

MARÍA ANDREA TRUJILLO
ALEXANDER GUZMÁN
(COMPILADORES)

INVESTIGACIÓN SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Confederación Suiza

Departamento Federal de Asuntos Económicos (DFE)
Secretaría de Estado para Asuntos Económicos (SECO)



40
AÑOS
1975 - 2015



**Colegio de Estudios
Superiores de Administración**

INVESTIGACIÓN SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA

María Andrea Trujillo
Alexander Guzmán
(Compiladores)

INVESTIGACIÓN SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA

Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio –CONFECÁMARAS–
Swiss Secretariat for Economic Affairs –SECO–
Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA–

658.045 / T866i 2014

Investigación sobre gobierno corporativo en Colombia / María Andrea Trujillo, Alexander Guzmán (Compiladores). Colombia: Colegio de Estudios Superiores de Administración -CESA-. Dirección de Comunicaciones y Marketing, 2014. 362p.

ISBN: 978-958-8722-50-4

Descriptores:

- Gobierno Corporativo – Colombia
- Gobierno Corporativo – América Latina
- Gobierno Corporativo – Empresas familiares

© 2014 CESA – Colegio de Estudios Superiores de Administración

© 2014 Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio – Confecámaras

© 2014 Swiss Secretariat for Economic Affairs – SECO

© 2014 María Andrea Trujillo Dávila – maria.trujillo@cesa.edu.co

© 2014 Alexander Guzmán Vásquez – alexander.guzman@cesa.edu.co

ISBN: 978-958-8722-50-4

Comunicaciones y Marketing

Cra. 5A # 35 - 27 piso 3

www.editorialcesa.com

www.cesa.edu.co

Bogotá, D.C., junio de 2014

Nombre del Proyecto: Gobierno Corporativo

Código: 10013

Línea: Finanzas

Coordinación editorial:

CESA – Departamento de Comunicaciones y Marketing

Diseño y diagramación: José Ignacio Curcio Penen

Diseño de portada: Jesús Chaparro T.

Impresión: Imageprinting Ltda.

Todos los derechos reservados. Esta obra no puede ser reproducida sin el permiso previo escrito

Impreso y hecho en Colombia

Printed and made in Colombia

*Esta obra es dedicada a Juan Abel Lara Dorado, académico, investigador
y docente destacado, precursor de las cátedras de Gobierno Corporativo
en las universidades Nacional, del Cauca y Pontificia Javeriana.*

CONTENIDO

PRÓLOGO

Por la eficiencia competitiva de los empresarios colombianos	15
<i>Julián Domínguez Rivera</i>	

PRÓLOGO	19
<i>Thierry D. Buchs</i>	

1. INTRODUCCIÓN	21
1.1. Gobierno corporativo en América Latina y Colombia	21
1.2. Investigación sobre gobierno corporativo en Colombia	26
1.3. Referencias	36
2. GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA. TENDENCIAS ACTUALES	39
2.1. Introducción	40
2.2. Marco de Referencia	41
Marco teórico	41
Marco conceptual	44
Marco histórico	55
Marco legal	56
2.3. Características del gobierno corporativo en Colombia	59
Garantía de un marco eficaz para el gobierno corporativo	49
Los derechos de los accionistas y funciones	49
Tratamiento equitativo de los accionistas	50
El Papel de las partes interesadas	
en el ámbito del gobierno corporativo	50
Divulgación de datos y transparencia	50
Las responsabilidades del Consejo	51
2.4. Conclusiones	67
2.5. Referencias	68

3.	GOVERNANCE CODES: FACTS OR FICTIONS?	
	A STUDY OF GOVERNANCE CODES IN COLOMBIA	65
3.1.	Introduction	66
3.2.	Literature review	69
3.3.	OECD guidelines and code quality	70
3.4.	Data set and test	71
	Variables	72
	Regressions	74
	Test of hypotheses H1 and H1a	74
	Test of hypotheses H2 and H2a	76
	Mechanisms of improvement	78
3.5.	Conclusions	79
3.6.	References	80
4.	TRANSPARENCIA INFORMATIVA ‘ON-LINE’ EN EMPRESAS COLOMBIANAS	85
4.1.	Introducción	86
4.2.	Concepto e implicaciones de la transparencia informativa	87
4.3.	Investigaciones previas	89
4.4.	Metodología del estudio	94
4.5.	Resultados del estudio	95
4.6.	Conclusiones	103
4.7.	Referencias	104
5.	INTERNET-BASED CORPORATE DISCLOSURE AND MARKET VALUE:	
	EVIDENCE FROM LATIN AMERICA	109
5.1.	Introduction	110
5.2.	Literature review	113
5.3.	Data and corporate disclosure index	116
	Corporate Disclosure Index	116
	Variables description	125
	Descriptive statistics	127
5.4.	Empirical analysis	129
	Results	129
	Robustness checks	133
5.5.	Conclusion	136
5.6.	References	138
6.	FAMILY FIRMS AND FINANCIAL PERFORMANCE: THE COST OF GROWING	145
6.1.	Introduction	146
6.2.	Theoretical background and working hypotheses.	149
6.3.	Database and methodology	153

Contenido

The Measurement of Family Involvement	159
Performance Measure Variables	161
Control Variables	162
6.4. Econometric Results	167
Family Involvement and Performance Regressions	167
Partial Effects of Family Involvement	173
Robustness Checks	176
6.5. Conclusions	179
6.6. Acknowledgments	180
6.7. References	182
 7. FAMILY FIRMS AND DEBT: RISK AVERSION VERSUS RISK OF LOSING CONTROL	 189
7.1. Introduction	190
7.2. Family involvement and capital structure	192
7.3. Database and methodology	194
Measuring family involvement in the firm	198
Leverage measures	199
Control variables	199
7.4. Results	204
7.5. Robustness	212
7.6. Conclusion	216
6.7. References	217
 8. DIAGNÓSTICO DE GOBIERNO CORPORATIVO COMO MECANISMO EN LA PREVENCIÓN DEL FRAUDE EN EMPRESAS FAMILIARES	 221
8.1. Introducción	222
8.2. Antecedentes e importancia del gobierno corporativo	223
8.3. El gobierno corporativo dentro de la estructura de control interno	225
8.4. El riesgo de fraude en las empresas familiares	227
8.5. Gobierno corporativo en empresas familiares	230
Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo	232
Los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad	233
Tratamiento equitativo de los accionistas	235
El papel de las partes interesadas en el gobierno corporativo	235
Las responsabilidades del consejo	236
Revelación de datos y transparencia	241
Otros lineamientos del gobierno corporativo que impactan a las empresas familiares	243

8.6. Gobierno corporativo como estrategia	
en la reducción de fraude en las empresas familiares	244
8.7. Método de casos: diagnóstico en materia de prácticas de gobierno corporativo como estrategia en la prevención del fraude para el grupo Mikarena de Colombia	249
Cuantificación de los casos de fraude dentro del grupo Mikarena de Colombia	249
Metodología utilizada para la realización del diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo en el grupo Mikarena	251
Resultado del diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo practicado al grupo Mikarena	252
8.8. Situación actual y recomendaciones de gobierno corporativo para el grupo Mikarena de Colombia	253
8.9. Conclusiones	257
8.10. Referencias	258
8.11. Referencias sugeridas	263
9. ¿ES GARANTE DEL PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA LA IMPLEMENTACIÓN DE NORMAS INTERNACIONALES EN COLOMBIA?	265
9.1. Introducción	266
9.2. La transparencia definida como un principio del gobierno corporativo	267
Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y Auditoría (NIA) como uno de los medios para conseguir la transparencia	269
9.3. Estados financieros fraudulentos: un atentado contra la transparencia	273
9.4. Antecedentes que denotan la importancia de la veracidad contable o transparencia	278
9.5. El concepto de contabilidad creativa en las normas de contabilidad	279
9.6. La transparencia como cualidad de la información financiera en Colombia	281
9.7. El reto de la transparencia financiera para las organizaciones colombianas	282
La confiabilidad de los informes financieros	285
9.8. Conclusiones	289
9.9. Referencias	290

Contenido

10. FORMA LEGAL, INNOVACIÓN Y PRODUCTIVIDAD	
DE LAS FIRMAS EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA COLOMBIANA	293
10.1. Introducción	294
10.2. Antecedentes	295
La empresarialidad y la forma legal de firmas	295
La institución de la responsabilidad limitada	
y las teorías del stakeholder y el capital social	297
10.3. Análisis empírico	301
Análisis histórico	302
Evolución del entorno y la innovación institucional legal	
y los procesos productivos	304
Transición institucional ‘a medias’	305
10.4. Discusión	307
Por qué no se difundió la sociedad anónima abierta	307
Y por qué sí se difundió la sociedad limitada	310
10.5. Conclusión	312
10.6. Referencias	314

PRÓLOGO

Por la eficiencia competitiva de los empresarios colombianos

El mapa empresarial colombiano, al igual que el latinoamericano, está compuesto en más de un 90% por empresas pequeñas y medianas, cifra que permite dimensionar la importancia que representa para nuestra economía que tales unidades empresariales crezcan fuertes y sanas. Este es el objetivo de Confecámaras y la Red de Cámaras de Comercio, en su trabajo por la eficiencia competitiva de los empresarios y las regiones del país.

El modelo colombiano de Cámaras de Comercio es admirado universalmente por su permanente compromiso de capacitación, el cual brinda a los empresarios la posibilidad de acceder a nuevos mercados (tanto internos como externos), mejorar sus ingresos y efectuar negocios con seguridad; además de ofrecerles un completo abanico de servicios con notorio valor agregado.

Con este norte, las Cámaras de Comercio velan por que se acometan los retos del desarrollo que requiere Colombia en sus regiones, a la vez que trabajan por fortalecer a los empresarios, especialmente los más pequeños, preocupadas por el interés general de sus entornos. Esta labor se adelanta utilizando herramientas avanzadas que buscan en esencia la formalización, la eficiencia y la transparencia.

En conjunto con el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo se lideró con éxito el programa “Brigadas para la Formalización Nacional”, a través del cual, con la intervención en 503 municipios, se legalizaron más 70.000 unidades empresariales en los dos últimos años.

Con el reto de brindar información de valor para los empresarios, para las políticas públicas y para la transparencia en los negocios, las Cámaras de Comercio administran más de cinco millones de registros a través del Registro

Único Empresarial y Social (RUES), un instrumento fundamental para atacar la corrupción y propiciar la formalidad empresarial.

Igualmente, Confecámaras, en representación de la Red de Cámaras, forma parte de la Comisión Ciudadana de Lucha contra la Corrupción y la Veeduría a los programas del Departamento para la Prosperidad Social, como una contribución al manejo transparente de los recursos del Estado.

En el marco de esta labor es fundamental impulsar las buenas prácticas, las cuales tienen que ver con códigos de Buen Gobierno, esenciales para las empresas, dado que las hacen más eficientes y facilitan la construcción de consensos, y la administración del riesgo.

La consolidación de una cultura empresarial que involucre tanto la transparencia como una gestión adecuada del gobierno empresarial es imprescindible para la inserción de Colombia en el mercado global. La aplicación de estas buenas prácticas es factor determinante en iniciativas como el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y el ingreso a la Organización para el Desarrollo Económico (OCDE), que demandan, además de gestión del conocimiento, la aplicación de buenas prácticas por parte de las empresas que conforman los sectores productivos priorizados por el país.

En este marco, por cerca de quince años la Red de Cámaras de Comercio, consciente del papel fundamental que el Gobierno Corporativo juega en la competitividad y sostenibilidad de las empresas colombianas, ha venido impulsando iniciativas en la materia, contando con aliados extranjeros como el Centro Internacional para la Empresa Privada (CIPE) y el Gobierno Suizo, representado por la Secretaría de Estado para Asuntos Económicos (SECO), y nacionales como la Superintendencia de Sociedades, propiciando así el Gobierno Corporativo a través de la articulación de proyectos y la generación de conocimientos, convirtiéndose en la actualidad en un motor de buenas prácticas en el contexto nacional y un referente en la materia en el plano internacional.

Un aporte a la investigación

Este libro es fruto de un ejercicio riguroso de recopilación de algunas de las principales investigaciones sobre Gobierno Corporativo efectuadas por académicos colombianos, las cuales se convertirán en un valioso insumo para la toma de decisiones por parte de los sectores público, privado y académico, y para la aplicación de buenas prácticas por parte de las empresas.

Prólogo

Con gran satisfacción hemos encontrado que a pesar de la novedad y la carencia de datos sobre la gobernanza empresarial colombiana, en distintas instituciones universitarias de naturaleza pública y privada se han efectuado investigaciones académicas, y como un resultado reciente se ha construido una red de investigadores en Gobierno Corporativo para la generación de conocimiento en esta materia.

Colombia posee una amplia e interesante información de Gobierno Corporativo sobre empresas de capital cerrado que reposan en la Superintendencia de Sociedades, la cual ha sido tenida en cuenta para las políticas de supervisión de dicha entidad. Ahora esta información está a disposición de la academia, para realizar su trabajo de construcción de conocimiento, y de la empresa, para aplicar las mejores prácticas.

Esta publicación busca darle al empresario y a los implementadores de Gobierno Corporativo respuestas a las preguntas e hipótesis que pueden surgir en su trabajo relacionados con la transparencia y revelación de información, y la influencia entre el retorno de los activos y la adopción de buenas prácticas, las cuales serán más cercanas a su vivencia por tratarse de conclusiones que han surgido del propio tejido empresarial colombiano.

Confecámaras trabaja también con la academia en la creación de la Cátedra de Gobierno Corporativo, la cual cuenta hoy con más de 152 alumnos. Esperamos que esta publicación sea un referente para su formación en la buena gobernanza empresarial.

Expreso mis sinceros agradecimientos a las entidades tanto públicas como privadas que hicieron posible esta publicación, y mi reconocimiento por unirse al gran reto conjunto de trabajar articuladamente para establecer prioridades que permitan a los empresarios aplicar el buen Gobierno Corporativo con el fin de fortalecer sus actividades productivas y contribuir a la eficiencia competitiva de Colombia.

Julián Domínguez Rivera
Presidente
Confecámaras

PRÓLOGO

Durante los últimos quince años Colombia ha venido trabajando con ahínco en la promoción de buenas prácticas de gobierno corporativo, al impulsar reformas en las condiciones de emisiones para las grandes empresas, promulgar la Ley de mercado de capitales (Ley 964 de 2005), e implementar el Código País de Mejores Prácticas Corporativas y la Guía colombiana de gobierno corporativo para empresas familiares y cerradas.

Este trabajo de fondo se ha constituido en terreno fértil para las nuevas iniciativas enfocadas en la gestión del conocimiento de buen gobierno empresarial en empresas cerradas y familiares, las cuales frecuentemente se enfrentan con crisis de sucesión, conflictos internos y problemas de gestión estratégica. Una de estas nuevas iniciativas es un programa implementado por Confecámaras entre 2011 y 2014 con el apoyo financiero de la cooperación económica de Suiza, y que impulsó la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en más de 100 empresas familiares en ocho regiones del país. De hecho, Suiza, a través de su Programa de Cooperación al Desarrollo Económico (SECO), en asociación con la Corporación Financiera Internacional, Grupo Banco Mundial (IFC), ha venido apoyando más de 25 programas de promoción de gobierno corporativo en países en desarrollo y de Europa del Este, o de forma bilateral desde finales de los años noventa, con un enfoque de desarrollo de códigos nacionales de gobierno corporativo y de capacitación institucional a nivel de los reguladores e institutos nacionales de gobierno corporativo. No es entonces una coincidencia que Suiza siga apoyando la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en Colombia.

El proceso de integración de la bolsas de valores de Bogotá, Lima y Santiago, así como la Alianza del Pacífico, ofrecen un potencial adicional en el fortalecimiento de la competitividad empresarial de las empresas de la región, lo cual pasa también por la implementación de buenas prácticas de gobierno

corporativo, como lo demostró en los últimos diez años el caso emblemático del Novo Mercado Brasileiro. Adicionalmente, la invitación a Colombia por parte de la OCDE a iniciar un proceso de adhesión formal constituye otra gran oportunidad de seguir mejorando las prácticas internas de gobierno corporativo, no solo en empresas listadas sino también en empresas estatales, con base en los estándares desarrollados por la OCDE.

Por lo tanto, es crucial tener más evidencias empíricas e investigación de casos locales para ilustrar el impacto del gobierno corporativo sobre la toma de decisiones estratégicas, las ganancias por competitividad y el desempeño financiero de las empresas colombianas. Por todo ello el sector académico tiene un rol clave, sobre todo en la generación de conocimiento empírico sobre estos temas. La definición de una agenda de investigación en el tema es una oportunidad única para alimentar el proceso regulatorio y la auto-regulación de las empresas.

Este libro constituye un primer esfuerzo en esta dirección y demuestra el dinamismo del sector académico colombiano. Para la cooperación suiza, es muy grato poder apoyar este primer esfuerzo y acompañar este proceso de generación de conocimientos locales. Es un elemento fundamental del proceso dinámico de mejora continua que caracteriza el buen gobierno corporativo en general.

Thierry D. Buchs

Jefe de la Cooperación Económica

Programa de Cooperación al Desarrollo Económico en Colombia

Secretaría de Estado para Asuntos Económicos (SECO)

Embajada de Suiza

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Gobierno corporativo en América Latina y Colombia

El gobierno corporativo ha venido ganando relevancia en Colombia entre los profesionales y ejecutivos del sector empresarial, funcionarios públicos encargados de la gestión, regulación y supervisión, empresarios e investigadores. El creciente interés se ve reflejado en diferentes iniciativas públicas y privadas, como la adopción de buenas prácticas a nivel de empresas o cambios en la normatividad implementados por los reguladores. Además, la academia también ha hecho presencia. Lo anterior se evidencia principalmente en la organización de los diferentes eventos que han congregado alrededor del tema a académicos y profesionales, y en la atención que el estudio de esta temática ha despertado en algunos investigadores. Así, y como aún se percibe un bajo nivel de divulgación de los resultados de este tipo de investigaciones en el país, la presente publicación busca solucionar de alguna manera el problema divulgando los resultados obtenidos en diferentes proyectos de investigación. Sin embargo, antes de entrar en materia, y con el ánimo de entender mejor el interés creciente sobre este tema, es necesario revisar la forma como el gobierno corporativo se adoptó en Colombia y la relevancia que con el tiempo ha venido adquiriendo. En los siguientes párrafos se presentará de forma concisa cómo las buenas prácticas de gobierno se han vuelto una prioridad en Colombia¹.

El proceso de apertura económica llevado a cabo durante la década de los noventa permitió la llegada al país de diferentes inversionistas como, por ejem-

1 Para una revisión más detallada recomendamos al lector leer el capítulo de introducción que se encuentra en Guzmán y Trujillo (2012). Aquí se presentan tan solo algunos apartes del mencionado capítulo.

plo, la Corporación Financiera Internacional –IFC–, cuyo apoyo a las empresas privadas o estatales implicó una serie de compromisos, incluidos los relacionados con buenas prácticas de gobierno. La implementación del cambio en el gobierno corporativo de las empresas fue posible gracias a la asistencia técnica ofrecida por consultores de la IFC, conocedores de los principios de gobierno corporativo aceptados globalmente y propuestos por diferentes organismos multilaterales interesados en la implementación de buenas prácticas.

La OECD, uno de tales organismos multilaterales, promulgó en 1999 sus principios de gobierno corporativo, buscando convertirlos en un referente para reguladores, empresarios, inversionistas, académicos y demás interesados en este tema a nivel global. En la versión revisada de sus principios, la OECD (2004) hizo explícita la correspondencia entre la regulación en gobierno corporativo y la transparencia y eficiencia de los mercados, y resaltó la importancia de contar con organismos de supervisión, regulación y penalización relacionados con las buenas prácticas empresariales.

Buscando ambientar estos principios de gobierno corporativo para América Latina, en abril del año 2000 se reunió por primera vez la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, organizada con la colaboración de la OECD, el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional y socios regionales tanto públicos como privados (OECD, 2003). El trabajo realizado por la mesa redonda, publicado en 2003 bajo el título *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, tuvo en cuenta las particularidades de América Latina y puso especial énfasis en la necesidad de mejorar el cumplimiento y la aplicación de las normas en la región incentivando la cooperación entre sus países.

Otro organismo multilateral que ha contribuido enormemente al desarrollo de buenas prácticas de gobierno corporativo en los países latinoamericanos es el Banco de Desarrollo de América Latina (la antigua Corporación Andina de Fomento –CAF–). En el año 2005 la CAF publicó un documento de interés especial para reguladores, inversionistas, empresas y demás actores del mercado de capitales, titulado “Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo” (CAF, 2005), en el cual aclaró en qué medida cada decisión de gobierno corporativo debe ser tomada en cuenta por las grandes empresas, las empresas listadas, las sociedades anónimas y abiertas o las empresas cerradas. Lo anterior es especialmente relevante puesto que permite contextualizar las prácticas de gobierno corporativo en empresas cerradas, medianas y pequeñas, las cuales no están listadas en bolsa.

Junto con los esfuerzos internacionales mencionados, la intervención directa en Colombia por parte de organismos como el CIPE, Confecámaras y los entes de supervisión, ha sido necesaria y trascendental para lograr la concientización tanto de empresarios como de accionistas y reguladores en relación con la necesidad de contar con buenas prácticas en empresas listadas y de propiedad cerrada. De acuerdo con Prada (2011), el gobierno corporativo llegó a Colombia en 1999 gracias a un programa desarrollado conjuntamente por el CIPE y Confecámaras² destinado a difundir la importancia de las buenas prácticas en el gobierno de las empresas, especialmente de aquellas listadas en bolsa.

El proyecto establecido por estas dos entidades comprende diferentes frentes de acción: el diagnóstico de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas colombianas; el establecimiento de códigos de buen gobierno en el país; la capacitación en gobierno corporativo a consultores, emisores, inversionistas y firmas de auditoría; la divulgación de la importancia del gobierno corporativo a través de una estrategia de medios y la publicación de diversos trabajos con enfoque académico y práctico, y el apoyo a iniciativas legislativas que incrementen la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo (Gutiérrez, 2003).

El primer paso llevado a cabo por Confecámaras y CIPE, consistió en adelantar estudios entre 2000 y 2002 para determinar el estado del gobierno corporativo en Colombia, los cuales llevaron a resultados preocupantes; dentro de las principales debilidades encontradas estaban la falta de códigos de gobierno corporativo de adopción obligatoria o voluntaria en el país, la escasa independencia de los miembros de junta directiva, la baja aplicabilidad de los derechos existentes para los inversionistas, la necesidad de promulgar derechos adicionales para los inversionistas de conformidad con estándares internacionales, y la falta de una política clara de divulgación de la información.

