado de SALAS, V. “El gobierno de la empresa”. Página 50. Barcelona, 1999.

### ANEXO III

#### Prueba de Hausman

A través de la prueba de Hausman, se evaluó la conveniencia de utilizar el modelo de efectos fijo o de efectos aleatorios. La Hipótesis nula de la prueba es que los estimadores de efectos aleatorios y de efectos fijos no difieren sustancialmente, por lo anterior, si se rechaza la hipótesis nula, los indicadores si difieren y la conclusión es efectos fijos es mas conveniente que efectos aleatorios. Pero, si por el contrario, se acepta la hipótesis nula, no se presenta sesgo y se prefieren efectos aleatorios.

Para este primer modelo, tal y como se presenta a continuación, la hipótesis nula se acepta, cuando las variables dependientes son ROA y ROE, por lo tanto, se escogió un modelo con efectos aleatorios.

#### Modelo 1

##### Cuando la variable dependiente es ROE

Test de Hausman			
---Coefficients---			
	(b)	(B)	(b-B)
	Fixed	.	Difference
<b>CR4</b>	-0,2193625	-0,1483269	-0,0710356
<b>H1</b>	0,0855684	0,1390169	-0,0534485
<b>YNI</b>	0,6447346	0,638892	0,0058426
<b>CTS</b>	-0,6520633	-0,6311055	-0,0209579
<b>MN</b>	1,61789	1,546741	0,0711484
<b>EM</b>	16,23466	16,01875	0,2159074
	chi2(6) =	10.27	
	Prob>chi2 =	0.1136	

La hipótesis nula se acepta, por lo tanto, es más conveniente el modelo de efectos aleatorios que de efectos fijos.

##### Cuando la variable dependiente es ROA

Test de Hausman			
---Coefficients---			
	(b)	(B)	(b-B)
	Fixed	.	Difference
<b>CR4</b>	2,184173	-0,235326	2,419499
<b>H1</b>	-0,2629478	0,5861517	-0,8490994
<b>YNI</b>	1,234477	1,096512	0,1379644
<b>CTS</b>	-1,15561	-1,070141	-0,0854693
<b>MN</b>	1,696005	2,299168	-0,603162
<b>EM</b>	-38,8994	-33,85564	-5,043765
	chi2(6) =	4.70	
	Prob>chi2 =	0.5832	

La hipótesis nula se acepta, por lo tanto, es más conveniente el modelo de efectos aleatorios que de efectos fijos.

## Modelo 2

Para el segundo modelo, tal y como se presenta a continuación, la hipótesis nula se acepta, cuando las variables dependientes son ROA y ROE, por lo tanto, se escogió un modelo con efectos aleatorios.

### Cuando la variable dependiente es ROE

Test de Hausman			
---Coefficients---			
	(b)	(B)	(b-B)
	Fixed	.	Difference
<b>CR4</b>	-0,0744538	0,0623165	-0,1367703
<b>CDG</b>	0,0062405	0,0079899	-0,0017494
<b>LNAC</b>	0,0000259	0,0046669	-0,004641
<b>YNI</b>	0,1583644	0,1996088	-0,0412444
<b>PT</b>	0,2663848	0,2550659	0,011319
<b>H1</b>	0,1331585	0,0830298	0,0501287
<b>CRISI</b>	-0,0103308	-0,0096002	-0,0007306
chi2(7) =		15.12	
Prob>chi2 =		0.1365	

La hipótesis nula se acepta, por lo tanto, es más conveniente el modelo de efectos aleatorios que de efectos fijos.

### Cuando la variable dependiente es ROA

Test de Hausman			
---Coefficients---			
	(b)	(B)	(b-B)
	Fixed	.	Difference
<b>CR4</b>	0,2789355	0,3258788	-0,0469433
<b>CDG</b>	0,0362478	0,0359219	0,0003259
<b>LNAC</b>	0,000227	0,044723	-0,044496
<b>YNI</b>	0,3985598	0,5233001	-0,1247403
<b>PT</b>	2,193012	1,88326	0,3097525
<b>H1</b>	0,0027805	-0,0805389	0,0833194
<b>CRISI</b>	-0,1246584	-0,1217429	-0,0029154
chi2(7) =		1.99	
Prob>chi2 =		0.9602	

La hipótesis nula se acepta, por lo tanto, es más conveniente el modelo de efectos aleatorios que de efectos fijos.

**Tabla 2**  
**Resultados de las Regresiones Econométricas**

La regresión se realizó a través de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y Datos Panel, se emplearon variables instrumentales, para eliminar los posibles problemas de endogeneidad y que se presenta cuando se evalúa la relación entre propiedad y desempeño, se corrigió a través de errores robustos. \*significativo 10%, \*\*significativo al 5% y \*\*\*significativo al 1%.