Este diagnóstico, sumado al activismo del CIPE y Confecámaras, y al trabajo de organismos gubernamentales, explica en parte los cambios en la regulación surgidos en Colombia en la última década. Las normas establecidas durante

2 El CIPE, creado en 1983 como un instituto asociado a The National Endowment of Democracy –NED–, es un organismo sin ánimo de lucro, afiliado a la Cámara de Comercio de los Estados Unidos, que desde 1999 se interesó en el fortalecimiento de la democracia en Colombia a través del apoyo a la empresa privada. Confecámaras fue creada en 1969 por representantes de diferentes cámaras de comercio del país para facilitar la coordinación y asistencia en el desarrollo de sus funciones.

este periodo exigen a los principales inversionistas institucionales, los fondos de pensiones y cesantías, tener en cuenta el cumplimiento de estándares mínimos de buen gobierno para escoger las empresas en las que se van a realizar inversiones. Además, establecen exigencias específicas relacionadas, entre otras, con la revelación de información, el *insider trading*, los derechos de los accionistas minoritarios y la estructura e independencia de la junta directiva.

En el año 2007 un comité conformado por distintos actores del gobierno corporativo definió un mínimo de normas que deberían adoptar las empresas que actúan como emisores de títulos valores en la Bolsa de Valores de Colombia. El documento resultante de este trabajo se denominó Código de Mejores Prácticas Corporativas, más conocido como Código País.

Sin embargo, los avances no solo involucran empresas emisoras de valores; anteriormente se resaltó que uno de los aspectos más importantes de los “Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo” (CAF, 2005) es la intención de llevar tales prácticas de gobierno a empresas cerradas, medianas y pequeñas, pues un organismo multilateral latinoamericano como la CAF es consciente de la prevalencia de las sociedades cerradas y de familia en los países de América Latina, y Colombia es un claro ejemplo de esta realidad: en la actualidad menos de 100 empresas tienen inscritas sus acciones en la Bolsa de Valores de Colombia y tan solo 24 pueden ser consideradas de alta bursatilidad.

Debido a ello, en el año 2006 la CAF publicó el “Manual de gobierno corporativo para empresas de capital cerrado”, documento señalado como una herramienta de utilidad para las empresas pequeñas, medianas y grandes en las que existen limitaciones a la libre transmisión de las acciones o cuotas de participación. Este tipo de empresas son relevantes en América Latina puesto que generan la mayor contribución al PIB y el mayor número de empleos.

Partiendo de estos esfuerzos previos en el ámbito regional, la Superintendencia de Sociedades –SSOC–³ empezó a desempeñar un papel determinante en la implementación de buenas prácticas de gobierno en las empresas de capital cerrado en Colombia. En el año 2009 la SSOC, Confecámaras y la Cámara

3 SSOC es el órgano gubernamental de supervisión de las empresas del sector real, especialmente aquellas sociedades comerciales que no están sujetas a la supervisión de otro órgano gubernamental, como la Superintendencia de Servicios Públicos. Para el año 2012, más de 22.000 empresas con ingresos o activos superiores o iguales a US\$10.000 estaban bajo la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades.

de Comercio de Bogotá desarrollaron diversos lineamientos para incentivar el gobierno corporativo en estas sociedades, para lo cual establecieron la “Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia”. La preocupación central de Confecámaras y de la Cámara de Comercio de Bogotá, luego de la creación de esta guía, ha sido la implementación de las medidas en las empresas a las que están dirigidas. En esta etapa las dos entidades han realizado diferentes acciones: por ejemplo, durante el año 2010 se adelantó un programa de capacitación en gobierno corporativo a un equipo de consultores seleccionados mediante un riguroso proceso, para trabajar en la implementación de prácticas de buen gobierno en las sociedades cerradas y de familia.

Para adelantar las acciones señaladas Confecámaras cuenta con el apoyo de organismos internacionales como el CIPE y SECO⁴. El proyecto desarrollado por las tres entidades busca fortalecer la administración y el desempeño de las sociedades cerradas y de familia para aumentar su perdurabilidad y reducir su tasa de liquidación, facilitar su acceso a diferentes fuentes de financiamiento e impulsar la instauración de una cultura de buen gobierno empresarial en el país (Prada, 2011). En cumplimiento de tales objetivos, Confecámaras busca implementar las medidas sugeridas en la “Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia” en las organizaciones objetivo, realizando para ello, en diferentes empresas y con consultores capacitados en gobierno corporativo, una prueba piloto cuyo efecto aliente a otras empresas a seguir este camino.

Adicionalmente, Confecámaras ha venido trabajando conjuntamente con las instituciones de educación superior para crear conciencia respecto a la importancia de las buenas prácticas para la supervivencia de las empresas: el establecimiento de cátedras de gobierno corporativo en los programas de pregrado y el fortalecimiento de las redes entre los investigadores interesados en gobierno corporativo, forman parte de los objetivos que Confecámaras persigue en la actualidad.

Además, diferentes investigadores han llevado a cabo esfuerzos relevantes para discutir desde un punto de vista teórico y demostrar empíricamente que el

4 SECO es una de las oficinas que conforman el Departamento Federal de Asuntos Económicos, uno de los siete departamentos del gobierno federal de Suiza. SECO es responsable por la política económica nacional e internacional, las negociaciones comerciales y la política de empleo.

gobierno corporativo representa una necesidad para las empresas colombianas. Las buenas prácticas de gobierno son cruciales para aumentar la probabilidad de un buen retorno financiero por parte de los proveedores financieros, para mitigar la probabilidad de bancarrota y para mejorar el desempeño de las empresas, todo lo cual sucede sin importar la estructura de propiedad de la firma (cerrada, listada en bolsa, de propiedad del Estado, organizaciones no gubernamentales o sin ánimo de lucro, entre otras). En la siguiente sección se introducen brevemente los nueve artículos que conforman este libro (incluidos con anterioridad en diferentes obras), cuatro de ellos en inglés y cinco en español, los cuales representan una buena muestra de las publicaciones que los investigadores han llevado a cabo en Colombia como resultado de sus proyectos de investigación en gobierno corporativo.

1.2. Investigación sobre gobierno corporativo en Colombia

Uno de los propósitos del proyecto “Granting of the strengthening of corporate governance practices among Colombian family businesses” desarrollado por Confecámaras y la Secretaría de Estado de Asuntos Económicos de la Confederación Suiza (SECO), es fomentar la investigación académica sobre aspectos de gobierno corporativo con el fin de contribuir al desarrollo de políticas públicas y estándares que aumenten la competitividad y perdurabilidad de las empresas colombianas.

Esta iniciativa busca incentivar la creación y el desarrollo de cursos de formación para futuros profesionales con el fin de incorporar en las empresas buenas prácticas de gobierno corporativo, de forma que tanto los reguladores como los supervisores, los propietarios, los administradores y los demás grupos de interés con injerencia en las decisiones empresariales reciban los beneficios aportados por la docencia pero, sobre todo, por las investigaciones académicas.

La publicación que el lector tiene ahora en sus manos cumple con dicho propósito al presentar una compilación de trabajos de investigación elaborados por académicos de diferentes universidades colombianas que abordan diversas unidades de análisis en el contexto del Gobierno Corporativo. El hilo conductor hilvana aspectos claves en el proceso de implementación de prácticas de buen gobierno en Colombia tales como las tendencias y desafíos del Gobierno Corporativo, los avances en materia regulatoria, las consecuencias que conlleva

la adopción de códigos de buen gobierno sobre el desempeño y el acceso a los recursos financieros, la transparencia medida a través de los niveles de revelación de información y su impacto en el valor de las empresas listadas en bolsa, así como el análisis de los efectos que genera el Gobierno Corporativo en estructuras de propiedad particular como las empresas familiares.

Los artículos reunidos en esta obra, seleccionados principalmente por la relevancia que la discusión presente en cada uno de ellos representa tanto para los empresarios como para los demás actores interesados en las buenas prácticas de gobierno en el país, fueron sometidos a un proceso de evaluación por pares académicos y publicados previamente en revistas científicas, lo cual garantiza su calidad y la originalidad de sus aportes. Así, mediante una presentación coherente de dichos trabajos el lector podrá resolver cuestionamientos y plantear nuevos retos que contribuyan al desarrollo de esta temática.

Los compiladores de este libro reconocen que los derechos patrimoniales sobre los artículos en mención pertenecen a las revistas donde han sido previamente publicados y se cercioraron de contar con la aprobación de cada una de ellas para hacer uso de los mismos.

El primer artículo que ofrecemos al lector, incluido como el segundo capítulo de este libro, fue realizado por Sandra C. Gaitán Riaño (2009) y en él la autora presenta de manera concisa las bases de la teoría de agencia sobre las que se construye el modelo de gobierno corporativo y, además, sintetiza las características y variaciones del mismo en el ámbito internacional. A continuación comenta los lineamientos para el buen gobierno definidos por los estándares internacionales y los compara de manera minuciosa con la legislación colombiana lo cual permite entender mejor las normas que regulan las prácticas de gobierno empresarial en el país. Por otra parte, la autora reseña diferentes estudios elaborados en Colombia, los cuales dan cuenta de que para el año 2009 la protección al inversionista y la responsabilidad de las juntas directivas eran percibidas como debilidades en el sistema de gobierno de las empresas colombianas, aun cuando son asuntos fundamentales en el logro de los principios básicos de gobierno corporativo establecidos por la OCDE. Reconociendo que se han presentado avances en materia de regulación, consideramos que estos aspectos aún representan debilidades en el sistema de gobierno corporativo en Colombia.

Gaitán (2009) relaciona por año el número de empresas que adoptaron códigos de buen gobierno en el periodo 2001-2009, aspecto que sorprende y genera preocupación por el bajo número de empresas que reconocieron y

aceptaron las bondades de la implementación de dichos códigos. Según la autora, “la adopción de códigos de buen gobierno genera confianza en los inversionistas, se refleja en una mejor percepción de la empresa por parte del mercado y facilita la incursión en el mercado de valores al tiempo que promueve su profundización” (p. 65). Además, la promulgación e implementación de códigos de buen gobierno lleva a una mitigación de los costos y problemas de agencia, reduciendo el riesgo de pérdidas económicas. Para Gaitán (2009) es más alarmante aún la falta de preocupación de las empresas por actualizar sus códigos de buen gobierno, pues una vez promulgados, aproximadamente la mitad de ellas no realizan modificaciones a los mismos.

Es necesario aclarar que el trabajo de Gaitán es descriptivo y encuentra un buen complemento en el estudio empírico realizado por Benavides y Mongrut (2010) (incluido en el capítulo 3 de este libro) quienes decidieron analizar empíricamente la relación entre la implementación de buenas prácticas, el desempeño financiero y el acceso a recursos de las empresas, para lo cual partieron del análisis de un conjunto de más de 100 empresas con código de buen gobierno en el país, utilizando una muestra de 43 firmas, excluyendo aquellas provenientes del sector financiero. El análisis comprendió un periodo de diez años (1997-2006), lo cual les permitió contar con años pre y post adopción de códigos de buen gobierno para cada una de las empresas de su muestra.

Las hipótesis de trabajo de Benavides y Mongrut pueden sintetizarse de la siguiente forma: los autores aseguran que una empresa que se compromete de manera creíble a no expropiar a sus proveedores financieros cuenta con costos de capital más bajos y puede encontrar con mayor facilidad proyectos de valor presente neto positivos; además, si cuenta con una buena estructura de gobierno reduce costos de supervisión lo cual debe percibirse como un incremento en el desempeño financiero una vez adoptados los códigos de buen gobierno.

Por otra parte, la adopción de códigos y la consecuente reducción en el riesgo afectan de manera positiva la voluntad de los acreedores financieros a proveer fondos a las empresas; en consecuencia, empresas que implementen códigos de buen gobierno deberían mostrar un incremento en su nivel de endeudamiento.

Benavides y Mongrut (2010) encuentran que la adopción de códigos de buen gobierno por parte de las empresas colombianas tiene un efecto positivo en el retorno sobre los activos. Es más, entre más comprehensivo o de mejor calidad sea el código el efecto será aún más importante. De igual manera, los autores encuentran mayores niveles de endeudamiento para las empresas que

cuentan con códigos de buen gobierno y un impacto más positivo sobre el acceso a fondos para las empresas con los mejores códigos. En general, estos hallazgos soportan los beneficios en la implementación de códigos de buen gobierno discutidos previamente en la literatura y señalados por Gaitán (2009) en el análisis descriptivo y teórico del caso colombiano.

Estos dos artículos constituyen los antecedentes generales sobre la investigación en gobierno corporativo en Colombia. Posteriormente se han abordado temas más específicos dentro del marco general de buenas prácticas: por ejemplo, en los capítulos cuatro y cinco de este libro se presentan dos artículos, publicados en 2013, relacionados con la transparencia y revelación de la información. Debido a la concentración de la propiedad y los bajos niveles de protección al inversionista en comparación con estándares internacionales, la transparencia y revelación de la información constituyen prácticas fundamentales para mitigar los riesgos de fraude y la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios, además de reducir las asimetrías de información entre internos y externos, y permitir una mejor valoración de las empresas.

El capítulo cuarto presenta el análisis descriptivo realizado por Diego Fernando Católico y Fabio Enrique Gómez (2013) respecto al nivel de revelación de información a través de Internet por parte de las 100 empresas más grandes en Colombia, de acuerdo con el nivel de ingresos y utilidades, incluyendo, entre otros, los sectores de hidrocarburos, telecomunicaciones, comercio al por mayor y al por menor, y los servicios públicos. Para llevar a cabo su estudio, los autores construyeron un índice a partir de 47 variables relacionadas con información financiera (contable, presupuestal y de control) y no financiera (gobierno corporativo, responsabilidad social y ambiental), así como aquella vinculada con condiciones de navegabilidad, acceso y diseño de los sitios Web de las empresas.

Un primer resultado que puede pasar desapercibido para el lector, pero sobre el que queremos hacer énfasis, es que de las 100 empresas más grandes del país, tres no cuentan con página en Internet. Esto de por sí ya es un indicativo de la poca importancia que las empresas prestan a las diferentes maneras de revelar y reducir asimetrías de información con los diferentes grupos de interés. Sin embargo, Católico y Gómez resaltan avances en esta materia, pues un estudio similar, realizado en el año 2008 y reseñado por los autores, encuentra presencia en Internet para tan solo el 73% de las empresas.

Resultados más detallados muestran que, en el mejor de los casos, aproximadamente la mitad de las empresas deciden incorporar información de los estados

financieros en sus páginas en Internet. Respecto a la revelación relacionada con el gobierno corporativo, solo 53 empresas presentan sus códigos de buen gobierno en la página Web, y el nivel de revelación es aún menor cuando se trata de informar el cumplimiento de tales códigos (solo 30 empresas lo hacen). En relación con la responsabilidad social y la sostenibilidad de las empresas se percibe un poco más de revelación (60% de las firmas en promedio). Los resultados muestran en general bajos niveles de revelación por lo cual Católico y Gómez (2013) concluyen el artículo reflexionando sobre esta situación y esperando generar un mayor nivel de conciencia respecto a la importancia de esta dimensión del buen gobierno organizacional.

Sin embargo, ¿el nivel de revelación y transparencia tendrá algún impacto sobre el valor de las empresas? Si la revelación efectivamente hace parte de un buen sistema de gobierno corporativo sería de esperar que mayores niveles de revelación se traduzcan en un mayor valor de las empresas y más riqueza para sus accionistas. Este cuestionamiento es abordado por Urbi Garay, Maximiliano González, Alexander Guzmán y María Andrea Trujillo (2013), artículo que incluimos en el capítulo quinto de este libro. Estos autores analizan de igual manera el nivel de revelación de información de las empresas a través de sus páginas Web y extienden el análisis hasta contrastar si dicho nivel de transparencia tiene algún impacto sobre el valor financiero de la empresa. Para adelantar su estudio construyeron un índice de revelación de información corporativa en Internet para una muestra de empresas latinoamericanas (473 firmas), incluidas algunas colombianas (30 firmas). El índice busca medir la revelación de información financiera y de gobierno corporativo, de los informes de gestión anuales, así como los mecanismos de interacción con los accionistas a través de las páginas Web, y las opciones de participación y revelación de la información mediante herramientas de audio y video.

Garay y colaboradores muestran cómo la revelación de información y la transparencia de las empresas se incrementó en promedio para la región entre el año 2006 y el 2010, siendo México y Brasil, los países con los mercados de capitales más desarrollados, los que muestran un mayor nivel de revelación. Además, las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Nueva York presentan un nivel de revelación de información alto en comparación con la revelación promedio realizada por las empresas de la muestra, y mucho mayor con respecto al de las empresas listadas únicamente en los mercados locales.

Sin embargo, el hallazgo más relevante en este trabajo de Garay et al. (2013) consistió en encontrar empíricamente una relación positiva y significativa entre

el nivel de revelación y el valor de las empresas en América Latina. Además, los autores descompusieron el índice en diferentes factores y encontraron que la revelación de información relacionada con la composición de la junta y la estructura organizacional, y la interacción de los accionistas con los administradores a través de la página Web, son determinantes en la relación positiva entre revelación y valor de la empresa. En general, los hallazgos sugieren que las empresas pueden diferenciarse adoptando medidas de revelación de información a través de Internet, y que estos mayores niveles de revelación son valorados por el mercado de capitales.

Además de estos estudios relacionados con transparencia y revelación de información, encontramos estudios sobre gobierno corporativo y problemas de agencia en el contexto de diferentes estructuras organizacionales como, por ejemplo, en empresas familiares. La teoría de agencia tradicional (Fama y Jensen, 1983) sugiere que en las empresas familiares se presentan menos problemas de agencia dadas las características particulares de este tipo de empresas. Por ejemplo, la concentración de la propiedad y la participación de la familia fundadora en la gerencia de la empresa sugieren una alineación de intereses entre propietarios y familiares, y en consecuencia, menos problemas de agencia.

No obstante, aportes posteriores han señalado que las empresas familiares no son inmunes a los problemas de agencia y que, por el contrario, se pueden exacerbar bajo determinadas circunstancias (Schulze et al., 2001; Uhlaner et al., 2007; Songini y Gnan, 2013). Por ejemplo, Schulze et al. (2003) aseguran que la dispersión de la propiedad que se da en empresas familiares puede llevar a una divergencia en los intereses de quienes dirigen la firma, y otros accionistas, sean estos familiares o no. La rivalidad entre hermanos, los conflictos de identidad, los deseos de los hijos por diferenciarse de sus padres, los problemas matrimoniales o los disentimientos en los objetivos relacionados con el desarrollo de la empresa, incrementan los conflictos de intereses, dificultan la coordinación de los equipos gerenciales y conducen a la toma de decisiones equivocadas o poco provechosas en relación con inversiones estratégicas, como aquellas destinadas a investigación y desarrollo (Block, 2012).

En este contexto se enmarcan los trabajos de Maximiliano González, Alexander Guzmán, Carlos Pombo y María Andrea Trujillo (2012, 2013); se trata de dos investigaciones relacionadas con las empresas familiares, los problemas de agencia, y su incidencia en el desempeño financiero y el nivel de endeudamiento, las cuales se presentan en los capítulos 6 y 7. El capítulo 6 (González et al., 2012) incluye la investigación relacionada con el desempeño financiero de las

empresas familiares, en la cual los autores presentan una revisión de la literatura a partir de la teoría de agencia donde encontraron que las empresas familiares pueden tener un mejor o peor desempeño financiero en comparación con las no familiares. Para llevar a cabo su estudio conformaron una muestra de 523 empresas de las que consiguieron información financiera, de involucramiento familiar, idiosincrática de la firma y de gobierno corporativo, teniendo en cuenta la afiliación de la mayoría de estas empresas a grupos económicos.

Además, en lugar de adoptar una única definición de empresa familiar, los autores investigaron los efectos que conllevan la propiedad directa, el control piramidal o la junta directiva sobre su desempeño, así como el involucrar a la familia en la gerencia, y encontraron que tales acciones tienen un impacto positivo sobre las empresas jóvenes y pequeñas mientras que el impacto se hace negativo para las empresas antiguas y de gran tamaño. En un análisis marginal encontraron que para empresas con más de veinticinco años de vida y un promedio de US\$22 millones en activos, el involucrar a la familia en cualquiera de los casos expuestos tiene un efecto negativo sobre su desempeño. Lo anterior sugiere que las familias en las empresas mitigan los conflictos de agencia y generan un impacto positivo sobre el desempeño en las etapas tempranas, cuando la operación de la empresa no es tan compleja. Sin embargo, cuando la empresa crece y se envejece, la complejidad de sus operaciones y la presencia de un mayor número de miembros familiares hace que, en promedio, se generen costos mayores en términos de valor económico. Por otra parte, González et al. (2012) encuentran que el involucrar a miembros de la familia en la junta directiva genera un impacto positivo sobre el desempeño, sugiriendo que pueden llegar a ser buenos directores.

A continuación, en el capítulo 7 se presenta la segunda investigación de González et al. (2013) mencionada anteriormente, donde los autores analizan la relación entre el involucramiento familiar y el nivel de endeudamiento en las empresas y encuentran, sobre la misma base de datos (es decir, 523 empresas), que el 80% de ellas tienen algún tipo de afiliación a un grupo económico. Los resultados son interesantes desde la perspectiva de agencia: cuando el fundador, o uno de los herederos, se desempeña como gerente de la empresa, el nivel de endeudamiento tiende a ser menor en comparación con empresas con gerentes no familiares. Esto sugiere que la figura del gerente familiar se asocia con menos problemas de agencia, y la deuda, como un mecanismo que disciplina al gerente, es menos necesaria en este contexto. Sin embargo, cuando la empresa envejece el efecto del gerente familiar es el opuesto llevando a un mayor nivel de endeudamiento.

damiento. Esto da origen a una explicación alternativa: en empresas jóvenes los gerentes familiares prefieren menos deuda porque desean proteger a sus empresas del riesgo de quiebra, pero una vez la empresa afronta necesidades de financiación para soportar su crecimiento, los gerentes familiares prefieren mayores niveles de deuda antes que ceder el control invitando a nuevos accionistas.

Con respecto a la familia como accionista mayoritario o controlante, González et al. (2013) encuentran mayores niveles de endeudamiento. Lo anterior sugiere que las familias utilizan la deuda para remover flujo de caja en poder del gerente y mitigar los problemas de agencia. Una explicación alternativa es que las familias utilizan mayores niveles de deuda para conservar el control de sus empresas, lo cual tiene unos beneficios monetarios que solo puede disfrutar el accionista controlante. Finalmente, la presencia de la familia en la junta directiva lleva a menores niveles de deuda, lo que sugiere que los miembros familiares son adversos al riesgo y desde la junta limitan el nivel de endeudamiento al que se expone la empresa. Sin embargo, una explicación alternativa es que los directores familiares son buenos supervisores y la deuda, como un mecanismo que controla los problemas de agencia, es menos necesaria en este contexto.

En el capítulo 8 se presenta el trabajo de Natalia Andrea Baracaldo-Lozano (2013a), en donde analiza el gobierno corporativo como un mecanismo en la prevención del fraude en las empresas familiares. La autora asegura que las debilidades en la estructura de gobierno corporativo de las empresas afectan directamente el sistema de control interno de las organizaciones (p. ej., la inexistencia de políticas y de códigos de conducta que regulen el comportamiento de los miembros familiares y no familiares), exacerbando los conflictos de intereses y llevando a escenarios propicios para la generación de fraudes. Para demostrar la relación que se presenta entre las debilidades en la estructura de gobierno y el fraude empresarial, la autora examina el caso de un grupo de empresas controlado por una familia, y de su análisis surge que existe una relación directa entre el fraude y las prácticas inadecuadas de gobierno corporativo.

Para desarrollar este trabajo, Baracaldo-Lozano presenta inicialmente la relación entre el gobierno corporativo y la estructura de control interno, y asegura que la exposición al riesgo de fraude de las empresas familiares es igual al de cualquier empresa, y que, por lo tanto, su prevención es igualmente necesaria. Además, hace un resumen de los diferentes casos de fraude que motivaron la promulgación de la ley Sarbanes-Oxley en el año 2002 en los Estados Unidos, bajo la cual se ofrece un marco de referencia para la creación de un mejor

sistema de gobierno corporativo a nivel de empresa en ese país. Luego discute brevemente los lineamientos internacionales para el buen gobierno e incluye la descripción de algunos mecanismos de gobierno que se aplican a las empresas familiares como, por ejemplo, el protocolo familiar.

Para realizar su análisis Baracaldo-Lozano examina cinco empresas del mismo grupo familiar y describe con claridad los diferentes casos de fraude identificados en ellas. Además, hace un diagnóstico de las prácticas de gobierno corporativo presentes en dichas empresas, tomando como punto de partida diferentes categorías definidas en la encuesta de buenas prácticas de la Superintendencia de Sociedades en el año 2008 (17 categorías en total), y encuentra que las calificaciones más bajas se presentan en relación con las políticas antifraude. La autora concluye que, cuando se implementan en las organizaciones, las buenas prácticas de gobierno corporativo reducen el riesgo de fraude al llevar implícito un sello de transparencia que minimiza la aparición de actuaciones fraudulentas gracias al enfoque ético que representan.

Los cambios en el entorno empresarial y en la regulación existente, a la vez que representan nuevos desafíos, permiten el surgimiento de análisis inéditos en el contexto del gobierno corporativo; uno de los cambios más relevantes que enfrenta el sector empresarial en la actualidad es la implementación de normas internacionales para la generación y presentación de los estados financieros. Así, en el capítulo 9 de esta publicación se incluye la investigación de Natalia Andrea Baracaldo-Lozano (2013b) en la cual analiza los cambios en el entorno con el fin de reflexionar acerca de la implementación de normas internacionales en Colombia y del principio de transparencia en el marco del gobierno corporativo.

En principio, Baracaldo-Lozano resalta la relación entre los objetivos de la OCDE y los de *The International Financial Reporting Standards Foundation – IFRS Foundation*– y asegura que para la OCDE es una prioridad la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluidos la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa, lo cual es coherente con el objetivo de la *IFRS Foundation*, que busca desarrollar, promover y proveer estándares y normas de información financiera para lograr una revelación de la situación de la empresa lo más cercana a la realidad. Sin embargo, el objetivo de la autora en este artículo es demostrar que para alcanzar un nivel de transparencia que favorezca a la empresa, y reduzca las asimetrías de información y el riesgo de fraude financiero, es necesario no limitarse a la aplicación tanto de las Normas Internacionales de Información

Financiera (NIIF) como de las Normas Internacionales de Auditoría (NIA), sino contar además con buenas prácticas de gobierno corporativo que comprendan un modelo adecuado de control interno, políticas contables claras, auditorías periódicas y políticas para difusión de la información.

En cumplimiento de este objetivo, Baracaldo-Lozano (2013b) presenta la transparencia como un principio de gobierno corporativo, discute sobre la existencia de estados financieros fraudulentos, y analiza el concepto de contabilidad creativa, el cual define como el proceso mediante el cual se explotan las “zonas grises” y las flexibilidades de las normas contables para manipular las cifras reflejadas en las cuentas de una empresa. Esta discusión es de gran importancia, más aún en el contexto colombiano. La autora concluye con reflexiones sobre la necesidad de contar con un buen sistema de gobierno corporativo, ya que por sí solas las normas internacionales de contabilidad e información financiera no representan una garantía de transparencia ni de veracidad de la información.

Finalmente, en el capítulo 10 se presenta el trabajo de Iván Darío Hernández Umaña (2005) como un antecedente de investigación valioso que analiza la incidencia de la estructura de propiedad sobre la innovación y la productividad de las empresas de la industria manufacturera colombiana. Para Hernández, la separación entre propiedad y control, estudiada de manera extensa en la teoría de agencia, no solo afecta las motivaciones de los gerentes y los accionistas, sino que, además, incide en el énfasis que los ejecutivos, los productores, los proveedores, los clientes y los trabajadores dedicados ponen en la investigación y el desarrollo. Al respecto se ha discutido extensamente el cambio en las motivaciones que supone para las personas el hecho de pasar de gerentes (que a la vez son propietarios) a personas que llevan a cabo la gerencia (sin propiedad) o a ostentar la propiedad de las empresas: los gerentes pueden perder proximidad y afinidad con los intereses de los propietarios y adoptar comportamientos en pro de sus propios intereses, mientras que los propietarios pueden descuidar su propiedad y no ejercer las funciones de control que se espera.

Sin embargo, un aspecto relevante para Hernández está en la separación entre el dueño y el innovador. El autor argumenta que la innovación es llevada a cabo principalmente por los empleados al interior de las empresas, y ya no por el fundador creativo, y que el cambio en la estructura de gobierno y en la forma legal de las mismas influye de manera determinante en las actividades innovadoras y productivas. Para Hernández, el análisis tradicional de agencia toma en cuenta principalmente gerentes y accionistas, y deja de lado otros grupos de interés

En este contexto, el autor argumenta que la confusión entre los intereses de los accionistas y los de los demás grupos de interés internos en la organización tiene un efecto negativo importante sobre la innovación. Además, sugiere en su análisis que la sociedad limitada, predominante en Colombia, surgió como una respuesta defensiva a una posible toma hostil por parte de grupos económicos, pero que limitó el acceso a la propiedad por parte de otros grupos de interés en las empresas, incluidos aquellos encargados de la innovación empresarial. Lo anterior, según el autor, explica el bajo nivel de innovación en las empresas colombianas, y el hecho de que la propiedad de las empresas esté limitada a un pequeño grupo de personas dentro de la sociedad, llevando a resultados subóptimos.

Esperamos que los lectores disfruten estos artículos y se beneficien de las discusiones y hallazgos aquí presentados.

1.3. Referencias

- [1]. Baracaldo-Lozano, Natalia (2013a). Diagnóstico de gobierno corporativo como mecanismo en la prevención del fraude en empresas familiares (aplicación de método de casos). *Cuadernos de Contabilidad* 14(35):581-615.
- [2]. Baracaldo-Lozano, Natalia (2013b). ¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales en Colombia?. *Cuadernos de Contabilidad* 14(36): 1097-1120.
- [3]. Benavides, Julián y Samuel Mongrut (2010). Governance codes: facts or fictions? A study of governance codes in Colombia, *Estudios Gerenciales* 26(117): 85-102.
- [4]. Block, Joern (2012). R&D investments in family and founder firms: An agency perspective, *Journal of Business Venturing* 27(2): 248-265.
- [5]. Católico, Diego y Fabio Gómez (2013). Transparencia informativa *on-line* en empresas colombianas. *Revista Internacional Legis de Contabilidad & Auditoría* 55:93-118.
- [6]. Fama, Eugene y Michael Jensen (1983), Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.
- [7]. Gutiérrez, Paola (2003). La calificación de Colombia en prácticas de gobierno corporativo: Confecámaras promueve el gobierno corporativo en

- Colombia, en CIPE (eds.), *En busca de buenos directores: una guía hacia la formación del gobierno corporativo en el siglo 21*, CIPE: Washington DC.
- [8]. Gaitán, Sandra (2009). Gobierno corporativo en Colombia. Tendencias actuales. *AD-minister* 15:137-153.
 - [9]. Garay, Urbi, Maximiliano González, Alexander Guzmán y María Andrea Trujillo (2013). Internet-Based Corporate Disclosure and Market Value: Evidence from Latin America, *Emerging Markets Review* 17(1):150-168.
 - [10]. González, Maximiliano, Alexander Guzmán, Carlos Pombo y María Andrea Trujillo (2012). Family firms and financial performance: The cost of growing, *Emerging Markets Review* 13(4):626-649
 - [11]. González, Maximiliano, Alexander Guzmán, Carlos Pombo y María Andrea Trujillo (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control, *Journal of Business Research* 66(11):2308-2320.
 - [12]. Guzmán, Alexander y María Andrea Trujillo (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en sociedades cerradas*. Editorial CESA con el apoyo de Confecámaras, CIPE, SECO y la Cámara de Comercio de Bogotá: Bogotá.
 - [13]. Hernández, Iván (2005). La forma legal y la productividad e innovación de las firmas en la industria manufacturera de Colombia. *Cuadernos de Economía* 42:135-160.
 - [14]. OCDE (2003). *White paper on corporate governance in Latin America*, OECD, Paris.
 - [15]. OCDE (2004). *OECD principles of corporate governance*, OECD, París.
 - [16]. Prada, Francisco (2011). Colombia: del mero cumplimiento a la convicción sobre el Gobierno Corporativo, en IGCLA y GCGF (eds.), *Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011*, IGCLA y GCGF.
 - [17]. Schulze, William; Michael Lubatkin, Richard Dino y Ann Buchholtz (2001). Agency relationships in family firms: theory and evidence, *Organization Science* 12(2): 99-116.
 - [18]. Schulze, William, Michael Lubatkin y Richard Dino (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms, *Academy of Management Journal* 46(2): 179-194.

- [19]. Songini, Lucrezia, y Luca Gnan (2013). Family involvement and agency cost control mechanisms in family Small and Medium-Sized enterprise, *Journal of Small Business Management*, forthcoming.
- [20]. Uhlaner, Lorraine, Mike Wright y Morten Huse (2007). Private firms and corporate governance: An integrated economic and management perspective, *Small Business Economics*, 29(3): 225–241.

2. GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA. TENDENCIAS ACTUALES¹⁻²

Resumen

La Ley 275 de 2001 determinó el sistema de Gobierno Corporativo colombiano. El presente documento permite una mirada desde su entrada en vigencia. Se comentan los lineamientos de los estándares internacionales en esta materia y se comparan con la legislación nacional. Se evalúan las características del Código de Buen Gobierno en Colombia donde se promueve el logro de la competitividad, sostenibilidad y profundización del mercado accionario con base en los principios de la OCDE. Se cotejan estudios realizados en el país (2002, 2007) donde se observa deficiencia en los códigos de las empresas en cuanto a la protección del inversionista, el papel de las juntas directivas y la transparencia en la información. Se expone también cómo ha sido la penetración anual en la adopción de prácticas de buen gobierno en Colombia y la preocupación de empresas privadas del sector financiero por adoptar dichas prácticas. El 60% de las organizaciones no han efectuado modificaciones al código desde su puesta en marcha.

1 Este artículo fue publicado originalmente en la Revista AD-minister. La referencia bibliográfica es la siguiente: Gaitán, Sandra (2009). Gobierno corporativo en Colombia. Tendencias actuales. AD-minister 15:137-153.

2 Sandra C. Gaitán Riaño. Ingeniera Civil, Universidad Nacional de Colombia. Especialista en Finanzas y Magíster en Administración, Universidad EAFIT. Profesora del Departamento de Finanzas, Universidad EAFIT. Mail [sgaitanr@eafit.edu.co].

Palabras clave

Gobierno corporativo, mejores prácticas de gobierno corporativo, grupos de interés, código país.

Clasificación JEL: G30

2.1. Introducción

El estudio del estado actual del gobierno corporativo abarca aspectos como el regulatorio, económico, político, social, corporativo y financiero; por tal motivo se ha tratado de indagar el mayor número posible de fuentes bibliográficas y documentos de investigación que brinden un panorama de posibilidades dentro del marco de referencia en estudio.

En octubre de 2005 y diciembre de 2006, el Estado colombiano comenzó a desarrollar el proyecto Código País. Fue una iniciativa de la Superintendencia Financiera de Colombia con la participación de los gremios y agentes nacionales más importantes: Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Asobancaria; Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, Asofondos; Asociación de Fiduciarias, Asofiduciarias; Asociación Nacional de Empresarios de Colombia, Andi; Bolsa de Valores de Colombia, BVC; Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, Confecámaras; Federación de Aseguradores de Colombia, Fasecolda (Colombia Capital, s/f).

El código país es un punto de partida en la preocupación del gobierno por la profundización del mercado de capitales, para contribuir a la confianza de los inversionistas y estar a la altura de los estándares internacionales. En ese sentido, se busca establecer lineamientos, políticas y exigencias para un código de buen gobierno (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007; Indacochea, s/f; Chisari & Ferro, 2009; Familiar, 2003).

La importancia que este tema representa en el desarrollo económico global está demostrada por el respaldo de organizaciones de diversos países a nivel mundial (Gobierno Corporativo, s/f; Internacional Finance Corporation, 2008). Entre ellas, las siguientes: Asofondos, Asobancaria, BVC, Fasecolda, Confecámaras, Instituto de Ciencia Política—revista Perspectiva, SFC (Superintendencia Financiera de Colombia), Supersociedades (Superintendencia de Sociedades), en Colombia; la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo

Económico), en Francia; la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) y el IIMV (Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores), en España; el CIPE (Centro Internacional para la Empresa Privada), Global CG Forum (Foro Mundial), BID (Banco Interamericano de Desarrollo), CII (Corporación Interamericana de Inversiones), Corporación financiera internacional, Banco Mundial y NACD (National Association of Corporate Directors), en Washington; el CEGC (Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo) y la CNV (Comisión Nacional de Valores), en Panamá; la CAF (Corporación Andina de Fomento); AVE (Asociación Venezolana de Ejecutivos), en Venezuela; BVQ (Bolsa de Valores de Quito), en Ecuador; Procapitales y Conasev (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores), en Perú; BBV (Bolsa Boliviana de Valores), en Bolivia; GC Chile (Instituto de Auditoría Interna y Gobierno Corporativo de Chile), en Chile; Bovespa (Bolsa de Valores de Sao Paulo) y IBGC (Instituto Brasileiro de Gobierno Corporativo), en Brasil; Fundece (Fundación para la Calidad y la Excelencia en los Negocios), CNV (Comisión Nacional de Valores), FIBC (Federación Iberoamericana de Bolsas de Comercio e IARSE (Instituto Argentino de Responsabilidad Social Empresarial), en Argentina.

El estudio del gobierno corporativo se presenta como una necesidad ya que para lograr la competitividad de las empresas se requiere el establecimiento de criterios que coadyuven a una toma de decisiones que busque el desarrollo sostenible (Ganga, Contreras y Vera Garnica, 2008; Clarke & Dela Rama, 2009). De esta manera, se convierte en una variable fundamental para la creación de valor en las organizaciones (Klapper & Love, 2002; Gompers, Ishii & Metrick, 2003; Bebchuk, Cohen & Ferrel, 2009; “White paper sobre gobierno corporativo en América Latina”, 2004; Lefort, 2003). La experiencia muestra que empresas con deficiencia en mecanismos de gobierno corporativo jugaron un papel significativo en la crisis financiera mundial de 2007-2008 (Erkens, Hung & Matos, 2009).

2.2. Marco de Referencia

Marco teórico

La preocupación por la separación entre la propiedad y el control ha sido cuestionada por economistas clásicos desde Adam Smith (1776) hasta Berle y Means (1932). Ellos documentaron las formas como los administradores pueden tomar ventaja sobre los accionistas debido a la dispersión que existe entre esas dos características empresariales.

Esta dicotomía ha sido el punto de partida para estudios acerca del gobierno corporativo; a esos aspectos se han adicionado otras preocupaciones como la forma de seleccionar a los directivos y cómo deberían ser monitoreados y controlados (Stiglitz, 1991).

No obstante, dicha problemática ha sido cuestionada dentro de lo que se conoce como teoría de agencia, es decir, se presenta una relación de agencia entre el principal (inversionista, dueño) y el agente (director, administrador). En la teoría de agencia tradicional se expone la existencia de un conflicto de intereses entre los dueños y sus agentes (gerentes, directores, etc.), los cuales podrían llevar a los administradores a tomar decisiones no favorables para los accionistas (Berle & Means, 1932). Por el contrario, la teoría de agencia multitarea (Dewatripont, Jewitt & Tirole, 2000) cuestiona el conflicto de intereses entre un grupo de agentes cuando por lo menos uno de ellos está vinculado a un dueño diferente. En síntesis: en la teoría de agencia tradicional se concibe una relación uno a uno y en la teoría de agencia multitarea se examinan relaciones múltiples para explicar resultados.

Durante las últimas décadas se ha considerado que la teoría de agencia multitarea (multitask agency theory) es parte importante del estudio del gobierno corporativo (Child & Rodrigues, 2003). En el enfoque anterior de la teoría económica de la organización se consideraba que los agentes dirigían su atención en una sola tarea, pero investigaciones recientes han mostrado que ellos centran su atención en múltiples actividades que les son ofrecidas y su asignación va a depender de los beneficios derivados de estas y de sus posibles complementos o sustituciones.

En el caso de los gerentes, el orden de realización de las tareas y su prioridad se orientan hacia la realización de aquella tarea que le genere mayor incentivo. Si se mide su gestión en función de la Utilidad por Acción (UPA), él centrará sus esfuerzos en maximizar la upa antes que cualquier otra tarea, es decir, el agente trabaja para mejorar los indicadores y descuida otros aspectos importantes (Gorbaneff, Torres y Cardona, 2009).

En el caso de los miembros de juntas ocurre algo similar. Para ellos, la priorización de las decisiones está en función de las ventajas que estas les puedan brindar. Su atención estará centrada en aquellas tareas que le forjan mayor beneficio, sea estas la de realizar una inversión en un proyecto, a pesar de la generación de riesgo mayor para el negocio o una inversión en mejora de la eficiencia operacional o en la calidad del producto. Del mismo modo ocurre cuando los miembros de la junta hacen parte de diferentes compañías.

El gobierno corporativo procura la defensa de los intereses de los accionistas por medio de reglas, procedimientos, prácticas de negocio, cultura, entre otros aspectos. Lo hace dentro de la organización, buscando como objetivo la transparencia, objetividad y la competitividad en la gestión administrativa (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2004; Ustáriz González, 2004; Bhagat & Bolton, 2007).

De acuerdo con Shleifer & Vishny (1997), el gobierno corporativo se define como la forma en la cual el proveedor de dinero de la corporación asegura la consecución del retorno de sus inversiones.

Muchos esfuerzos se han enfocado en incrementar la transparencia, lo cual es benéfico para la empresa, pero implica costos. Hermalin y Weisbach (2007) demostraron cómo se puede entender el nivel de transparencia derivándolo de la relación entre la junta directiva y el CEO (Chief Executive Officer). Ellos argumentan que el nivel de transparencia se puede fijar como cantidad y calidad de la información a revelar, variables endógenas dentro del sistema de gobernabilidad.

Los costos de agencia que están asociados a la separación entre la propiedad y el control constituyen un elemento importante en el estudio del gobierno corporativo. Su nivel depende de la ley de cada país y del contrato establecido. Tales costos corresponden al monitoreo del agente (gerente) por parte del principal (propietario), el costo del agente para mostrar buen uso de los recursos y el costo correspondiente a las pérdidas residuales asociadas a la falta de mecanismos perfectos de control sobre el agente (Jensen & Meckling, 1976).

La función de las juntas directivas es un elemento importante como mecanismo de control para garantizar un buen sistema de gobierno (Hopt & Leyens, 2004). Varios estudios han demostrado cómo las juntas directivas independientes contribuyen de manera muy significativa al desempeño de la compañía en países con protección legal débil (Dahya, Dimitrov & McConnell, 2009).

Si bien es importante destacar los beneficios de conocer mejor los efectos de la estructura de gobierno y los procesos aportados por la academia en este aspecto, el mayor impacto en el gobierno corporativo es provisto por la efectividad de la acción judicial, civil y penal (Michaud & Magaran, 2006). Estos autores señalan también la relevancia de la estructura, el proceso y el comportamiento como elementos claves en materia de gobierno corporativo.

La organización es concebida como un conjunto de contratos suscritos y sin suscribir, bajo los cuales existen un proceso de decisión, una definición

de los beneficios residuales y los mecanismos para controlar el problema de agencia durante la toma de decisión. Las estructuras de gobierno pretenden reducir el problema de la separación entre la propiedad y el control allí donde se presentan factores como el riesgo, las decisiones de gestión y decisiones de control, según Fama y Jensen (1983). Estos autores aducen que el común de los sistemas de control en la toma de decisiones de las organizaciones de todo tipo son las jerarquías, donde las iniciativas de los agentes de nivel inferior se transmiten a los agentes de nivel superior, en primer lugar para la ratificación y luego para el seguimiento. Las jerarquías de decisión de este tipo se encuentran en las grandes sociedades anónimas abiertas, grandes asociaciones profesionales, grandes mutuales financieras y grandes organizaciones no lucrativas.