	1	2	3	4	5	6	7	8
	MCO				DATOS PANEL			
	MCO		MCO (Instrumentales)		DATOS PANEL		DATOS PANEL (errores robustos)	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
<b>CR4</b>	-0.235 (0.415)	-0.074 (0.008)*	-0.278 (0.391)	-0.09 (0.007)**	-0.235 (0.437)	-0.148 (0.008)**	-0.235 (0.415)	-0.148 (0.005)**
<b>EXTR</b>	0.078 (0.583)	0.048 (0.004)**	0.087 (0.553)	0.051 (0.005)**	0.078 (0.576)	0.065 (0.022)**	0.078 (0.582)	0.065 (0.025)**
<b>ESTA</b>	-0.011 (0.965)	0.087 (0.000)***	-0.002 (0.994)	0.09 (0.001)***	-0.011 (0.955)	0.102 (0.009)**	-0.012 (0.965)	0.101 (0.043)**
<b>HI</b>	0.586 (0.04)**	0.311 (0.000)***	0.571 (0.055)*	0.305 (0.000)***	0.587 (0.328)	0.139 (0.048)**	0.586 (0.046)**	0.139 (0.002)**
<b>YNI</b>	1,096 (0.042)**	0.533 (0.001)***	1,1 (0.043)**	0.535 (0.001)***	1,096 (0.003)**	0.639 (0.000)***	1,096 (0.042)**	0.639 (0.000)***
<b>CTS</b>	-1,07 (0.071)*	-0.507 (0.001)***	-1,075 (0.071)*	-0.509 (0.001)***	-1,07 (0.002)**	-0.631 (0.000)***	-1,07 (0.070)*	-0.631 (0.000)***
<b>MN</b>	2,299 (0.078)*	1,297 (0.000)***	2,309 (0.077)*	1,3006 (0.000)***	2,3 (0.002)**	1,546 (0.000)***	2,23 (0.077)*	1,546 (0.000)***
<b>EM</b>	-33,85 (0.041)**	17,507 (0.001)***	-33,94 (0.042)**	17,48 (0.001)***	-33,85 (0.006)**	16,02 (0.000)***	-33,85 (0.041)**	16,02 (0.000)***
<b>CONS</b>	0.069 (0.660)	-0.062 (0.001)***	0.103 (0.596)	-0.048 (0.022)**	0.069 (0.790)	0.0003 (0.993)	0.069 (0.660)	0.0003 (0.992)
<b>No obser.</b>	369	369	369	369	369	369	369	369
<b>R2</b>	0.038	0.87	0.038	0.87				
<b>F-test</b>	2.24	31.45	2.26	31.67				
<b>prob&gt;F</b>	(0.024)**	(0.000)***	(0.023)**	(0.000)***				
<b>Wald chi2</b>					14.56	4119.07	17.89	1095.28
<b>Prob&gt;chi2</b>					(0.068)*	(0.000)***	(0.022)**	(0.000)***

**Tabla 3**

**Resultados de las Regresiones Econométricas**

La regresión se realizó a través de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y Datos Panel, se emplearon variables instrumentales, para eliminar los posibles problemas de endogeneidad y que se presenta cuando se evalúa la relación entre propiedad y desempeño, se corrigió a través de errores robustos. \*significativo 10%, \*\*significativo al 5% y \*\*\*significativo al 1%.

	1	2	3	4	5	6	7	8
	MCO				DATOS PANEL		DATOS PANEL	
	MCO		(Instrumentales)		DATOS PANEL		(errores robustos)	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
<b>CR4</b>	0.163 (0.124)	0.049 (0.007)**	0.138 (0.276)	0.037 (0.053)*	0.326 (0.025)**	0.062 (0.001)***	0.326 (0.044)**	0.062 (0.005)**
<b>EXTR</b>	-0.129 (0.000)***	-0.019 (0.000)***	-0.125 (0.001)***	-0.017 (0.000)***	-0.124 (0.105)	-0.016 (0.100)*	-0.124 (0.152)	-0.016 (0.110)
<b>CDG</b>	0.022 (0.575)	0.011 (0.048)**	0.024 (0.547)	0.012 (0.043)**	0.036 (0.260)	0.008 (0.061)*	0.036 (0.344)	0.008 (0.090)*
<b>LNAC</b>	0.010 (0.740)	-0.0004 (0.899)	0.010 (0.733)	-0.0003 (0.932)	0.045 (0.085)*	0.005 (0.163)	0.045 (0.244)	0.005 (0.289)
<b>YNI</b>	0.376 (0.159)	0.157 (0.003)**	0.361 (0.195)	0.150 (0.007)**	0.523 (0.018)	0.20 (0.000)***	0.523 (0.028)**	0.20 (0.000)***
<b>PT</b>	0.368 (0.655)	0.078 (0.506)**	0.393 (0.631)	0.091 (0.437)	1.886 (0.010)**	0.255 (0.009)**	1.883 (0.017)**	0.255 (0.015)**
<b>H1</b>	-0.025 (0.812)	0.071 (0.040)**	-0.034 (0.746)	0.066 (0.062)*	-0.08 (0.556)	0.083 (0.000)***	-0.08 (0.444)	0.083 (0.011)**
<b>CRISI</b>	-0.160 (0.000)***	-0.013 (0.018)**	-0.160 (0.000)***	-0.013 (0.018)**	-0.122 (0.000)***	-0.010 (0.009)**	-0.121 (0.000)***	-0.010 (0.012)**
<b>CONS</b>	-0.149 (0.775)	-0.048 (0.454)	-0.134 (0.804)	-0.045 (0.548)	-0.996 (0.014)**	-0.157 (0.003)**	-0.996 (0.143)	-0.157 (0.047)**
<b>No obser.</b>	106	106	106	106	106	106	106	106
<b>R2</b>	0.3696	0.5699	0.3690	0.5642				
<b>F-test</b>	8.53	7.02	7.83	6.81				
<b>prob&gt;F</b>	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***				
<b>Wald chi2</b>					98.62	252.55	127.84	94.45
<b>Prob&gt;chi2</b>					(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***	(0.000)***