Marco conceptual

Con el fin de tener mayor claridad sobre las tendencias y el comportamiento de las corporaciones en materia de gobierno corporativo, se hace necesario estudiar los modelos que tradicionalmente se han desarrollado en el mundo. Históricamente se encuentran dos visiones: la angloamericana y la europea (Sheehy, 2004).

En el enfoque angloamericano los intereses de los accionistas priman sobre cualquier otro interés. Es un modelo muy atractivo para los inversionistas que procuran la búsqueda de mayores retornos aunque tengan que ignorar los costos sociales. La corporación bajo este modelo se compone de un grupo de desconocidos, llamados accionistas, que invierten juntos, una junta directiva preocupada por ellos y un gerente.

En la perspectiva alemana se presenta un gobierno de dos niveles: una junta elegida por los accionistas y otra junta con participación de los empleados conformada por ellos mismos. Son corporaciones familiares que procuran el entrenamiento de sus empleados en beneficio de la corporación (Goergen, Manjon & Renneboog, 2004).

Por otra parte, la concepción japonesa es una fusión de los modelos angloamericano y alemán con la tradición nipona. Este enfoque toma lo mejor de cada modelo: rechaza la primacía del accionista ya que sus intereses es lo menos importante. Su prioridad es la corporación en sí misma, los clientes, los empleados, los acreedores y finalmente el accionista.

En la tabla 1 se presenta un comparativo entre los modelos mencionados.

TABLA I
MODELOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Modelos	Ventajas	Desventajas	Implicaciones en Latinoamérica
Anglo-americano	Es muy conocido. Entrega buenos rendimientos. Para economías en auge el valor de la acción aumenta rápidamente. Prima el Accionista.	Enfoque de corto plazo: no se preocupan por la permanencia de la empresa al largo plazo. Conjunto de desconocidos que invierten juntos. Dirigidos por la Junta Directiva y el Gerente que buscan satisfacer sus intereses personales.	Para economías débiles no funciona muy bien por los altos costos sociales que puede tener asociados. La cultura y los valores propios del modelo son difíciles de transmitir a la cultura latina.
Alemán	Los trabajadores se preocupan por la corporación y, por tanto, tienen menos descanso laboral. Visión estratégica. Menos colapsos. Perspectivas muy atractivas para el inversionista extranjero. Alta Calidad, y son muy competitivas.	Los seres humanos deben ser vistos por igual y se deben potenciar sus capacidades. Se pueden generar conflictos entre los empleados. Explotación del empleado.	Manejo de los sindicatos. Administración y participación del recurso humano.
Japonés	Tiene los mejores elementos del derecho alemán, japonés y americano. Todos trabajan por la supervivencia de todos. Empleo vitalicio. Prima en su orden: la corporación misma, los clientes, empleados, acreedores y accionistas.	Al ser tan colectivista no hay efectividad en las actividades de bajo funcionamiento.	Es atractivo para los inversionistas extranjeros y genera beneficios a los grupos de interés.

Fuente: Elaboración propia.

Marco histórico

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) tuvo sus inicios en 1961. Está integrada por países de todo el mundo con la finalidad de buscar el mayor crecimiento sostenible, una sana expansión económica y del mercado mundial. A partir de 1998 se establecieron normas y lineamientos relacionados con el tema de gobierno corporativo, dando origen, en 1999, a lo que se conoce como los principios de gobierno corporativo de la OCDE.

Estos principios son referencia para países miembros o no de la organización, hasta el punto de ser adoptados por el Foro de Estabilidad Financiera como una de las normas fundamentales para garantizar el buen funcionamiento del sistema financiero. También fueron acogidos por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional como componentes básicos dentro de sus lineamientos.

Según la OCDE, los principios constituyen un apoyo, orientación y sugerencias a los gobiernos, inversionistas e instituciones en general para la implementación de las normatividades aplicadas al establecimiento de un buen gobierno, en concordancia con el entorno político, económico, social, legal y cultural de cada país.

A este respecto, en Colombia no existía un solo código en el país hasta el año 2001 cuando, con la Resolución 275 se consolidó la normatividad sobre el gobierno corporativo. Con base en dicha resolución, entidades directamente vinculadas al sistema financiero, lideradas por la Superintendencia Financiera de Colombia, emprendieron en 2005 el desarrollo de un código de mejores prácticas corporativas, el cual integra temas como la asamblea general de accionistas, junta directiva, revelación de información y solución de controversias. Se buscó con ello apoyar las iniciativas del gobierno nacional y las tendencias mundiales (International Finance Corporation, 2008; Standar & Poor's, 2002), hacia el desarrollo de buenas prácticas de gobierno de tal manera que generen beneficios para el sistema económico y financiero del país (Superintendencia Financiera de Colombia, 2006).

En cuanto a calidad de la información y la importancia de hablar un mismo lenguaje, las regulaciones internacionales han sido enfáticas en materia de control interno en el sentido de garantizar la administración del riesgo y el logro de la eficiencia y eficacia en confiabilidad y cumplimiento de las normas y regulaciones vigentes (Castro y Cano, 2004).

Marco legal

El aspecto legal ha sido estudiado y los investigadores dan cuenta de una relación directa entre la legislación del país y el gobierno corporativo de las compañías nativas (La Porta, López de Silanes, Shleifer & Vishny, 1998). Estos analistas han demostrado la importancia de las leyes, normas y regulaciones existentes en la toma de decisiones de inversión por parte del accionista.

En Colombia, las instituciones nacionales han hecho un importante esfuerzo, a partir de la normatividad vigente, en cuanto a lo que significa una adopción

de gobierno corporativo (Confecámaras, 2009). Más adelante se comentarán los conceptos que se han incorporado en la legislación y que tratan de abarcar los principios de la OCDE (Pachón, 2007; Gobierno Corporativo, s/f). En la tabla 2 se pueden observar algunas características que han propiciado el lento desarrollo en materia de gobierno corporativo en el país.

TABLA 2
 TENDENCIAS NEGATIVAS EN EL ENTORNO COLOMBIANO
 PARA EL DESARROLLO DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Propensión de las empresas Colombianas hacia el endeudamiento (Pachón, 2007)
Mercado de Valores de Colombia orientado con énfasis hacia la renta fija (Pachón, 2007)
Alto grado de concentración accionaria (Pachón, 2007)
Desconfianza y poca credibilidad en la eficiencia de la justicia (Marulanda <i>et al.</i> , 2003)
Inestabilidad Jurídica. Modificación en la legislación tributaria e incertidumbre en cuanto a los fallos (Cano, Orduz y Hoyos, 2007)
Improvisación en la formulación de las normas y poca o ninguna consulta a las empresas afectadas por las regulaciones (Cano, Orduz y Hoyos, 2007)
El tema de corrupción (Cano, Orduz, & Hoyos, 2007)

Fuente: Elaboración propia.

Según Pachón (2007), no existe un único cuerpo normativo en donde esté estructurado el marco regulatorio relativo al gobierno corporativo. Por el contrario, se encuentra disperso en normas mercantiles y en el estatuto orgánico del sistema financiero.

La Superintendencia de Valores, ahora Superfinanciera, emprendió la tarea de instaurar los requisitos para lograr estándares de gobierno corporativo y logró la expedición de la ley 275 de 2001.

De acuerdo con Luisa Fernanda Elorza (Marulanda *et al.*, 2003), en Colombia existen normas referentes a:

1. La protección del accionista: en cuanto a riesgo de expropiación, derecho de voto, tratamiento a las utilidades como mecanismo de protección a los socios, convocatoria de reuniones, en relación con la flexibilidad de la representación en las reuniones, tratamiento de las mayorías, información transparente y oportuna, y derecho de inspección así como otros mecanismos de protección para los socios y acuerdos entre accionistas.

2. Las Juntas Directivas y Administradores: en lo que respecta a la definición de administradores, incompatibilidad y elección, deberes y responsabilidades y rendición de cuentas.

3. Protección de los Acreedores: con relación a mecanismos de publicidad y prelación de créditos.

4. Revisión Fiscal: solo se obliga para las sociedades por acciones y compañías extranjeras, para algunos topes de activos e ingresos y para aquellas que lo hayan acordado en sus estatutos. No se debe olvidar que los revisores fiscales tienen responsabilidades civiles, penales, administrativas y disciplinarias.

5. Conductas contrarias a los sanos usos y prácticas del mercado de valores: se busca proteger el libre mercado y los derechos de los accionistas; las empresas deben garantizar mecanismos de control para verificar su cumplimiento.

6. Información relevante: se trata de garantizar la transparencia en el mercado mediante la presentación de información clara y oportuna por parte de los emisores.

7. Acceso a recursos de los fondos de pensiones: para que los emisores de valores puedan acceder a estos recursos, se deben adoptar medidas de gobierno como las establecidas en la resolución 0275 del 2001, de tal manera que se garantice que el emisor posee un adecuado código de buen gobierno.

No obstante los avances significativos, varios autores (Marulanda et al., 2003; Pachón, 2007; Cano, Orduz y Hoyos, 2007) concluyen que existe poca eficiencia y eficacia en la justicia colombiana. Estos investigadores presentan estudios efectuados por el DANE y el Consejo Superior de la Judicatura en 1997 y 1999 donde se muestra la lentitud de la justicia, los tramites complicados de los procesos y los costos elevados al lado de un servicio deficiente.

Lo anterior constituye un elemento muy importante en las metas que Colombia se ha fijado para la adopción de códigos de buen gobierno, ya que algunos estudios han demostrado que la falta de seguridad jurídica es un elemento negativo para el estímulo a la inversión (De Miguel, Pindado & De la Torre, 2003).

El gobierno nacional, dentro de sus políticas ha optado por emprender el camino de la voluntariedad en la adopción de los códigos: favorece a aquellos agentes que implementen las buenas prácticas y contempla un sistema de autorregulación para cada sociedad además de la normatividad emitida por la comisión de valores del país.

2.3. Características del gobierno corporativo en Colombia

En este aparte se presentan los principios de gobierno corporativo de la OCDE y las normas que en Colombia promueven su cumplimiento. Se han tomado como base los estudios efectuados por Marulanda et al. (2003) y Pachón (2007), así como los de Cano, Orduz y Hoyos (2007).

Garantía de un marco eficaz para el gobierno corporativo

El marco para el gobierno corporativo deberá promover la transparencia y eficacia de los mercados, ser coherente con el régimen legal y articular de forma clara el reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras. (OCDE, 2004, 17)

La ley 275 de 2001 habla de la voluntariedad condicionada de adoptar prácticas de gobierno corporativo en las sociedades. También hace referencia a este principio cuando menciona la conexión en línea con el depósito centralizado de valor; igualmente, cuando se refiere al Proyecto de ley del mercado de valores.

Los derechos de los accionistas y funciones

Clave en el Ámbito de la Propiedad. El marco para el gobierno corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas. (OCDE, 2004,18)

La ley 275 de 2001 hace referencia a este principio en tres ocasiones: cuando plantea la invitación a la autorregulación, con la mención de reforma estatutaria y al hacer alusión a la desconcentración accionaria.

Este principio también está regulado en las resoluciones 72 de 2001, sobre el trato equitativo de los accionistas, y 157 de 2002, que protege los derechos de los accionistas.

En el Código de Comercio se pueden encontrar varios artículos que regulan este principio. Artículo 123: aumento o reposición de aporte del socio; artículo 126: aporte en especie – valor comercial; artículo 135: solidaridad por avalúo de aportes en especie; artículo 137: aportes de industria o trabajo que no son parte del capital social; artículo 138: aportes de industria o trabajo personal con participación de utilidades; artículo 150: distribución de utilidades socios

– procedimiento general; artículo 156: cobro de utilidades debidas a los socios; artículo 161: mecanismos de reforma en sociedades por cuotas o partes de interés, y artículo 184: representación del socio en asamblea o junta de socios.

Tratamiento equitativo de los accionistas

El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de realizar un recurso efectivo en caso de violación de sus derechos. (OCDE, 2004, 20)

Este principio se refrenda en la resolución 072 de 2001 buscando promover el trato equitativo del accionista.

En el artículo 155 del código de comercio se regula este principio estipulando la mayoría para la aprobación de distribución de utilidades.

El Papel de las partes interesadas en el ámbito del gobierno corporativo

El marco para el gobierno corporativo deberá reconocer los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, y fomentar la cooperación activa entre sociedades y las partes interesadas con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a facilitar la sostenibilidad de empresas sanas desde el punto de vista financiero. (OCDE, 2004, 21)

La ley 275 de 2001 lo establece cuando invita a la autorregulación. Se refiere al deber que tienen las empresas con los grupos de interés de garantizarles protección. Este principio también se regula en dos apartes del Código de Comercio: artículo 154, que habla sobre la reserva social accionaria, y 166, sobre la prueba de la reforma de la sociedad.

El Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, en su artículo 73, regula las juntas directivas de los fondos de pensiones y cesantías en cuanto a número de miembros y características de los mismos.

Divulgación de datos y transparencia

El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluida la

situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa. (OCDE, 2004, 22)

La ley 275 de 2001, en tres de sus apartados, habla sobre este importante principio: establece los requisitos de divulgación de los mecanismos de gobierno de los emisores al determinar el régimen de revelación mínima y cuando plantea la publicidad de los códigos de buen gobierno.

Las responsabilidades del Consejo

El marco para el gobierno corporativo deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del Consejo y la responsabilidad de éste frente a la empresa y los accionistas. (OCDE, 2004, 24)

Este principio de la OCDE está regulado en la legislación colombiana por medio de la resolución 116 de 2002 y en varias partes del Código de Comercio: artículo 153, administración de negocios sociales – control; artículo 200, sobre responsabilidad de los administradores; artículo 211, responsabilidad del revisor fiscal, y el artículo 214 relacionado con la reserva del revisor fiscal en el ejercicio de su cargo.

La ley 964 de 2005 fortalece las normatividades en materia de gobierno corporativo en lo que tiene que ver con el mercado de valores, en relación con las juntas directivas. Allí se establece un mínimo de cinco miembros y un máximo de 10 principales, y exige, a la vez, que al menos el 25% de ellos sean independientes al igual que sus suplentes. También instaaura el tema de comité de auditoría con el fin de garantizar el cumplimiento y la gestión integral del negocio.

Adicional a lo anterior, existen otras entidades legítimamente constituidas en Colombia que, complementando los principios de la OCDE, se han pronunciado en temas de importancia con respecto al gobierno corporativo:

1. Algunos artículos del Código de Comercio regulan la protección del inversionista de acuerdo con el tipo de sociedad ya sea colectiva, en comandita o de responsabilidad limitada: artículo 314, que instituye el derecho de inspección de los socios en la sociedad; artículo 315 sobre la asignación de coadministrador por abuso o negligencia de un administrador nombrado de forma condicional; artículo 316, relacionado con las decisiones que requieren voto unánime o mayoría absoluta en la sociedad colectiva, y artículo 318, por el cual se establece la obligación del administrador de rendir cuentas.

Específicamente, con relación al tipo particular de compañía:

Sociedad en comandita: derecho de inspección y pérdida en la sociedad (artículo 328), distribución de utilidades (artículo 332) y decisiones de la junta de socios relativos a la administración – determinación de votos (artículo 336).

Sociedades de responsabilidad limitada: responsabilidad de los socios (artículo 353), número máximo de socios (artículo 356), junta de socios – decisiones (artículo 359) y cesión de cuota (artículo 362).

Sociedad anónima: derecho de los accionistas (artículo 379), acciones de goce o industria – derecho de los accionistas (artículo 380), acciones ordinarias o privilegiadas – privilegio de los titulares (artículo 381), derecho de preferencia en emisión de acciones (artículo 388), adquisición de acciones propias (artículo 396), prohibición a los administradores de enajenar y adquirir acciones – sanciones (artículo 404), derecho de los accionistas a la inspección de libros (artículo 447), distribución de utilidades (artículo 451), reserva legal (artículo 452), incremento en el porcentaje de distribución de utilidades (artículo 454) y pago de dividendos (artículo 455).

Sociedad por Acciones Simplificada (SAS): De acuerdo con Ramiro Rengifo (2009), profesor de la Escuela de Derecho de la Universidad EAFIT, la SAS es una sociedad que se puede considerar cerrada y va en contravía de los objetivos de gobierno hacia sociedades abiertas, transparentes que promuevan la inversión. Las SAS no tienen la capacidad de atraer socios o inversionistas minoritarios y su mayor uso es para los grandes empresarios en su estructura de matrices y subordinadas o para pequeños empresarios con recursos escasos.

Las sociedades cerradas están altamente expuestas a amenazas como conflictos entre los temas familiares y los empresariales, la concentración de poder en el fundador o accionista controlante, la ausencia de preparación para el cambio generacional, la carencia de idoneidad y liderazgo de los administradores, así como la ausencia de procedimientos formales. (Superintendencia de sociedades, 2009)

Sin embargo, según informa la Superintendencia de Sociedades, la Cámara de Comercio de Bogotá y Confecámaras, existen unos lineamientos —“Guía colombiana de Gobierno Corporativo para sociedades cerradas y de familia” — que permiten disminuir o eliminar irregularidades por parte de los organismos vigilantes.

2. En la ley colombiana se encuentran algunas normas que tratan sobre los derechos y la protección a los accionistas. En la Constitución Política de

Colombia se trata el tema del riesgo de expropiación. Por su parte, el Código de Comercio habla sobre el derecho al voto (artículo 380) y dispone el tratamiento a las utilidades como mecanismo de protección a los socios (artículos 150 y 155), así como lo relacionado con las convocatorias a las reuniones. La Superintendencia de Sociedades ha establecido lo que tiene que ver con la flexibilidad de la representación en las reuniones. En cuanto al tratamiento de las mayorías, en lo que tiene que ver con la información transparente y oportuna y con respecto al derecho de inspección, el Código de Comercio dicta las regulaciones correspondientes a través de sus artículos 314, 328, 339 y 422. La ley 222 de 1995 establece los acuerdos entre accionistas.

3. La ley colombiana trata temas relacionados con las juntas directivas y los administradores en dos variantes: incompatibilidades y elecciones. Así, el Código de Comercio lo contempla en los artículos 185 y 202. Además, la ley 222 de 1995 legisla sobre deberes y responsabilidades de los administradores

4. En el país se protege también a los acreedores; para ello se encuentran los mecanismos de publicidad, los cuales están supervisados por dos entes reguladores: la Superintendencia de Sociedades y la Oficina del Trabajo. Además, en la Ley 550 de 1999 o Ley de reestructuración empresarial contempla prelación de créditos y caracteriza cinco tipos de acreedores que el Código de Comercio presenta asignándoles un orden de prioridad.

5. Los temas relacionados con la práctica de la revisoría fiscal son tratados en el artículo 2 de la ley 43 de 1990, en el nuevo Código Penal (ley 599 de 2000) así como en el Oficio 220-22253 del 23 de marzo de 2002 y la Circular Externa 33 del 14 de octubre de 1999 de la Junta Central de Contadores.

6. Las normas expedidas por la Superintendencia de Valores que están relacionadas con gobierno corporativo son:

- Resolución 0157 del 15 de marzo de 2002: trata el tema de las conductas contrarias a los sanos usos y prácticas del mercado de valores.

- Resolución 1116 de febrero 27 de 2000: habla sobre las normas para la representación de los accionistas.

- Resolución número 0932 de diciembre 21 de 2001: incluye lo relacionado con la información.

- Resolución 275 del 23 de mayo de 2001: se refiere a la posibilidad de acceder a los recursos de los fondos de pensiones.

7. Los artículos 13, 58, 60, 61, 64 y 333 de la Constitución Política de 1991 instauran mecanismos para la protección del inversionista.

Adicional a todo lo anterior, existe un mecanismo destinado a los emisores de valores para controlar la evolución del Código de Buen Gobierno, denominado Encuesta de las Mejores Prácticas Corporativas. Esta se debe diligenciar cada año y publicar en las páginas de la Superintendencia Financiera y de cada empresa emisora. La indagación pretender abarcar temas relacionados con la asamblea general de accionistas, juntas directivas, revelación de información financiera y no financiera, y resolución de controversias. Si bien, estas medidas han sido enfocadas hacia las empresas emisoras de valores, es importante destacar que su adopción no es un impedimento para las corporaciones que deseen incorporar el gobierno corporativo o mejorar su ámbito.

En el año 2002, como parte de un estudio efectuado por MacKinsey & Company y liderado por la Red Colombia Compite, se realizó una encuesta en las ocho regiones principales del país a 88 empresas con diferentes características. Los resultados arrojaron deficiencia en lo que respecta a las juntas directivas y el derecho de los accionistas; en cuanto a la transparencia de la información, su calificación fue superior, y para el tema de responsabilidad social de las empresas, la calificación fue medio alta (McKinsey&Company et al., 2002).

En un estudio realizado para evaluar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas que cotizan en bolsa, se seleccionó una muestra de 57 compañías y se analizaron los elementos fundamentales del código de cada una. Las conclusiones principales que se deducen de los datos recolectados permiten observar que en la actualidad, si bien las empresas han adoptado un código de buen gobierno, este se encuentra con un cumplimiento promedio de 12,7 criterios de mejores prácticas entre 20; las mayores debilidades se presentan en el trato equitativo del accionista, con un cubrimiento del 38%, el funcionamiento de las juntas directivas, con un 63,4% y la revelación de la información con un 65,5% (Langebaek & Ortiz, 2007).

De lo anterior se deduce que la protección al inversionista y la responsabilidad de las juntas directivas permanecen como debilidades en el sistema de gobierno de las empresas colombianas, a pesar de ser dos temáticas fundamentales en el logro de los principios básicos de gobierno corporativo de la OCDE.

En la presente investigación se realizó un estudio basado en las empresas que han adoptado código de buen gobierno y que están registradas en la página de la Superintendencia Financiera a julio de 2009. Se planteó como objetivo evaluar algunas características de esas empresas, tales como el sector económico al que

pertenecen, tipo de entidad, tiempo de adopción del código de buen gobierno y la última modificación de este. En la tabla 3 se presenta la incursión anual de las empresas que han adoptado estas prácticas.

TABLA 3
PENETRACIÓN DE LA ADOPCIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA

Año	No. de empresas	%
2001	12	10%
2002	45	36%
2003	9	7%
2004	10	8%
2005	3	2%
2006	10	8%
2007	8	6%
2008	10	8%
2009	4	3%
No informa	13	10%
Total	124	100%

Fuente: Cálculos propios a partir de Superintendencia Financiera de Colombia (2009).