## Anexo IV

### Variables empleadas en la regresión

#### Simbolo

#### Definición

#### 1. Variables Dependientes

##### Variables de desempeño

ROA	<i>ROA (Utilidad neta/Activos)</i> : esta razón financiera indica la rentabilidad neta se que obtiene por cada peso que posee la entidad como activos.
ROE	<i>ROE (Utilidad neta/Patrimonio)</i> : esta es una razón financiera indica la rentabilidad que genera la empresa por cada peso invertido.

#### 2. Variables independientes

##### Variables de gobernabilidad

FUS	<i>Fusionado</i> esta variable es dicotomica, se construyó para identificar cuales intermediarios financieros presentaron algún tipo de fusión en el periodo entre 1999-2006.
CR4	Concentración de la propiedad directa de los 4 accionistas mayoritarios
ESTA	<i>Propiedad estatal</i> esta variable es dicotómica y toma el valor de uno (1) si la propiedad de origen estatal excede el 50% del total de las acciones y toma el valor de cero (0) en otro caso.
EXTR	<i>Propiedad extranjera</i> esta variable es una dummy y toma el valor de uno (1), si la propiedad extranjera excede el 50% del total de acciones de la entidad y cero (0) en otro caso,
COD	<i>Código de Gobierno Corporativo</i> esta variable se construyó con base en la resolución 275 de 2001, es una variable dummy y toma el valor de uno (1) cuando la entidad adopto prácticas de gobierno corporativo y cero en otro caso. Esta variable sólo se calcula para el año 2001-2006.

##### Variables de control

LNAC	<i>LN activos</i> esta variable se construyó como el logaritmo natural de los activos de cada intermediario financiero, y busca controlar las economías a escalas.
LNACPA	<i>LN(activos+pasivos)</i> ... busca controlar las economías a escalas.
H1	<i>Poder de mercado</i> esta variable se construyó dividiendo los activos de cada intermediario financiero, sobre el total de activos del Sistema Financiero colombiano, y busca controlar el poder de mercado
H	<i>Poder de mercado</i> esta variable busca controlar el poder de mercado y se construyó dividiendo los activos de cada intermediario financiero, sobre el total de cada subgrupo (ej. activos bancos /total activos bancos)

## ANEXO V

**Matriz de correlaciones de las variables utilizadas**

	ROA	ROE	FUS	CR4	RCR4	ESTA	EXTR	CDG	LNAC	H1	YNI	PT	EM	MN	CTS	CRISI
ROA	1															
ROE	0.9026	1														
FUS	0.2376	0.0808	1													
CR4	-0.0631	0.1050	-0.0534	1												
RCR4	0.0883	-0.1432	-0.0885	0.9396	1											
ESTA	0.2510	0.1123	0.3466	0.1966	0.2022	1										
EXTR	-0.4055	-0.3838	-0.4341	0.4053	0.3915	-0.1723	1									
CDG	0.2620	0.2389	0.1604	-0.0591	-0.0759	0.0764	-0.0718	1								
LNAC	0.1741	0.0786	0.3738	0.0520	0.0085	0.1875	-0.1288	0.1669	1							
HI	0.0042	0.1242	-0.0145	0.3976	-0.4077	0.0106	-0.1863	0.1431	0.2776	1						
YNI	0.0929	0.0331	-0.2139	0.0852	0.0980	0.0750	0.3203	0.2794	0.3026	0.0434	1					
PT	-0.0776	0.1540	0.3015	0.0433	0.0266	0.2293	0.2218	0.1969	0.4873	0.0826	0.7516	1				
EM	0.0974	0.1485	0.0898	0.1124	0.1007	-0.0304	-0.3438	0.1128	0.3383	0.2184	0.1523	0.0990	1			
MN	0.2224	0.2657	-0.0062	0.2204	0.1995	-0.2213	0.2090	0.2573	-0.1104	0.3305	-0.3349	0.1085	0.5189	1		
CTS	-0.1594	-0.0506	-0.2189	0.0854	0.1040	-0.0983	0.3544	0.2871	0.3152	0.0497	0.9863	0.7292	0.2344	0.3426	1	
CRISI	0.4744	-0.4520	-0.0587	0.0333	0.0542	0.0045	0.0359	0.4842	-0.0522	0.0776	0.0373	0.1490	0.0263	0.0942	0.0789	1