Como se observa, con la entrada de la ley 275 de 2001 las empresas incurrieron en la elaboración del código de buen gobierno: su adopción por nuevas empresas creció en cada año a excepción de 2005.

En la tabla 4 se aprecia la deficiente preocupación de las empresas por adoptar cambios en los códigos de buen gobierno pese a la elaboración de la Encuesta Código País.

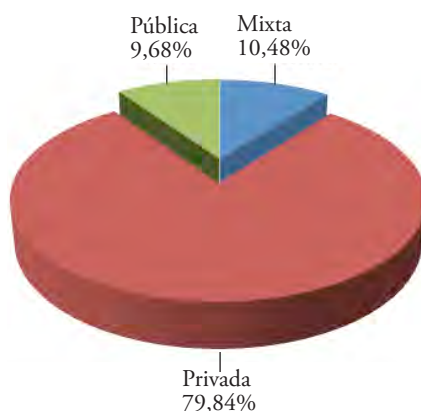
TABLA 4
PENETRACIÓN DE LA ADOPCIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA

Año	No. de empresas	%
2001	3	2%
2002	3	2%
2003	1	1%
2004	11	9%
2005	16	13%
2006	18	15%
2007	9	7%
2008	63	51%
2009	3	2%
No ha modificado	3	2%
Total	124	100%

Fuente: Cálculos propios a partir de Superintendencia Financiera de Colombia (2009).

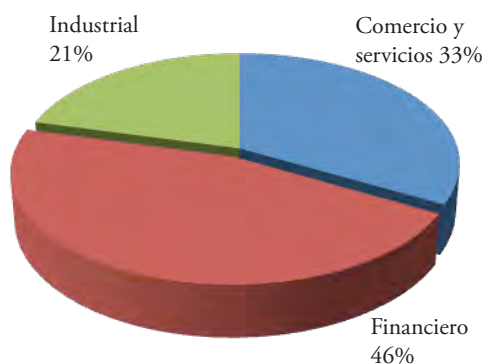
En las gráficas 1 y 2 se da cuenta de una participación muy importante de las empresas privadas en la adopción del gobierno corporativo. El sector más participativo es el Financiero; lo siguen Comercio y Servicios.

GRÁFICA 1
PARTICIPACIÓN DE LAS EMPRESAS EN LA ADOPCIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO



Fuente: Elaboración propia.

GRÁFICA 2
PARTICIPACIÓN DE LOS SECTORES EN LA ADOPCIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO



Fuente: Elaboración propia.

Muchas firmas ofrecen medidas de gobierno corporativo para mostrar su fortaleza empresarial en esta materia, sin embargo, es difícil definir buen gobierno o mal gobierno cuando las empresas utilizan múltiples mecanismos gubernamentales y muchas son incapaces de predecir su desempeño futuro (Daines, Gow & Larcker, 2009).

2.4. Conclusiones

De acuerdo con la resolución 275 de 2001, las juntas directivas de las compañías son los organismos responsables de implementar el control interno, lo que permite a los accionistas e inversionistas hacer un seguimiento detallado de las actividades empresariales. De ese modo, cobra importancia que los miembros de la junta puedan ejercer el control de la gestión pues así garantizan la transparencia, el cumplimiento y la efectividad de los resultados.

Tales mecanismos de control interno, según Pachón (2007), deben quedar en los estatutos de la empresa emisora. Ahora bien, está demostrado que en este aspecto la regulación colombiana carece de efectividad en relación con la eficacia de este control.

La bibliografía consultada deja ver que varios de los principios de la OCDE se encuentran consignados en la legislación nacional; a la vez, destaca la importante labor desempeñada por la Superintendencia Financiera en materia de regulación en el establecimiento de normas que faciliten la adopción del gobierno corporativo. Los autores estudiados mencionan el papel relevante que la Organización Mundial de Comercio (OMC) ha jugado en la búsqueda de la homogeneización relacionada con la revelación de información financiera entre los países miembros. A ese respecto, es importante mencionar que el 13 de julio de 2009 entró en vigencia la ley 1314.

Por la cual se regulan los principios y normas de contabilidad e información financiera y de aseguramiento de información aceptados en Colombia, se señalan las autoridades competentes, el procedimiento para su expedición y se determinan las entidades responsables de vigilar su cumplimiento.

De este modo, se estaría cerrando la brecha entre Colombia y la comunidad internacional en materia de revelación de la información financiera.

Otro punto importante dentro del marco regulatorio es el cumplimiento y la capacidad del gobierno para hacer cumplir las normas, por lo cual son trascendentales la eficiencia y la eficacia en el poder judicial.

La Corporación Excelencia en la Justicia, el DANE y el Consejo Superior de la Judicatura han llegado a la conclusión de que la justicia Colombiana tiene rezagos en términos de infraestructura básica, administración y gestión de procesos, generando con ello falta de confianza y poca credibilidad por parte de los colombianos en las instituciones judiciales. El tema de la corrupción es otro elemento preocupante ya que atenta contra los pilares que fundamentan el desempeño de la justicia en un país: independencia, autoridad y organización eficiente.

La legislación colombiana ha establecido, mediante la resolución 275, mecanismos específicos de resolución de conflictos, los cuales debieran incluirse en los estatutos de cada empresa emisora, de manera que se garantice la oportuna solución de los mismos y, con ello, intentar la resolución del problema de agencia.

En la teoría de agencia multitarea, los conflictos de intereses constituyen una problemática en la que no se puede aislar la forma como cada individuo prioriza la ejecución de las tareas, pues estas dependen de los beneficios derivados de las mismas. El control de esto se podría implementar mediante los indicadores de resultados o un tablero de mando integral con suficiente flexibilidad en cuanto al dinamismo propio del entorno empresarial.

La adopción de códigos de buen gobierno genera confianza en los inversionistas, se refleja en una mejor percepción de la empresa por parte del mercado y facilita la incursión en el mercado de valores al tiempo que promueve su profundización.

Finalmente, los estudios consultados concluyen que es muy importante fundamentar los esfuerzos en materia de gobierno corporativo en dirección a tres pilares claves para la generación de un ambiente de confianza en el mercado de valores: la transparencia, la protección de los inversionistas y el mejoramiento de los parámetros orientados hacia el fortalecimiento de las entidades reguladoras y judiciales.

2.5. Referencias

- [1]. Agudelo de Bedout, S. (2009). “Responsabilidad social empresarial, una mirada desde Colombia”, *Revista de Negocios Internacionales*, 2(1), pp. 3-11.
- [2]. Bebchuk, L. A.; Cohen, A. & Ferrell, A. (2009). “What matters in corporate governance?”, *Review of Financial Studies*, 22(2). Harvard Law School , pp. 783-827.

- [3]. Berle, A. & G. Means. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- [4]. Bhagat, S. & B. J. Bolton. (2007). "Corporate governance and firm performance". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1017342>
- [5]. Cano, M. A.; Orduz, A. C. y Hoyos, R. A. (2007). *Gobierno corporativo Principales desarrollos en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia*. Medellín: Universidad de Medellín.
- [6]. Castro, V. R. y C. M. Cano. (2004). "Buen gobierno corporativo, solución a la crisis de confianza", *Contaduría Universidad de Antioquia*, (44). Medellín, pp. 17-51.
- [7]. Child, J. & S. Rodrigues. (2003). "Corporate governance and new organizational forms: issues of double and multiple agency", *Journal of Management and Governance*, 7(4), pp. 337-360.
- [8]. Chisari, O. O. & G. Ferro. (2009). "Corporate governance: the problems, the current stage of the discussion and a measurement exercise for Argentina", *Munich Personal RePEc Archive*, MPRA Paper No. 16093, Buenos Aires, 144.
- [9]. Clarke, T. & M. Dela Rama. (2009). "The fundamental dimensions and dilemmas of corporate governance", T. Clarke & M. Dela Rama (eds.): *Fundamentals of corporate governance*. 4-Volume Set.: SAGE Publications, 2008.
- [10]. Colombia Capital. (s/f). "Fondos de capital privado", www.colombia-capital.com.co. (21 de Mayo de 2009)
- [11]. Confecámaras. (2009). "Quiénes Somos", www.confecamaras.org.co. (2 de febrero de 2009)
- [12]. Dahya, J.; Dimitrov, O. & McConnell, J. J. (2009). "Does board independence matter in companies with a controlling shareholder?", *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(1).
- [13]. Daines, R.; Gow, I. D. & Larcker, D. F. (2009). "Rating the ratings: how good are commercial governance ratings?", *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, 360. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 1. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1152093>

- [14]. De Miguel, A.; Pindado, J. & De la Torre, C. (2003). "How does ownership structure affect firm value? A comparison using different corporate governance systems", <http://ssrn.com/abstract=479322>. (13 de Diciembre de 2009)
- [15]. Erkens, D.; Hung, M. & Matos, P. P. (2009). "Corporate governance in the 2007-2008 Financial crisis: evidence from financial institutions worldwide". (ECGI. 249/2009, Ed.), 17 de December Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1397685>
- [16]. Fama, E. F. (1980). "Agency problems and the theory of the firm", *The Journal of Political Economy*, 88 (2), Chicago, pp. 288-307.
- [17]. Fama, E. F. & M. C. Jensen. (1983). "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26.
- [18]. Familiar, C. J. (2003). "Gobierno corporativo en México: evolución, avances y retos", Segunda Reunión del Foro Regional sobre el Sector Financiero. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, 55.
- [19]. Ganga Contreras, F. A. y J. R. Vera Garnica. (2008). "El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos", *Cuadernos de Administración*, 21(35), pp. 93-126.
- [20]. Gobierno Corporativo. (s/f). "Mapa de gobierno corporativo en el mundo", http://www.gobiernocorporativo.com.co/index.php?option=com_content&view=article&id=14&Itemid=45. (29 de enero de 2009)
- [21]. Goergen, M.; Manjon, A. M. & Renneboog, L. (2004). "Recent developments in german corporate governance", *Finance Working Paper*, 41/2004 (Revised). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=539383> or doi:10.2139/ssrn.539383.
- [22]. Gompers, P. A., Ishii, J. L. & Metrick, A. (2003). "Corporate governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp. 107-155.
- [23]. Gorbaneff, Y.; Torres, S. y Cardona, J. F. (2009). "El concepto de incentivo en administración. Una revisión de la literatura", *Revista de Economía Institucional*, 11(21), pp. 73-91.
- [24]. Hermalin, B. E. & M. S. Weisbach. (2007). *Transparency and corporate governance*. Ohio State University - Department of Finance; National

- Bureau of Economic Research (NBER), Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=958628> (12 de Junio de 2009).
- [25]. Hopt, K. J. & P. C. Leyens. (2004). "Board models in Europe - Recent developments of internal corporate governance structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy", ECGI - Law Working Paper No. 18/2004 European Company and Financial Law Review, (18), pp. 135-168.
- [26]. Indacochea, C. A. (s/f). "Una propuesta para mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo en el Perú". http://www.centrum2.pucp.edu.pe/docentes/t_parcial/aindacochea_libros/documentos_publicados/Gobierno_Corporativo.pdf (31 de Agosto de 2009)
- [27]. International Finance Corporation. (2008). "The EU approach to corporate governance: essentials and recent developments", Global Corporate Governance Forum Washington DC. [http://www.ifc.org/ifcext/media.nsf/AttachmentsByTitle/IFC_EUApproach_Final/\\$FILE/IFC_EUApproach_Final.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/media.nsf/AttachmentsByTitle/IFC_EUApproach_Final/$FILE/IFC_EUApproach_Final.pdf) . (13 de diciembre de 2009)
- [28]. Jensen, M. C. (1983). "Organization theory and methodology", The Accounting Review, 58(2)., pp. 319-339.
- [29]. Jensen, M. C. & W. H. Meckling. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, 3(4)., pp. 305-360.
- [30]. Klapper, L. F. & I. Love. (2002). "Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets". Policy Research Working Paper Series 2818, The World Bank.
- [31]. La Porta, R.; López de Silanes, F.; Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). "Law and finance", Journal of Political Economic, 106(6), Chicago, pp.1113-1155
- [32]. Lambson, V. E. & F. E. Jensen. (1995). "Sunk costs and the variability of firm value over time", The Review of Economics and Statistics, 77(3), pp. 535-544.
- [33]. Langebaek, A. & J. E. Ortiz. (2007). "Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa". Borradores de Economía, (447).
- [34]. Lefort, F. (2003). "Gobierno corporativo: ¿Qué es? y ¿cómo andamos por casa?", Cuadernos de Economía, 120, pp. 207-237.

- [35]. Mackinsey & Company et al. (2002). *Prácticas de Gobierno Corporativo en las Sociedades Colombianas*.
- [36]. Marulanda, G. E. et al. (2003). *Libro Blanco de Gobierno Corporativo*. Bogota: Confecámaras.
- [37]. Dewatripont, M.; Jewitt, L. & Tirole, J. (2000). "Multitask agency problems: focus and task clustering european", *Economic Review*, 44(4-6), pp. 869-877.
- [38]. Michaud, D. W. & K. A. Magaram. (2006). "Recent technical papers on corporate governance", *Social Science Research Network*, <http://ssrn.com/abstract=895520>. (12 de Junio de 2009)
- [39]. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). (2004). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE*. Paris: OCDE, pp.68.
- [40]. Pachón, F. V. (2007). "Aproximaciones al gobierno corporativo en Colombia: incursión y desarrollos actuales", *Criterio jurídico*, 7, Santiago de Cali, pp. 367-402.
- [41]. Rengifo Ramiro (2009). "Seminario de Derecho Empresarial: La sociedad por acciones simplificada", *Escuela de Derecho Universidad EAFIT*, Medellín, pp. 1-22.
- [42]. Ross, S. A. (1973). "The economic theory of agency: the principal's problem", *The American Economic Review*, 63(2), pp. 134-139.
- [43]. Sheehy, B. (2004). "The importance of corporate models: economic and jurisprudential values and the future of corporate law", *DePaul Business & Commercial Law Journal*.
- [44]. Shleifer, A. & R. Vishny. (1997). "A survey of corporate governance", *Journal of finance*, 52, pp. 734-783.
- [45]. Smith, Adams. (1776). "The Wealth of Nations", Libro 5, Capitulo 1. Reimpreso por Putterman Louis y Randall S. Korszner (editores), "The Economic Nature of the Firm, A Reader", 1996, Second edition. Cambridge University Press.
- [46]. Standar & Poor's. (2002). "Corporate governance scores and evaluation criteria Methodology and definitions". <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/products/CGSCriteria.pdf>. (24 de Agosto de 2009)

- [47]. Stiglitz, J. E. (1991). "Symposium on organizations and economics", *Journal of Economic Perspectives*, 5(2), pp. 15-24.
- [48]. Superintendencia de Sociedades. (2009). "Documentos", <http://www.supersociedades.gov.co/web/documentos/guia%20colombiana%20de%20gobierno%20corporativo.pdf>. (15 de Marzo de 2010)
- [49]. Superintendencia Financiera de Colombia. (2007). "Código de mejores prácticas corporativas-Colombia", http://www.gobiernocorporativo.com.co/documentos/codigo_pais.pdf. Bogotá. (15 de Abril de 2009)
- [50]. Superintendencia Financiera de Colombia. (2006). Recuperado el 14 de Abril de 2009, de <http://www.superfinanciera.gov.co/Codigopais/gestores.html>
- [51]. Tirole, J. (2001). "Corporate Governance". *Econometrica*, 68(1), 1-35.
- [52]. Ustáriz González, L. H. (2004). "Corporate governance Evolución y reto frente al riesgo operativo en el nuevo acuerdo de Basilea", *Vniversitas*, 107. Bogotá, pp. 137-177.
- [53]. "White paper sobre gobierno corporativo en América Latina". (2004). OECD, <http://www.oecd.org>. A través de <http://www.oecd.org/dataoecd/5/13/22368983.pdf>. OECD (5 de Mayo de 2008)
- [54]. www.Gobiernocorporativo.com. (s.f.). "Perspectivas Legales del Gobierno Corporativo en Colombia", http://www.gobiernocorporativo.com.co/index.php?option=com_content&view=article&id=11&Itemid=13. (12 de Mayo de 2008)

3. GOVERNANCE CODES: FACTS OR FICTIONS? A STUDY OF GOVERNANCE CODES IN COLOMBIA¹⁻²

Abstract

This article studies the effects on accounting performance and financing decisions of Colombian firms after issuing a corporate governance code. We assemble a database of Colombian issuers and test the hypotheses of improved performance and higher leverage after issuing a code. The results show that the firms' return on assets after the code introduction improves in excess of

1 This paper was originally published in *Estudios Gerenciales*. The reference is as follows: Benavides, Julián and Samuel Mongrut (2010). Governance codes: facts or fictions? A study of governance codes in Colombia, *Estudios Gerenciales* 26(117): 85-102. Este artículo fue publicado originalmente en la Revista *Estudios Gerenciales*. La referencia bibliográfica es la siguiente: Benavides, Julián y Samuel Mongrut (2010). Governance codes: facts or fictions? A study of governance codes in Colombia, *Estudios Gerenciales* 26(117): 85-102.

2 The authors gratefully acknowledge the research assistant of Ewelina Makowska, Mauricio Arcos, Juan Manuel Chaves and Angela del Valle.

Julián Benavides Franco. Ph. D. in Business, Tulane University, U.S.A. Jefe del Departamento de Contabilidad y Finanzas de la Universidad ICESI, Colombia [jbenavid@Icesi.edu.co].

Samuel Mongrut Montalván. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Barcelona, España. Profesor de la Escuela de Graduados en Administración del Tecnológico de Monterrey, Campus Querétaro, México y del Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP), Perú [smongrut@itesm.mx].

one percent; the effect is amplified by the code quality. Additionally, the firms' leverage increased, in excess of five percent, when the code quality was factored into the analysis. These results suggest that controlling parties commitment to self restrain, by reducing their private benefits and/or the expropriation of non controlling parties, through the code introduction, is indeed an effective measure and that the financial markets agree, increasing the supply of funds to the firms.

Keywords

Corporate governance, governance codes, agency theory, accounting performance, leverage.

JEL classification: G30, M48, K22

3.1. Introduction

Firm governance codes are devices pushed by regulators in order to induce *good* behavior by firm controlling parties: by committing to reduce their private benefits, or the expropriation of fund suppliers, the controlling parties create a trusty environment that eases outside financing, reducing the cost of capital and generating higher returns for all involved parties. The trend began with the Cadbury Report in 1992; their issuance followed a series of company failures in the U.K., likely by poor governance practices. The report was produced by an ad hoc committee chaired by Sir Adrian Cadbury, an influential executive in the UK; the result was governance guidelines for for-profit public firms. After this effort different countries and organizations have been following the trend, with exchanges and regulators around the world issuing analogous requirements or guidelines, product of the consensus of experts' panels. By 2008 the European Corporate Governance Institute (ECGI) listed 234 different codes, guidelines and comparative studies from 63 countries and 6 multi-country organizations. After the Cadbury Report, Canada issued *The Toronto Report* and South Africa issued the *King Report* in 1994. In 1995 Australia disclosed the *Bosch Report*, France disclosed the *Vienot Report*, and the United Kingdom the *Greenbury Report*, this time on directors' remuneration. The highest peak came in 2002, with 33 studies and recommendations.

Clearly the idea of self regulation has some appeal for the business community and regulators. Colombia is not different in this sense, and the association of

Chambers of Commerce (Confecamaras) produced in 2001 the first best practice code for public firms. The Colombian regulator, Superintendencia de Valores (today Superintendencia Financiera), with the resolution 275/2001 required that all firms with listed securities and that intended to receive funds from pension funds produced a Governance Code. By November of 2003, ninety one issuers had adopted governance codes. In 2005, the Congress enacted the “Law of the Securities Market³”, which established board guidelines for public firms and the conditions to be met by independent board members. Finally, in 2007 the Superintendencia adopted a Country Governance Code, and demanded that issuers answered a Governance Survey about their compliance of the guidelines included in the Code. As many current requirements around the world, a particular firm should comply or explain why does not meet what the Code demands.

There is, however, little effort in these Guidelines or Codes to link theoretical justifications to actual recommendations. A broad picture of the reasons behind the Codes begins with the Agency Theory. Under the premises of this theory, opportunistic agents can take advantage of principals, if their behavior is not completely verifiable or their results are affected by uncertainty. Three different parties can be identified at the top of any organization: 1) management, who should act in behalf of all owners and respond to the board; but they can act opportunistically, expropriating shareholders; 2) large, sometimes controlling, shareholders, who should act in behalf of themselves, but can expropriate minority shareholders; and 3) minority shareholders. An additional party is the product of a key mechanism of governance: the board of directors; board members are agents who act in behalf of all owners, and whose job is almost exclusively to deal with management, but their function is affected by the relationship with management, their private interests and time constraints. Considerable research has been carried out to find what characteristics make an efficient board. Under the premise that firm charters and the rule of law (legal system and judiciary) are not enough to avoid non optimal behavior by agents, business associations and regulators alike have encouraged the adoption of governance guidelines. In order to induce good behavior by agents (managers, board members, and controlling shareholders), contracts, implicit and explicit, should be well designed and controlled, especially because management can expropriate shareholders due to their advantage in information and their control of daily and major decisions. Fama and Jensen (1983) analyze the problem and

3 Ley 964 del Mercado de Valores (Congreso de la República de Colombia, 2005).

posit that in complex organizations is optimal to allocate the different steps involved in decision making between management and the board of directors. Management should be in charge of proposing and implementing decisions, while the board of directors should be in charge of the approval and monitoring of decisions. Board's effectiveness can suffer if management forces. Not surprisingly, all governance guidelines include rules related to the operation and structure of the board of directors.

The efficient operation of the board addresses the three agency conflicts mentioned above, but outsiders, funds providers, also might be hurt by informational disadvantages. To alleviate asymmetric information problems, the codes usually require enough disclosure of financial and operational data to give to stakeholders, and to the market in general, a precise idea of the current and prospective situation of the firm. Additionally, dealings and contracts involving senior management and directors regarding payment (at least the structure of the incentive packages), share purchases/sales, operations with the firm and other potential conflict of interests are commonly required to disclose. The self-regulation of firms is based on the idea that transparent management and arm's length relationships with controlling groups induce the trust of outside investors in the firm. As a consequence, outside investors, shareholders and creditors are willing to provide more funds at lower costs. Additionally, trust reduces monitoring costs making the firm's operations more efficient. If the benefits of a larger size, lower cost of capital, better risk allocation and reduced monitoring outweighs the reduction in private benefits by the controlling parties, then governance codes are effective.

The tests in this research document an increase in accounting performance for the Colombian firms that issue a governance code, which also sheds light about the causality between governance and financial results. Given that a positive association between performance and governance levels, does not answer if good governance produces better results or if good results induce better governance; the approach we use permit us to tackle this important issue. The coefficients in our equations show that improvements in performance and increased leverage occur after an event associated to better practices. We document an increase of 1,53% in return on assets, after the firms issue their governance code and controlling per the country's GDP. The effect is also associated to the code quality, firms issuing better written codes have higher increments in return on assets. Our results show that return on performance increases by 3,52% for firms with good codes. As stated before an additional positive consequence of the

governance codes is debt access. After issuing a well written governance code a firm is able to increase its leverage; an increase of 7,03% in financial leverage is found for firms with good codes. The results seem to support the effectiveness of self-regulation as a mean to induce optimal behavior by controlling parties. The outcome is, hopefully, an improved equilibrium where firms grow faster, because funds providers, perceiving less risk, are willing to reduce their required returns and/or increase their supply of funds to the firms.

The article is organized as follows: after this introductory section; section one surveys related papers; section two analyzes the structure of governance codes, following the guidelines developed by the OECD; section three presents the data and the relevant tests; and section four concludes.

3.2. Literature review

A large body of research explores the links between governance and performance. Klapper and Love (2004) use a governance score for emerging markets firms and report that firms with higher scores have better operating performance and market valuation for the year 2002. Brown and Caylor (2004) built a governance index and find that in 2002 US firms with high scores were more profitable, more valuable and paid more dividends. Garay, González, González, and Hernández (2006) also built a governance index and find that Venezuelan firms with high scores were more valuable and paid more dividends in 2002. Gruszczyński (2006) reports that independent corporate ratings assigned by the Polish Corporate Governance Forum were associated with higher profit margins and lower debt levels for the largest listed Polish firms.

Padgett and Shabbir (2005) study the code compliance for U.K. firms in the FTSE 350 for the years 2002 and 2003, and find that Total Shareholder Return (capital gains and dividend yield) is associated with higher levels of compliance, additionally they report that causation runs from governance to performance, addressing the issue that corporate governance produces better firm results, which is similar to what we find in our tests; code compliance is based in reports that firms send to the regulator; in this mode, instead of firms writing their governance codes, the regulator defines what a standard governance code should include and firms report what recommendations they meet and what they don't, explaining why they do not comply the standard.

In the Netherlands, a study by de Jong, DeJong, Mertens, and Wesley (2004) comparing firm measures pre and post Peters Report (Netherlands Governance

Guidelines) found little evidence of a positive impact of the Peters Report in the performance of Dutch firms; however they found that limits on shareholder rights tend to produce lower Tobin's q ; and that the levels of Tobin's q , and growth were statistically higher in the post-Peter era, at that time (circa 1997) there was not a comply or explain requirement. Price, Roman, and Rountree (2007) did not find effects of governance compliance for listed Mexican firms, following the enactment of the Voluntary Code in 2003, even after a period of increasing compliance.

Pombo and Gutierrez (2007) do not find significant determinants of governance quality, except for the code existence and the stock liquidity for Colombian firms for the period between 1998 and 2002. Using information from 2005, Langbaeck and Ortiz (2007) built a governance index they for Colombian listed firms but they do not find any association between this index and the firms Tobin's q ; however, given the low liquidity of most of Colombian shares, this lack of association is not surprising.

3.3. OECD guidelines and code quality

The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) was one of the first institutions to issue governance guidelines and became an important reference for subsequent efforts. The guidelines cover the following topics: 1) Shareholders rights, 2) Equitable treatment of shareholders, 3) Stakeholders role, 4) Disclosure and transparency, and 5) Responsibilities of the board.

- Shareholders rights: according to the guidelines, the governance framework should protect the exercise of shareholder's rights, providing mechanisms to facilitate informed participation and voting in all relevant company decisions for all shareholders. Transactions including changes in control will be completely disclosed, and fair priced, allowing for all shareholders to express their concerns and those concerns should be properly addressed. At no time measures to shield management from accountability will be in place.
- Equitable treatment of shareholders: specific rules for avoiding actions that expropriate specific groups of shareholders are also required by the guidelines, those rules include provisions to ease voting procedures, disclosure of any material interest by board members or management in any transaction that affect the firm, and effective means of redress by affected shareholders.
- The role of stakeholders: the rights of stakeholders recognized by law or through mutual agreements should be respected and recognized, promot-

ing active cooperation among the stakeholders and the company to foster value creation, those stakeholders include, but are not limited to, employees and creditors.

- Disclosure and transparency: in terms of disclosure and transparency, the guidelines recommend that all material information regarding the firm must be timely and properly disclosed.
- The board of directors: responsibilities of the board include the strategic guidance of the firm, monitoring of management, the board's accountability to the company and shareholders, and ensuring a fair treatment of all shareholders when its decisions affect them differently. The board also selects top management, and defines their compensation, making sure that incentives are properly designed to align the interests of management and all shareholders.

Studying the different codes issued by the Colombian firms we came up with a set of thirty six questions, related to the topics included in the guidelines and regarding if a particular code includes a section covering each question's specific issue. To rate the codes we award one point per each question the code includes and normalize the rating dividing by the total number of questions. In Appendix 1 we show the questions we study and to which topic are related.

3.4. Data set and test

Our financial data is from firms who issues securities, bonds and shares, which are traded in the Colombian Exchange. Those firms report their financial information to the local regulator, Superintendencia Financiera, which makes that information available through its website. From that information we assemble an unbalanced panel of 299 firms with 1381 firm-year observations from 1997 to 2006, excluding financial firms, but keeping holding companies⁴. The code requirement was introduced in 2001 for a firm with ten years of data, who introduced its code in 2001, we have five pre and post code years of financial information. From 2001 until the end of our study period, 101 firms, including

⁴ We run regressions for the whole group of firms, firms with and without a code. Not surprisingly the GDP control wipes away the code and interaction variable effect. Our results are available upon request.

financial firms, had issued their governance codes. Excluding financial firms and firms without enough financial information, we end up with 43 firms producing a Governance Code (Appendix 2) and 325 firm-year observations, which we analyze. The results of Hausman tests to choose between a random or fixed effects approach favors the random effect approach (see Table 3, panel A, regression 4; and Table 4, panel B, regression 2).

Variables

Table 1 shows our variables definition. The financial variables include: accounting performance, return on assets and return on equity; two alternative measures of leverage, total and financial leverage; and four control variables including proxies for size (the log of sales in Colombian pesos -COP\$- millions), market power, assets' tangibility, and the overall economic situation. The governance related variables include a dummy for the code existence, the code rating, and an interaction variable for both. The code dummy takes the value of one after the code is issued, zero otherwise.

TABLE 1
DEFINITION OF VARIABLES

Financial variables	
<i>Performance</i>	
ROA	Net income on assets
ROE	Net income on book equity
<i>Leverage</i>	
Financial leverage	Total debt on total assets
Total leverage	Total liabilities on total assets
<i>Control</i>	
Size	Log of sales (COP\$ millions)
Tangibles	Tangible assets on total assets
Sales margin	Net income on sales
GDP	Colombian GDP COP\$ (billions)
Total assets growth	Increase in total assets on total assets (t-1), inflation adjusted
Sales growth	Increase in sales on sales (t-1), inflation adjusted
Governance variables	
Code dummy	1 in case of code existence, 0 otherwise
Code rating	Number of affirmative answers on total questions

Note: ROA: Return on Assets; ROE: Return on Equity.

Table 2 reports the statistics of our data. The correlations among our measures of performance and the code rating are positive, similar to what happens with the GDP. Our regressions intend to uncover if the code rating has a positive impact on performance besides the GDP; the correlation between the code rating and the GDP is almost zero, as expected, which gives more support to our regressions.

TABLE 2
SELECTED SAMPLE STATISTICS

Panel A. Mean, standard deviation, and extreme values

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min.	Max
ROA	325	1.65%	6.25%	-24.20%	21.97%
ROE	325	1.11%	16.42%	-163.97%	53.67%
Financial leverage	325	20.04%	15.65%	0.00%	62.80%
Total leverage	325	37.24%	21.49%	0.02%	94.50%
Size	325	12.32	2.50	7.10	25.91
Tangibles	325	22.10%	20.15%	0.00%	90.21%
Sales margin	325	6.66%	42.45%	-399.55%	161.00%
Code dummy	325	48.31%	50.05%	0.00%	100.00%
Code rating	325	46.04%	12.21%	0.00%	65.85%

Panel B. Correlations

	ROA	ROE	Finan- cial leverage	Total lever- age	Size	Tangi- bles	Sales margin	Code dummy	Code rating
ROE	76.35%								
Financial leverage	-30.14%	-20.73%							
Total leverage	-29.94%	-27.03%	69.75%						
Size	2.09%	-1.31%	-4.37%	11.16%					
Tangibles	-18.75%	-6.41%	19.92%	17.45%	5.89%				
Sales margin	62.41%	40.62%	-28.63%	-36.02%	1.98%	-18.57%			
Code dummy	20.71%	16.97%	6.70%	11.95%	-0.18%	-1.84%	9.54%		
Code rating	33.23%	23.66%	-5.58%	-12.11%	9.51%	-13.26%	28.97%	-6.29%	
GDP	31.38%	22.24%	-3.67%	-1.94%	8.72%	-7.43%	24.03%	76.69%	2.83%

Note: Variables are defined in Table 1. Correlations based on 325 observations.

Regressions

The structure of our tests sheds light on the relationship between governance codes and accounting performance. We also test if firms with governance codes have more access to external funds, particularly debt, after they issue a governance code. Our hypotheses are as follows.

H1. Performance improves after the issuance of a governance code.

Our rationale was explained previously. By a credible self-committing of management and controlling shareholders to a non-extracting behavior, fund providers are willing to reduce their expected return, lowering the firm's cost of capital. As a consequence the firm becomes more profitable because more positive NPV projects are carried away. Additionally, monitoring costs are reduced, which also has a positive impact on profitability. We go further and posit that improvements in performance are associated with the code quality, and then we have a related hypothesis:

H1a. The increment in performance is associated with the code quality.

Our second group of hypotheses is related with the firm's debt capacity. Given that the firm's risk is reduced, creditors are willing to provide more funds to the firms. Then, after the code issuance the firm leverage will be higher:

H2. Leverage increases after the issuance of a governance code.

Similarly to our first hypothesis, we also posit that the increment in leverage will be higher for the firm with the better codes.

H2a. The increment in leverage is positively associated with the code quality.

Test of hypotheses H1 and H1a

In accordance with our hypotheses we structure two set of equations. The first has accounting performance as the dependent variable, the second group has leverage. The equation for the first set is as follows:

$$Performance_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MC_{1it} + \sum_2^4 \alpha_j CV_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

The performance variables are ROA or ROE, while the control variables are tangibility of assets, leverage, size, and sales margin. All the control variables are known to have an impact on performance. Firms with high tangible assets tend to characterize mature industries with low returns, so we expect a negative relationship with performance. Size is also a signal of lower risk, less variability

of income, thus the relationship with performance should be negative. Leverage and performance are negatively related according to the pecking order theory (Myers and Majluf, 1984), but according to the free cash flow argument by Jensen (1986), the relationship can be positive, with managers working harder to meet debt service. Sales margin is positively related with performance, given that market power produces higher returns. The last control variable is GDP, although the structure of our regressions measures the increase in performance after the code is introduced, is it possible that a spurious association appears if the sample years record better economic results. The control mechanisms we consider are the code dummy and the interaction between the code dummy and the code rating. We do not consider the code rating alone as mechanism of control, because our interest is, as said before, to assess if the code introduction and its quality have a positive impact on firm's performance.

Our results are reported in Table 3. Panel A regressions have an explanatory power of 0,42 while panel B regressions have one of 0,21 which means that our stronger dependent variable will be ROA, the results that follow confirm it. The control variables have the hypothesized signs but just sales margin and leverage are statistically significant, with the leverage sign backing the pecking order explanation. The first two regressions of panel A, where ROA is the dependent variable, show that the code dummy is still statistically significant after controlling per GDP; however, the effect is diminished in size, by 1,05% and in statistical power to 10%. Nevertheless, the increase in ROA after the code is introduced is 1,53%, which is a substantial gain for any firm. When we switch to the interaction variable as control mechanism, in regressions 3 and 4 of panel A, we find a stronger picture. The effect of the interaction variable, after controlling per GDP, is statistically significant at 5% and the coefficient is 3,52%; for the average code this means an increase in ROA of 1,62% ($3,52\% \cdot 46,04\%$), and an increase of 2,32% ($3,52\% \cdot 65,85\%$) for the firm with the best code. When we compare the effect of the code issuance and their quality (regressions 2 and 4) the size is almost the same for the average code: while the size coefficient for the code issuance is 1,53%, the improvement for the average code is 1,62% ($3,52\% \cdot 46,04\%$). Taken together the results show an important and positive impact on ROA after the firms issue governance codes. The results do not translate to ROE, the results in Panel B show that neither the code dummy nor the interaction variable are statistically significant, which means that improvements in performance of assets also accrue to additional stakeholders, most likely creditors.

TABLE 3
ACCOUNTING RETURNS AND GOVERNANCE CODES

Dependent Variable	A. ROA				B. ROE	
	Coef. (z)				Coef. (z)	
Size	-1.67E-04 (-0.16)	-5.30E-04 (-0.49)	-1.09E-04 (-0.1)	-5.00E-04 (-0.46)	-2.56E-03 (-0.73)	-2.71E-03 (-0.78)
Tangibles	-1.42E-02 (-0.66)	-1.08E-02 (-0.5)	-1.15E-02 (-0.53)	-8.76E-03 (-0.4)	4.42E-02 (0.72)	4.93E-02 (0.8)
Code dummy	2.58E-02*** (5.29)	1.53E-02* (1.95)				
Interaction dummyrating			5.58E-02*** (5.42)	3.52E-02** (2.29)		7.15E-02 (1.43)
GDP		1.14E-04* (1.7)		1.12E-04* (1.81)	1.37E-04 (0.63)	2.06E-04 (1.02)
Sales margin	7.22E-02*** (10.21)	7.04E-02*** (9.87)	7.13E-02*** (10.06)	6.95E-02*** (9.75)	1.10E-01*** (4.81)	1.08E-01*** (4.72)
Total leverage	-3.99E-02** (-2.37)	-3.75E-02** (-2.22)	-4.20E-02** (-2.48)	-3.95E-02** (-2.32)	-1.61E-01*** (-3.11)	-1.61E-01*** (-3.1)
Constant	1.97E-02 (1.27)	2.52E-03 (0.14)	1.94E-02 (1.25)	2.60E-03 (0.14)	3.69E-02 (0.63)	2.75E-02 (0.48)
Observations	325	325	325	325	325	325
Firms	43	43	43	43	43	43
Adj. R sq.	0.42	0.43	0.43	0.43	0.21	0.21
Hausman				7.35		

Note: The dependent variables are ROA in panel A, and ROE in panel B. The table reports the results of Random Effects GLS unbalanced panel regressions. The data is from of public Colombian firms covering ten years (1997-2006), five years before and after the code requirement. Variables are defined in Table 1. Z statistics are reported between parentheses. Asterisks are associated with p-values (*p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01).

Test of hypotheses H2 and H2a

The second group of regressions tests the association between leverage and the introduction of a governance code. The equation is as follows:

$$Leverage_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MC_{1it} + \sum_2^4 \alpha_j CV_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

The control variables are size, tangible assets, GDP, sales margin, and performance. Size and the level of tangible assets should have a positive effect on leverage, reducing the risk for creditors by more stable cash flows and because tangible assets are used as collateral for debts, respectively. GDP, profitability, and sales margin should be negatively associated with leverage, because higher cash

flows, whatever the cause, reduce the need of external funds. The mechanisms of control are still the code dummy and the interaction variable.

Our results are reported in Table 4. As robustness test we measure leverage in two ways, as total leverage and as financial leverage, the results are qualitatively similar with an explanatory power rounding the 12%. Again all the control variables have the hypothesized sign, with size lacking statistical significance in all specifications, while GDP lacks statistical significance in panel A specifications. The control mechanism effect on leverage is absent when the variable is just the code dummy; however, when combined with the code quality in the interaction variable, the expected result stands out. For total leverage the effect is statistically significant at 10% and the coefficient size is 8,02%, which means an increase in leverage of 3,69% ($8,02\% \times 46,04\%$) for the average code, while the improvement is 5,28% ($8,02\% \times 65,85\%$) for the firm with the best code. For financial leverage the coefficient is 7,03%, statistically significant at 5%, and the increase in leverage for the average code is 3,23% ($7,03\% \times 46,04\%$), while the improvement is 4,63% ($7,03\% \times 65,85\%$) for the firm with the best code. It is important to note that creditors seem to take into account the code quality when approve additional funds to firms. In a market with scarcity of funds this advantage can be crucial to exploit investment opportunities, securing the firms with good governance practices higher growth rates than its counterparties.

TABLE 4
LEVERAGE AND GOVERNANCE CODES

Dependent Variable:	A. Total Leverage		B. Financial Leverage	
	Coef. (z)		Coef. (z)	
ROA	-4.29E-01*** (-2.65)	-4.45E-01*** (-2.76)	-3.83E-01*** (-2.98)	-4.01E-01*** (-3.14)
Size	7.64E-04 (0.24)	1.09E-03 (0.35)	9.21E-04 (0.37)	1.41E-03 (0.57)
Tangibles	2.49E-01*** (2.64)	2.45E-01** (2.59)	1.96E-01*** (2.74)	1.90E-01*** (2.66)
Code dummy	2.53E-02 (1.12)		1.58E-02 (0.88)	
Interaction dummy-rating		8.02E-02* (1.8)		7.03E-02** (1.99)
GDP	-1.64E-04 (-0.86)	-2.34E-04 (-1.32)	-2.69E-04* (-1.77)	-3.71E-04*** (-2.63)
Sales margin	-6.48E-02*** (-2.77)	-6.35E-02*** (-2.73)	-5.07E-02*** (-2.73)	-4.97E-02*** (-2.69)
Constant	3.42E-01*** (5.98)	3.49E-01*** (6.18)	2.15E-01*** (4.84)	2.25E-01*** (5.16)

Dependent Variable:	A. Total Leverage		B. Financial Leverage	
Observations	325	325	325	325
Firms	43	43	43	43
Adj. R sq.	0.13	0.14	0.11	0.12
Hausman				4.42

Note: The dependent variables are Total Leverage in panel A, and Financial Leverage in panel B. The table reports the results of Random Effects GLS unbalanced panel regressions. The data is from of public Colombian firms covering ten years (1997-2006), five years before and after the code requirement. Variables are defined in Table 1. Z statistics are reported between parentheses. Asterisks are associated with p-values (*p< 0,1; **p<0,05; ***p<0,01).

Mechanisms of improvement

It is also interesting assess what operational influence can have the introduction of a governance code. To study this issue we looked for relationships between sales growth and the governance code and its quality. Table 5 reports our findings. We find that sales growth is positively influenced by investments (assets growth), leverage⁵ and GDP, as reported in regressions 1 and 3. However, the same regressions show a negative, and statistically significant, impact of the presence of a governance code; the impact is magnified by the quality of the governance code. Firms reduce their sales growth in 9% after issuing a governance code, and the firm with the highest quality code reduces its sales growth in 12%. Our results point out that the improvements in performance prompted by the codes are more the result of operational improvements, rather than changes in sales. Finally, regressions 2 and 4 in Table 5 introduce an interaction term between investments and the governance codes. The effect of this new variable is twofold; first, it reduces the statistical significance of investments, but, second, the new interaction term is positive and statistically significant. Our result can be interpreted as an additional positive effect of the codes; after the code introduction (also weighed by its quality) capital investments are more effectively channeled into sales growth.

TABLE 5
GROWTH AND GOVERNANCE CODES

Dependent Variable	Sales Growth			
		Coef. (z)		
Total Assets Growth (TAG)	0.212*** (2.87)	0.070 (0.68)	0.214*** (2.91)	0.079 (0.76)

5 Similar regressions using financial leverage, produces virtually the same results.

Governance codes: facts or fictions? A study of governance codes in Colombia

Total. Leverage	0.316*** (3.8)	0.318*** (3.77)	0.336*** (3.95)	0.355*** (4.11)
ROA	0.001 (0.)	0.064 (0.2)	0.095 (0.28)	0.209 (0.62)
Size	0.000 (-0.29)	0.000 (-0.27)	0.000 (-0.28)	0.000 (-0.22)
Tangibles	0.210*** (2.69)	0.201** (2.51)	0.204*** (2.62)	0.187** (2.35)
Code dummy	-0.089* (-1.93)	-0.118** (-2.47)		
Interaction dummy-rating			-0.193** (-2.08)	-0.262*** (-2.64)
GDP	0.901** (2.28)	1.052*** (2.64)	0.848** (2.35)	0.981*** (2.69)
Sales margin	0.074 (1.03)	0.039 (0.53)	0.077 (1.09)	0.046 (0.63)
Interaction TAG-Dummy		0.288** (1.98)		
Interaction TAG-INTDR				0.572* (1.9)
Constant	-0.278*** (-3.42)	-0.296*** (-3.65)	-0.274*** (-3.53)	-0.294*** (-3.76)
Obs	203	203	203	203
Firms	31	31	31	31
Adj. R ²	0.205	0.179	0.213	0.171

Note: The dependent variable is inflation adjusted sales growth. The table reports the results of Random Effects GLS unbalanced panel regressions. The data is from of public Colombian firms covering ten years (1997-2006), five years before and after the code requirement. Variables are defined in Table 1. Z statistics are reported between parentheses. Asterisks are associated with p-values (*p< 0,1; **p<0,05; ***p<0,01).

3.5. Conclusions

Given the lack of liquidity of most of the shares of the stock issuers in our sample, we couldn't study the effect on the firm's market value of the governance code issuance; we instead study the accounting performance. Accounting measures respond to fundamental changes in a slower pace than market measures, making difficult to disentangle the effect of external shocks or events. To the best of our knowledge we tried to include all the relevant control variables that can also affect performance, we were able to find a positive impact on return on assets and higher leverage.

A positive impact on ROA and the possibility of secure additional debt funds in a traditionally restricted market is not, by any means, a small byproduct of

the issuance of a governance code with good quality. It shows that efforts to improve governance practices translate to the firm finances. Our article exploits a unique window of opportunity, when firms were free to structure their codes in any way they wanted; before the issuance of the country code and the requirement of adherence to the country code. Although good codes could be the result of hiring the right consultants, we think that our results show that a strong commitment to better levels of governance, produces better codes and, as our article documents, better economic results. We also show that the relationship between sales growth and investments is positively mediated by the presence of governance codes. Different articles have documented the positive association between governance levels and performance, some of them built their own performance measures, some use self-declared code compliance, but most look for simultaneous associations; our approach is to rate the governance code at its inception and link it to improvements in performance after its introduction, solving the causality issue. Our article supports the argument that better government practices increase financial performance and that credible commitments are valued by fund providers. We leave to further research the impact of governance codes in the firm payout and its cost of capital, as additional positive consequences of better practices.

3.6. References

- [1]. Brown, L. and Caylor, M. (2004). *Corporate governance and firm performance* (SSRN working paper). Retrieved from: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423
- [2]. Fama, E. and Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- [3]. Garay, U., González, G., González, M. and Hernández, Y. (2006). Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas. *Estudio IESA*, 24.
- [4]. Gruszczyński, M. (2006). Corporate governance and financial performance of companies in Poland (working paper No. 2-05). Retrieved from: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=873887##
- [5]. Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

- [6]. Jong, A., DeJong, D., Mertens, G. and Wesley, C. (2004). The role of self-regulation in corporate governance: evidence and Implications from The Netherlands (Simon School of Business Working Paper No. FR 00-20). Retrieved from: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=246952
- [7]. Klapper, L. and Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- [8]. Langebaek, A. and Ortiz, J. (2007). Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa. *Borradores de Economía, Banco de la República de Colombia*, 447.
- [9]. Ley 964 del Mercado de Valores. Congreso de la República de Colombia, 964, 2005.
- [10]. Myers, S. and Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions. When firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- [11]. Padgett, C. and Shabbir, A. (2005). *The UK code of corporate governance: Link between compliance and firm performance* (ICMA Centre, University of Reading, discussion papers in finance DP2005-17). Retrieved from: <http://ideas.repec.org/p/rdg/icmadp/icma-dp2005-17.html>
- [12]. Pombo, C. and Gutierrez, L. (2007). *Corporate governance and firm valuation in Colombia* (RES working papers No. 4470). Retrieved from: <http://ideas.repec.org/p/idb/wpaper/4470.html>
- [13]. Price, R., Roman, F. and Rountree, B. (2007). *Governance reform, share concentration and financial reporting transparency in Mexico* (working paper). Retrieved from: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=897811

APPENDIX I

CODE QUESTIONS

#	Topic 1	Topic 2	Question
1	5	4	The code specifies that code compliance is a board's duty
2	5	4	Designation of, and incentive and payment policies for management, including their main duties, are included

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

#	Topic 1	Topic 2	Question
3	5	4	Ethic standards, sanctions and conflict resolution guidelines
4	5	4	Designation of, and incentive and payment policies for the board, including their main duties, are included
5	5	4	Board's Financial committee, explicit rules to disclose financial statements
6	5	4	Substitute directors attend regular board meetings
7	5	4	Policies for Board meetings minutes and other relevant meeting are required
9	5		Election, functions, composition and independence of board are explicitly described
8	5		Management is monitored and evaluated, board is evaluated
10	5		Board's Risk committee: losses control, audit, credit standards, purchases
11	5		Business opportunities should be evaluated by the board
12	5		Board members should receive induction training and instruction in board responsibilities
13	4	5	Procedures for selection and remuneration of independent external and internal auditors
14	4	5	Explicit prohibitions for management and directors
15	4	2	Explicit clauses regarding the use of privileged information by external auditors, shareholders and investors
16	4	2	Shareholders' relationships with firm are disclosed
17	4		Interest conflicts are prevented, managed and disclosed for controlling shareholders, minority shareholders, directors, and managers
18	4		Risk management map, including issuer risks for investors or their representatives
19	4		Policies for information transparency, including auditor election
20	4		Financial relationship among the issuer, controlling shareholders, managers, board members are fully disclosed
21	4		All dealings regarding firm securities trading for managers and board members are fully disclosed
22	4		Criteria, policies and procedures for information transparency and disclosure are explicit.
23	4		Identity of main shareholders is disclosed
24	4		Rules for code web disclosure are included
25	4		The Firm and its subsidiaries, with all major shareholders are properly identified
26	4		External control and audit system are properly disclosed
27	4		Internal audit system is properly disclosed
28	2	1	Ultimate ownership is disclosed

Governance codes: facts or fictions? A study of governance codes in Colombia

#	Topic 1	Topic 2	Question
29	2	1	Rules for the disclosure and circulation of investors and shareholders' rights and duties are included
30	2	1	Policies for share repurchases is explicit
31	2		Internal control system policies inform shareholders and investors of relevant findings and allow their follow up
32	2		Equitable treatment of all shareholders and investors is explicit
33	2		Rules for calling general and extraordinary meetings, or general assemblies by minority shareholders are included
34	3		Rules about main suppliers are included
35	3		Social responsibility is explicit
36	1		Procedures for special audits of the issuer by shareholders are included

Source: Authors.

APPENDIX 2 FIRMS INCLUDED IN THE SAMPLE

No.	Firm
1	Abonos Colombianos S.A.
2	Adminver S.A.
3	Almacenes Éxito S.A.
4	Arcesa S.A.
5	Bavaria S.A.
6	Biofilm S.A.
7	Caracol Televisión S.A.
8	Cartón de Colombia S.A.
9	Carulla Vivero S.A.
10	Cementos Argos S.A.
11	Cementos del Valle S.A.
12	Cementos Paz del Rio S.A.
13	Compañía Colombiana de Cerámica S.A.
14	C. Sur. de Arrendamiento Operativo S.A.
15	Coomeva Entidad Promotora de Salud S.A.
16	Edatel S.A. e.s.p.
17	Electroporcelana Gamma S.A.
18	Enka de Colombia S.A.
19	Filmtex S.A.

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

No.	Firm
20	Gaseosas Posada Tobon S.A.
21	Generar S.A. e.s.p.
22	Grupo Aval Acciones y Valores S.A.
23	Ingenio Central Castilla S.A.
24	Ingenio La Cabaña S.A.
25	Ingenio Ríopaila S.A.
26	Inveraval S.A.
27	Inversiones Argos S.A.
28	Inversiones Nacional de Chocolates S.A.
29	Locería Colombiana S.A.
30	Mineros S.A.
31	Organización de Ingeniería Internacional S.A.
32	Plastiquímica S.A.
33	Polipropileno del Caribe S.A.
34	Portafolio de Inversiones Suramericana S.A.
35	Promigás S.A. e.s.p.
36	RCN Televisión S.A.
37	Setas Colombianas S.A.
38	Sociedades Bolívar S.A.
39	Suministros de Colombia S.A.
40	Suramericana de Inversiones S.A.
41	Telefónica Móviles Colombia S.A.
42	Textiles Fabricato Tejicondor S.A.
43	Valorem S.A.

4. TRANSPARENCIA INFORMATIVA 'ON-LINE' EN EMPRESAS COLOMBIANAS¹⁻²

Resumen

La transparencia informativa contribuye en la mitigación de posibles riesgos de fraude y de toma de decisiones que afectan negativamente a los *stakeholders*. Dicha transparencia se satisface con la revelación y divulgación de la información financiera y no financiera. La evidencia obtenida muestra cómo las principales empresas colombianas logran grados de transparencia que limitan la disponibilidad y el acceso a la información, afectando la toma de decisiones y el control de los recursos por parte de los grupos de interés.

Palabras clave

Información financiera y no financiera; Revelación y divulgación; Transparencia informativa.

Clasificación JEL: G3, G30

1 “Transparencia informativa *on-line* en empresas colombianas”, de autoría de Diego Fernando Católico Segura y Fabio Enrique Gómez Meneses, fue publicado en la Revista Internacional Legis de Contabilidad & Auditoría No. 55, trimestre julio-septiembre del 2013, págs. 93-118, por Legis Editores S.A., propietaria de los derechos patrimoniales de autor. La referencia bibliográfica es la siguiente: Católico, Diego y Fabio Gómez (2013). Transparencia informativa *on-line* en empresas colombianas. *Revista Internacional Legis de Contabilidad & Auditoría* 55:93-118.

2 Diego Fernando Católico Segura. Contador público y magíster en Contabilidad

4.1. Introducción

Los casos de fraude empresarial en el ámbito nacional e internacional conocidos en los últimos años, se han caracterizado por hacerse presentes en sectores tan diversos como la salud, la construcción, el financiero, el energético y la educación, entre otros, evidenciando en dichos escenarios prácticas asociadas a la manipulación y asimetría de la información, falta de controles y de sanciones ejemplarizantes, así como conductas no deseadas de los gestores de las organizaciones, lo cual ha minado la confianza de los grupos de interés en estas.

Al respecto, se ha buscado la transparencia en las organizaciones, al propender por la disponibilidad y el acceso a la información, que conlleve a la visibilidad de la gestión de los administradores ante sus distintos grupos de interés, mitigando la discrecionalidad de estos para actuar de una manera no deseada y tomando decisiones que los afecten negativamente (Corporación Transparencia por Colombia, 2009).

La transparencia comprende la revelación y la divulgación de la información financiera y no financiera en las organizaciones, lo que da lugar a la presentación de los estados financieros, presupuestos, dictámenes e informes de auditoría, indicadores de desempeño, gobierno corporativo, información del negocio y de responsabilidad social y ambiental. Con la preparación y presentación de esta información se busca entender la situación y desempeño financiero, y asociarlo con las actuaciones y logros que en el marco de la responsabilidad con la sociedad asumen las organizaciones.

De igual forma, la transparencia no se limita a la existencia o disponibilidad de la información en términos de su revelación, sino que se debe garantizar su divulgación, es decir, su publicidad, dado que se espera que esta sea accesible para los usuarios, lo cual convoca al uso de las tecnologías de la información y la comunicación (en adelante TIC), en particular, el uso de los sitios web corporativos.

Organizaciones multilaterales (OECD 2003, 2005 y ONU 2010), han considerado que las TIC, son una herramienta capaz de originar un proceso

y Finanzas. Docente de la Universidad de La Salle. Líder del grupo de investigación Responsabilidad, rendición de cuentas y transparencia [dfcatolico@unisalle.edu.co]-

Fabio Enrique Gómez Meneses. Contador público y doctor en Contabilidad y Finanzas. Docente de la Universidad Autónoma de Bucaramanga . Miembro del grupo de investigación Responsabilidad, rendición de cuentas y transparencia

de convergencia global en la apertura, transparencia y rendición de cuentas de las organizaciones, tanto públicas como privadas.

Colombia por no ser ajena a esta situación, requiere del estudio sobre la transparencia informativa de las organizaciones. Por ello, la presente investigación busca evidenciar el grado de transparencia informativa de sus principales compañías, a partir de la indagación sobre la información revelada a través de sus sitios web, lo cual permitirá diagnosticar las prácticas en esta materia e identificar las posibilidades de información y comunicación que tienen las empresas con sus grupos de interés mediante el uso de las TIC.

Con la evidencia obtenida se busca contribuir en lo propuesto por el Gobierno Nacional en la Ley 1314 del 2009, al contemplar la preparación, conservación y difusión electrónica de la información contable de las organizaciones.

4.2. Concepto e implicaciones de la transparencia informativa

La transparencia en las organizaciones se ha definido desde dos puntos de vista. En el primero, es concebida como un rasgo característico de las actuaciones de las mismas organizaciones y de quienes la integran (Fox, 2007), lo cual hace referencia a la condición ética y moral de los individuos que las conforman. Y en el segundo, se define como el acceso público a la información, es decir, desde la existencia o no de información y de los sistemas que la producen, dando cuenta de lo que son, hacen, utilizan y producen las organizaciones (Sosa, 2011).

Este último punto de vista se puede complementar, al plantear que la transparencia es entendida como un mecanismo para la confianza, en la medida que las empresas deben responder ante las demandas de información sobre su comportamiento (Alonso, 2009), lo cual se ve reflejado en la libre circulación de información dentro de una organización y entre la organización y otros interesados, incluyendo al público (Bennis, Goleman y O'Toole, 2008: 9-53).

Es desde esta postura que se aborda el presente estudio, al reconocer la transparencia desde su noción informativa.

Para responder a las demandas de información que tienen los grupos de interés es importante enunciar dos conceptos asociados: la revelación y la divulgación de la información.

La revelación de la información es entendida como el proceso de preparación y presentación de aquella información que resulta ser relevante ante los distintos

interesados para la toma de decisiones y el control de los recursos (Católico, 2012; Gómez y Católico, 2009). De allí, que esta información debe comprender elementos financieros y no financieros para que los usuarios puedan tener una idea integral de los procesos, actividades, resultados y logros obtenidos por parte de la organización.

Al respecto, Sosa (2011) propone que el contenido informativo puede contemplar dos tipos de elementos: aquellos que constituyen datos e informaciones sobre lo realizado con los recursos asignados al gestor u organización (insumos, componentes y resultados) y aquellos otros que permiten argumentar sus acciones, a partir de explicaciones, motivos y situaciones que llevaron a la adopción u omisión de ciertas decisiones y su posterior implementación, ajuste y cierre.

Para cumplir con lo anterior, la preparación y presentación de la información se ha configurado a partir de lineamientos sobre el tipo y cantidad de información que se debe suministrar (información obligatoria), así como aquella otra que de manera voluntaria se desea presentar. La información obligatoria hace referencia, usualmente, a la de tipo financiero y de control, la cual es exigida con base en normas locales para los distintos ámbitos. Es de esperar que esta información sea la mínima preparada y presentada por parte de las organizaciones.

En el caso de las empresas colombianas, es importante recordar lo enunciado en la Ley 222 de 1995, la cual en sus artículos 45 y 46, ha planteado la existencia de una obligación como es la rendición de cuentas en los entes económicos, para llevar a cabo un ejercicio de informar, por parte de los administradores, al corte de su ejercicio anual, o al momento de retirarse de su cargo o cuando se lo exija un órgano competente, de manera comprobada, sobre su gestión.

La información que allí se demanda, comprende el informe de gestión, los estados financieros de propósito general, junto con sus notas, un proyecto de distribución de las utilidades y los dictámenes sobre los estados financieros y demás informes emitidos por el revisor fiscal. Esta misma información es requerida en lineamientos contables, como por ejemplo, lo expuesto en el Decreto 2649 de 1993 en el principio de revelación plena.

De igual forma, otros lineamientos como es el de gobierno corporativo definido para empresas cotizadas, emitido por la Superintendencia Financiera (2007: 2-43), señalan la función y obligación que tienen los órganos de administración de suministrar información financiera y no financiera a los grupos de interés, posibilitando su publicación a través de sus sitios web, permitiendo de esta manera el acceso y una mayor divulgación de la información.

En el caso de la información voluntaria, surge de la aplicación potestativa de guías propuestas por instituciones independientes, o como consecuencia de la interacción entre las organizaciones y sus grupos de interés. Esta información hace referencia a aspectos asociados con prácticas de responsabilidad social y ambiental. Para ello, corresponde la emisión de informes, conocidos como memorias o informes de sostenibilidad, que para dar cuenta de los impactos económicos, ambientales y sociales que generan sus actividades, pueden llegar a reconocer lineamientos como la guía propuesta por el Global Reporting Initiative (GRI), o por lo señalado en la normas ISO 26000 y 14000, sobre responsabilidad social o gestión ambiental, respectivamente.

Por otra parte, la divulgación de la información se entiende como la forma de publicarla y acceder a esta, es decir, a través de cuáles medios se posibilita su acceso y publicación (Católico, 2012; Gómez et ál., 2009). De manera tradicional se han privilegiado los medios tradicionales como el papel y los dispositivos electrónicos (CD o DVD). En este sentido, se plantea el uso de otras tecnologías de la información y la comunicación, tales como los sitios web de las organizaciones, ya que son un medio idóneo para divulgar la información, y por ende, para propiciar la transparencia informativa de las organizaciones.

Si bien Colombia ha avanzado en la utilización de las TIC, según se evidencia en estudios como el realizado por el Foro Económico Mundial en el año 2013³, es también importante destacar el rezago general en cuanto a la aplicación de las nuevas tecnologías en América Latina por parte del sector privado, lo cual puede limitar no solo la competitividad y el desarrollo en materia de inversión, sino que adicionalmente afecta el acceso a la información de las empresas.

De allí que abordar el estudio de este tema, sirve no solo para evidenciar cómo se encuentran las empresas colombianas en cuanto a su transparencia informativa, sino que se configura en un insumo para que el Gobierno Nacional y los reguladores planteen medidas que contribuyan en la generación de una cultura de revelación y divulgación de la información haciendo uso de las tecnologías.

3 Según este estudio el país se encuentra en el puesto 66 entre 144 países, lo cual reconoce los avances en materia de TIC y su aplicación en el sector público, en donde se ha intentado fomentar la participación ciudadana en la administración pública mediante el uso de estas tecnologías.

4.3. Investigaciones previas

La literatura existente en los últimos años, en cuanto a la transparencia on-line, ha sido amplia y variada. Es importante recordar que dentro de este término se enmarca tanto la revelación como la divulgación de información financiera y no financiera, por lo tanto y bajo este contexto, se pueden encontrar múltiples trabajos que abordan estas temáticas, principalmente a nivel internacional, e incluso, en el ámbito nacional.

En los últimos años, en Colombia la investigación en esta área ha aumentado y al menos se reconocen siete trabajos que han explorado la revelación y divulgación on-line de información financiera y no financiera de empresas y organizaciones en el país.

Esta bibliografía, que en volumen y alcance aún resulta escasa, ha evidenciado en términos generales que existen bajos niveles en la revelación y divulgación de la información por parte de las empresas colombianas y, que al parecer, los resultados se explican a partir de una serie de factores que caracterizan a este tipo de organizaciones. Teniendo en cuenta la insuficiente bibliografía en el país al respecto y la necesidad de identificar periódicamente el grado de transparencia informativa a través de internet de las empresas colombianas, es que cobra sentido la realización de este estudio para poder determinar si existen limitaciones en la visibilidad de la gestión que produzca secretismo respecto a las actividades de los gestores y constituya un riesgo potencial de fraude corporativo, lo cual puede traer como consecuencia limitaciones para las futuras inversiones en las empresas e impacto social en el país.

Las investigaciones a las cuales se hizo alusión en los párrafos anteriores, son descritas en la tabla 1 que a continuación es presentada, por si el lector requiere profundizar en cada uno de estos trabajos.

TABLA 1
INVESTIGACIONES REALIZADAS EN COLOMBIA
SOBRE TRANSPARENCIA *ON-LINE*

Autores	Título del documento	Año
Diego Fernando Católico Segura	Revelación y divulgación de la información financiera y no financiera de las universidades públicas en Colombia	2012
Fabio Enrique Gómez-Meneses y Diego Fernando Católico-Segura	Relación de la presentación de información de negocios <i>on-line</i> con las variables financieras en las empresas colombianas	2010

Transparencia informativa ‘on-line’ en empresas colombianas

Autores	Título del documento	Año
Fabio Enrique Gómez-Meneses y Diego Fernando Católico-Segura	Revelación y divulgación de la información financiera y no financiera <i>on-line</i> de las 500 empresas más representativas en Colombia	2009
Carlos Javier Sanz-Santolaria y Carolina Ardila Liévano	Evaluación del cumplimiento del código de buenas prácticas (CPB) para la divulgación de información financiera en internet de AECA, en las 100 empresas más grandes de Colombia	2008
Manuel Rodríguez y Ana Justicia	Divulgación en internet de los aspectos financieros del gobierno corporativo de las entidades financieras colombianas	2007
Carmen Caba-Pérez y Carlos Castillo-Delgado	La divulgación digital de información financiera: caso de las compañías colombianas cotizadas en bolsa	2003
Samuel Mantilla	E-contabilidad, distribución electrónica de la información de presentación de reportes de negocios	2001

Fuente: elaboración propia.

En el ámbito internacional, los estudios existentes sobre esta temática son numerosos y han sido realizados principalmente en Europa y Norteamérica. Fácilmente se puede hablar de más de 100 trabajos durante los últimos tres lustros, lo que demuestra el interés generalizado en esta temática, teniendo en cuenta el entorno de “Sociedad de la información”, presente y desarrollado durante este periodo de tiempo.

Dentro de esta gran cantidad de documentos se relacionan a continuación algunos de ellos que están directamente vinculados con el objeto de estudio que se llevará a cabo en esta investigación. Son trabajos que servirán como punto de partida para el desarrollo de la investigación propuesta.

TABLA 2
INVESTIGACIONES INTERNACIONALES SOBRE TRANSPARENCIA ON-LINE

Autores	Título del documento	Año
José Antonio Peña Ramos, César Vargas Díaz, Iván Medina Iborra	Difusión y comparabilidad de la información económico-financiera <i>on-line</i> : el caso de Iberoamérica	2012
Arturo Haro de Rosario, María del Carmen Caba-Pérez y María del Mar Sánchez-Cañadas	Determinantes de la transparencia <i>on-line</i> del sector del capital riesgo: el caso de España	2012
Marco Antonio Lara-Martínez, Indra Ruth Toledo-Coutiño y Luis Magín Gómez-Chávez	La rendición de cuentas por el gobierno electrónico. Caso entidades federativas de México	2012

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

Autores	Título del documento	Año
Stella Maldonado-García, Natalia Escobar-Váquiro y María del Pilar Marín-Gaviria	Divulgación de información contable-financiera en el sitio <i>web</i> de empresas cotizadas de Chile y México: un estudio exploratorio	2012
Charles Cho y Robin Roberts	Environmental reporting on the internet by America's Toxic 100: Legitimacy and selfpresentation	2010
Carlos Serrano, Mar Rueda y Pilar Portillo	Factors influencing e-disclosure in local public administrations. Environment and Planning	2009
María Mar Alonso	La transparencia de las empresas en internet para la confianza de los accionistas e inversores: un análisis empírico	2009
Isabel Gallego, Isabel García y Luis Rodríguez	Voluntary and compulsory information disclosed online: the effect of industry concentration and other explanatory factors	2008
Ana Cárcaba-García y Jesús García-García	Determinantes de la divulgación de información contable a través de internet por parte de los gobiernos locales	2008
Carlos Sanz y Jorge Aliaga	Un análisis de la transparencia informativa por medio de las páginas <i>web</i> corporativas	2008
Alan Styles y Mack Tennyson	The Accessibility of Financial Reporting of U.S. Municipalities on the Internet	2005
Claire Marston y Annika Polei	Corporate reporting on the Internet by German Companies	2004
Enrique Bonson-Ponte y Tomás Escobar-Rodríguez	La difusión voluntaria de información financiera en internet: un análisis comparativo entre Estados Unidos, Europa del Este y la Unión Europea	2004
Enrique Bonson-Ponte y Tomás Escobar-Rodríguez	A survey on voluntary disclosure on the Internet: empirical evidence from 300 European Union companies	2002
Ronald Dye	An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting	2001
Catherine Gowthorpe y Oriol Amat	External Reporting of Accounting and Financial Information via the Internet in Spain	1999

Fuente: elaboración propia.

De acuerdo con lo planteado en los estudios reseñados anteriormente, se ha evidenciado a nivel internacional que las empresas han logrado tasas importantes de revelación de información a través de internet, muchas veces motivadas por leyes de mercado de capitales o de transparencia y acceso a la información, como ha sido el caso de España con la Ley Aldama (L. 26/2003).

De igual forma, se muestra cómo la revelación de información por parte de las organizaciones empresariales internacionales es significativamente mayor

que en las empresas colombianas, lo cual conlleva a reconocer el esfuerzo que se debe realizar en esta materia para estar en sintonía con lo que ocurre en los mercados internacionales.

Tanto en Norteamérica como en Europa las empresas deciden divulgar su información financiera y no financiera mediante la utilización de sitios web corporativos por las ventajas económicas que en ocasiones tal decisión supone y, en algunos casos, esta presentación de información en internet se hace siguiendo una serie de estándares o lineamientos, que aunque voluntarios, brindan una guía fundamental a las empresas para llevar a cabo este tipo de tareas.

Ejemplo de lo anterior, es el Código de Buenas Prácticas para la divulgación de información financiera en internet, promulgado por la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA); código que busca aumentar la confianza que tienen los diferentes grupos de interés en la información empresarial publicada en internet y, que en la actualidad, es utilizado por algunas empresas españolas al momento de presentar su información financiera y no financiera en la red.

Finalmente, otra cuestión que resulta fundamental mencionar dentro de los antecedentes de investigación que se presentan en este documento, es el trabajo realizado por organismos internacionales del ámbito contable y financiero, quienes mediante sus investigaciones y estudios, buscan dar luces y orientaciones respecto a la presentación de información empresarial en internet.

Dentro de tales trabajos se destacan las investigaciones del Instituto Canadiense de Contadores Públicos (Canadian Institute of Chartered Accountants, CICA), del Instituto Americano de Contadores Públicos Certificados (American Institute of Certified Public Accountants, Aicpa) y del Comité Internacional de Estándares Contables (International Accounting Standards Committee, IASC, hoy IASCF). Todos ellos han analizado el contexto actual del reporte financiero y contable a través de internet y los efectos que estas prácticas implican para las organizaciones.

Los antecedentes y el marco teórico presentados permiten evidenciar un panorama y ambiente favorable bajo algunos escenarios, en cuanto a la presentación de información financiera y no financiera a través de internet, y para otros, como el caso de las empresas en América Latina, se configura como punto de investigación y de trabajo para motivar el desarrollo de una cultura de revelación y divulgación que contribuya en la transparencia informativa de las organizaciones.

4.4. Metodología del estudio

El presente estudio es de corte empírico-descriptivo en la medida que busca evidenciar el grado de transparencia informativa on-line en las empresas colombianas. Para ello, se toma una muestra, que si bien no tiene un grado de significancia estadística, corresponde a las 100 empresas más importantes de Colombia de acuerdo con sus resultados financieros —nivel de ingresos y de utilidades— durante el año 2011, según lo publicado por la Revista Semana (2012: 114-116). En este listado se encuentran empresas que pertenecen a los sectores de hidrocarburos, telecomunicaciones, comercio al por mayor y menor y servicios públicos, entre otros.

Para efectos de realizar la medición del grado de transparencia, se diseñó un índice a partir de la indagación sobre 47 variables que reconocen la información financiera (contable, presupuestal y de control) y no financiera (gobierno corporativo, responsabilidad social y ambiental), así como aquella relacionada con condiciones de navegabilidad, acceso y diseño de los sitios web de la empresas objeto de estudio.

Investigaciones previas como las desarrolladas por Vargas, Peña y Medina (2012), y Haro de Rosario, Caba y Sánchez (2012), han indicado que estas variables determinan una información integral que permite entender no solamente el desempeño financiero de las empresas, sino que atiende aspectos que hoy en día se demandan por grupos de interés, respecto al buen gobierno y la responsabilidad social y ambiental, lo cual es aplicable a un contexto como el colombiano.

De la observación de las variables se obtienen dos mediciones del índice. La primera, mide el grado de transparencia de cada uno de los aspectos en el conjunto de las empresas y, la segunda, mide el grado de transparencia de cada una de las empresas estudiadas, con lo cual se elabora un “ranking de transparencia informativa empresarial”.

Cada una de las variables se evalúa entre 0 y 1, siendo “cero” cuando no tiene la información y “uno” cuando cumple con la totalidad (Cooke, 1989). No obstante, existen aspectos que tienen valor “cero” cuando no tiene la información, 0.5 cuando cumplen parcialmente y “uno” cuando cumple con la totalidad. En particular, son los datos asociados con los estados financieros intermedios y sus notas, ya que en estos puntos puede existir un reporte parcial de la información que se desea obtener.

La búsqueda de información en los sitios web se realizó durante el periodo comprendido entre el 8 y el 26 de abril del año 2013. Este periodo corresponde a un momento posterior a la fecha máxima que tienen las empresas para la realización de las asambleas anuales de accionistas o juntas de socios, de acuerdo con lo previsto en el artículo 422 del Código de Comercio.

4.5. Resultados del estudio

Una vez recopilada y tabulada la información correspondiente a la base de datos seleccionada, se obtienen una serie de resultados que permiten evidenciar el grado de transparencia informativa que tienen las principales empresas colombianas.

Inicialmente se parte de los resultados obtenidos en cuanto a la presencia en internet de las empresas estudiadas, los cuales indican que de las 100 compañías analizadas el 97% tiene presencia en internet, mientras que el 3% restante no tiene página web.

Resulta importante destacar, aunque no forme parte del objeto de esta investigación, que estas últimas empresas pertenecen al sector industrial (minería e hidrocarburos) y comercial, sectores que según estudios previos, como el de Gómez et ál. (2009) y Sanz y Ardila (2008), han demostrado poco interés en tener presencia en internet mediante la utilización de sitios web, con lo cual los resultados aquí obtenidos guardan coherencia con los hallados en otras investigaciones.

Lógicamente a medida que transcurren los años, el porcentaje de empresas que tienen sitios web viene en aumento, de un 73% en el estudio de Sanz et ál. (2008) se pasa a un 97% en esta investigación (2013), con lo cual se evidencia una profunda y casi total tendencia de las empresas colombianas hacia la utilización de este tipo de herramientas en el desarrollo de sus actividades.

Posteriormente a este análisis inicial, se verificó en las 97 empresas que manifestaron tener sitio web, el cumplimiento o no de las 47 variables que se indicaron en el apartado de metodología de este documento. Los resultados de este análisis comprenden la información financiera (contable, presupuestal y de control), información no financiera (relativa al negocio, gobierno corporativo y responsabilidad social) y, finalmente, información sobre los aspectos técnicos del sitio web (navegabilidad, acceso y diseño). Los resultados son los siguientes:

TABLA 3
INFORMACIÓN RELATIVA A LOS ASPECTOS FINANCIEROS

Información relativa a la información financiera (contable, presupuesto y control)	Grado de revelación	
Indicador	Val. Abs.	Val. Rel.
Acceso al presupuesto de la vigencia (2013)	4	4,1%
Acceso al presupuesto y su ejecución vigencias anteriores (2012 y 2011)	4	4,1%
Acceso a los estados financieros básicos y/o consolidados del último ejercicio cerrado (2012)	53	54,6%
Acceso a las notas de los estados financieros básicos y/o consolidados del último ejercicio cerrado (2012)	49	50,5%
Acceso a los estados financieros básicos y/o consolidados de vigencias anteriores (2010 y 2011)	54	55,7%
Acceso a las notas de los estados financieros básicos y/o consolidadas de vigencias anteriores (2010 y 2011)	52	53,6%
Acceso a estados financieros intermedios (marzo, junio y septiembre de 2012, y marzo de 2013)	39,5	40,7%
Acceso a las notas de los estados financieros intermedios (marzo, junio y septiembre de 2012)	29,5	30,4%
Presenta los estados financieros básicos y/o consolidados completos	43	44,3%
Acceso al informe de auditoría o de revisoría fiscal del último año cerrado (2012)	46	47,4%
Acceso al informe de auditoría o de revisoría fiscal de años anteriores (2010 y 2011)	47	48,5%
Acceso proyecto de distribución de utilidades último año cerrado (2012)	31	32,0%
Acceso proyecto de distribución de utilidades años anteriores (2010 y 2011)	20	20,6%
Acceso a información contable o financiera complementaria	48	49,5%

Fuente: elaboración propia.

Con respecto a los resultados expuestos sobre la información financiera, resulta preocupante observar que en el mejor de los casos de los indicadores analizados apenas algo más de la mitad de las empresas que contaban con sitio web presentaban información relacionada con lo contable. Por ejemplo, solo el 54.6% exhiben un link de acceso a sus estados financieros básicos y/o consolidados del último ejercicio cerrado, evidenciando, adicionalmente, que en la mayoría de los casos los estados financieros no se publican de manera completa, ya que solo el 44,3% enseñaron todos los estados y el 50.5% expusieron las notas respectivas. Es de recordar que la información debe gozar de un atributo como es

el de “comprensibilidad”, para ello, se requiere que la información se encuentre completa, al considerar el conjunto de informes que se demandan y las notas explicativas que se adjuntan, los cuales deben contribuir para que los grupos de interés lleven a cabo mejores análisis e interpretaciones sobre la situación y el desempeño financiero de las organizaciones.

De igual forma, se muestra que la información intermedia se revela de manera parcial (40,7%), lo cual limita el acceso a información oportuna, ya que si se exponen solo los estados financieros con corte anual, estos no reconocen lo que puede ocurrir al transcurrir el periodo corriente, afectando la toma de decisiones ante situaciones que enfrentan las empresas en el corto plazo.

En cuanto a la información que tiene que ver con el control organizacional, tan solo el 47.4% de las compañías que tienen sitio web, presentaban en su página el informe de auditoría o de revisoría fiscal del último año cerrado. Esta situación afecta la confianza en la información por parte de los grupos de interés, ya que no se sabe si han sido objeto de verificación y qué opinión se tiene al respecto por parte del auditor y/o revisor fiscal.

Si bien es cierto que no existe ninguna norma que estrictamente indique que la información financiera se deba presentar a través de internet, si hay normas que establecen la obligatoriedad de publicar dicha información (L. 222/95 y D. 2649/93). Por lo tanto, si la empresa decide utilizar la World Wide Web para la revelación y divulgación de su información financiera, resulta lógico pensar que dicha presentación se haga conforme con lo establecido en las normas, en cuanto a lo que específicamente se debe incluir.

Igualmente, es de considerar lo expuesto por la Superintendencia Financiera, entre los documentos técnicos que emite, como es el caso del documento conceptual de gobierno corporativo (2010) y el código de mejores prácticas corporativas (2007), al considerar la facilidad de acceso a la información y exponer que:

La información financiera y de gestión debe estar disponible a través de mecanismos ágiles y eficientes que permitan que los grupos de interés puedan acceder fácilmente a esta. En la medida en que los costos de acceso a la información sean bajos, los accionistas minoritarios y grupos de interés tendrán más oportunidad de tomar decisiones informadas. En general, se considera como una práctica de buen gobierno el uso de la página web de la entidad para la divulgación de información (Superintendencia Financiera, 2010: 18).

Por otra parte, se considera, como se mencionó en anteriores apartados, que la información financiera debe ser complementada con información no

financiera, en particular, con aquella referida a su gobierno, su negocio y con respecto a su responsabilidad social. Los resultados obtenidos al respecto se presentan a continuación:

TABLA 4
INFORMACIÓN RELATIVA AL GOBIERNO DE LA ORGANIZACIÓN

Información relativa al gobierno corporativo	Grado de revelación	
	Val. Abs.	Val. Rel.
Indicador		
Acceso a los estatutos sociales	41	42,3%
Acceso a la misión, visión, objetivos organizacionales y plan estratégico	77	79,4%
Acceso a la información básica del negocio (portafolio de bienes o servicios)	81	83,5%
Acceso al código de gobierno corporativo	53	54,6%
Acceso al informe y/o encuesta sobre gobierno corporativo	30	30,9%
Acceso al código de ética y/o de conducta	40	41,2%
Organigrama de estructura de gobierno	31	32,0%
Identificación de la composición de la junta directiva o junta de socios, las funciones y cargos de los miembros	39	40,2%
Descripción del currículum de los miembros de la junta directiva o junta de socios	22	22,7%
Visualización del reglamento de la junta directiva o junta de socios	29	29,9%
Publicidad de las actas de reunión de la asamblea, junta directa o junta de socios (2012)	10	10,3%
Acceso al informe o memoria de gestión de la alta dirección del último ejercicio cerrado (2012)	42	43,3%
Acceso a los informes o memorias de gestión de la alta dirección de años anteriores (2010 y 2011)	36	37,1%
Acceso a indicadores que evalúan el desempeño de la gestión (2012)	43	44,3%

Fuente: elaboración propia.

En la segunda área de análisis (información no financiera - gobierno corporativo), los resultados en los indicadores evidencian comportamientos similares en cuanto al porcentaje de cumplimiento, respecto a los reseñados en los párrafos anteriores, aunque es importante destacar dos de estos indicadores que presentaron un muy buen comportamiento en las empresas analizadas. El primero de ellos hace referencia al acceso a la información básica del negocio, que fue cumplido por el 83.5% de las compañías, en donde se considera la exposición de su portafolio de bienes y/o servicios como ente económico. El segundo de ellos reconoce los datos asociados con la misión, visión, objetivos organizacionales y plan estratégico, cumplido por el 79.4% de las empresas que tienen sitio web.

Este último resultado no alcanza un cumplimiento total, en la medida que las empresas poco divulgan lo relacionado con su plan estratégico, lo cual puede ser considerado por las compañías como un aspecto que debe ser secreto y, por ende, no se concibe su acceso público.

Así mismo, se observa que el 54.6% de las empresas presentan su código de buen gobierno, que si bien no es un porcentaje alto, muestra cómo empresas, ya sea por lineamientos de las Superintendencias Financiera y de Sociedades o de manera voluntaria, han acogido esquemas de buen gobierno para orientar sus modelos de gestión y de relación con sus grupos de interés. No obstante, esta situación es contraria cuando se trata de dar cuenta sobre la ejecución de dichas prácticas a través del informe de gobierno corporativo o de la encuesta que piden los reguladores, en donde tan solo el 30,9% de las empresas hacen visible dicha información.

Llama la atención cómo el informe de gestión no resulta ser un documento expuesto por la mayoría de las empresas (43,3%), limitando la visibilidad sobre la gestión de los administradores del ente económico y la lectura integral que se pueda realizar al asociarla con los datos financieros.

Estos resultados permiten evidenciar que muchas de las empresas están enfocadas, principalmente, en dar a conocer a través de internet, información relacionada con lo que específicamente realizan: sus actividades, sus servicios o sus productos. Esto resulta ser entendible, pero se dejan de lado aspectos que pueden ser importantes en cuanto a la transparencia de la información se refiere, como por ejemplo, el informe de gestión, las actas de reunión de los cuerpos colegiados, los indicadores de desempeño y los estatutos.

TABLA 5
INFORMACIÓN RELATIVA A LA RESPONSABILIDAD SOCIAL

Informado relativa a la responsabilidad social	Grado de revelación	
	Val. Abs.	Val. Rel.
Indicador		
Acceso a lineamientos o políticas sobre responsabilidad social	61	62,9%
Acceso al informe o memoria de responsabilidad social o de sostenibilidad (2011 o 2012)	57	58,8%
Indicación de los lineamientos observados para la generación del informe o memoria de responsabilidad social	44	45,4%
Acceso al informe de verificación, externa del informe o memoria de responsabilidad social (2011 o 2012)	26	26,8%
Planes y actividades previstas sobre responsabilidad social	61	62,9%

Informado relativa a la responsabilidad social	Grado de revelación	
Indicador	Val. Abs.	Val. Rel.
Implementación de un sistema de gestión de calidad en responsabilidad social y/o gestión ambiental (ISO 26000; ISO 14000; SA8000)	42	43,3%

Fuente: elaboración propia.

La información sobre responsabilidad social presenta resultados ligeramente positivos en algunas variables, como por ejemplo, el acceso a políticas o lineamientos sobre responsabilidad social (62.9%) y el acceso al informe o memoria de responsabilidad social o de sostenibilidad (58.8%). De igual forma, se observa cómo las empresas para generar esta información identifican lineamientos nacionales o internacionales (45,4%) que les pueden servir de guía y posibilitan su verificación a través de auditorías externas (26,8%).

Estos resultados parecieran indicar en términos generales que las empresas le están otorgando mayor importancia a este tipo de información que a la información financiera. Ahora bien, la pregunta que habría que hacerse es si este renovado interés está explicado en una verdadera y transparente responsabilidad social corporativa o en una “moda publicitaria pasajera”, que no responde a unos claros objetivos empresariales, como desafortunadamente ocurre en el caso de empresas en el contexto internacional.

TABLA 6
INFORMACIÓN RELATIVA A ASPECTOS TÉCNICOS DE LA WEB

Información relativa a la navegabilidad, acceso y diseño de la página web	Grado de revelación	
Indicador	Val. Abs.	Val. Rel.
Se puede acceder a la información en varios idiomas	46	47,4%
Se incluye en las páginas la fecha de la última actualización	2	2,1%
Dispone de un apartado específico en el que agrupa la información financiera que difunde	56	57,7%
Dispone de un apartado específico en el que agrupa la información sobre gobierno corporativo que difunde	49	50,5%
Dispone de un apartado específico en el que agrupa la información sobre responsabilidad social que difunde	63	64,9%
Se facilita un mapa de la web	58	59,8%
Incorporación de motores de búsqueda en la página web para facilitar el acceso a la información	78	80,4%
Se incluyen soportes multimedia como apoyo para la presentación de datos financieros y no financieros	50	51,5%

Información relativa a la navegabilidad, acceso y diseño de la página web	Grado de revelación	
	Val. Abs.	Val. Rel.
Se incorporan recursos que faciliten una correcta impresión de la información	69	71,1%
Se permite la descarga de archivos que el usuario puede utilizar en diversas aplicaciones informáticas	65	67,0%
Se facilita la dirección postal y electrónica de contacto de la organización	75	77,3%
La seguridad del sitio <i>web</i> está certificada por una entidad independiente y de solvencia	16	16,5%
Buzón para preguntas y/o servicio de <i>chat</i>	74	76,3%

Fuente: elaboración propia.

Finalmente, en el tema de los aspectos técnicos de los sitios web, es de destacar el buen comportamiento de buena parte de los indicadores, con porcentajes de cumplimiento superiores al 60% en varios de ellos (motores de búsqueda en la página web, agrupación de la información, descarga de la información, etc.), aspectos que mejoran la experiencia de navegación y usabilidad de los usuarios de estas páginas. Ahora bien, a pesar de ello, es importante recalcar el comportamiento negativo encontrado en dos indicadores que resultan fundamentales: la seguridad del sitio web certificada por entidades independientes y la presentación de la información en varios idiomas, con tasas de cumplimiento del 16.5% y 47.4% respectivamente.

Lo anterior, revela el histórico talón de Aquiles que muchas organizaciones empresariales en Colombia tienen: la seguridad informática, problema que ha sido presentado en algunos trabajos, dentro de los cuales se puede referenciar como uno de los más recientes el de Ojeda et ál. (2010). Esta problemática puede llegar a afectar seriamente la revelación y divulgación que se hace de la información a través de sitios web. De otra parte, y en lo que se refiere a la presentación de información en varios idiomas, es evidente el desinterés de más de la mitad de las compañías que tienen presencia en internet, situación que limita significativamente aspectos de vital importancia hoy en día, como por ejemplo, la consecución de inversionistas extranjeros.

Luego de esta primera medición sobre los aspectos revelados on-line, se llega a la segunda connotación que tiene el índice propuesto, en la cual se mide el grado de revelación por empresas, obteniendo de esta manera el ranking de “transparencia informativa organizacional”, clasificación que se determina con base en los resultados en cada uno de los aspectos previamente analizados. El

ranking incluye todas las 97 empresas analizadas, pero para efectos de su presentación se relacionan las 20 primeras organizaciones que obtienen un grado de divulgación superior al 70%:

TABLA 7
RANKING TRANSPARENCIA INFORMATIVA ON-LINE

Posición	Nombre de la empresa	Grado de divulgación	
		Val. Abs.	Val. Rel.
1	Ecopetrol	44	94%
2	Almacenes Éxito	42	89%
3	Isagen	42	89%
4	Inversiones Argos	40	85%
5	Cementos Argos	40	85%
6	ISA	40	85%
7	Petrobras	37	79%
8	Coca-Cola Femsa	36,5	78%
9	Exxon Mobil	36	77%
10	Falabella Colombia	36	77%
11	Grupo EEPPM	35	74%
12	Bavaria	35	74%
13	Grupo Nutresa	35	74%
14	Chevron Petroleum	35	74%
15	Carvajal	35	74%
16	Codensa	35	74%
17	Gas Natural	35	74%
18	Riopaila Castilla	35	74%
19	LG Electronics	34	72%
20	Cepsa Colombia	33,5	71%

Fuente: elaboración propia.

El *ranking* presentado resulta coherente con lo que se pudiera esperar, es decir, las principales empresas del país, dentro de las cuales se encuentran, Ecopetrol, Almacenes Éxito, Isagen, Grupo EEPPM, Bavaria y otras más, tienen altos niveles de transparencia informativa on-line; sin embargo, también resulta interesante observar que grandes organizaciones empresariales tienen bajos niveles de transparencia informativa, a pesar de los enormes recursos financieros y técnicos que estas empresas poseen.

La compañía que mejores resultados obtuvo, en cuanto a transparencia informativa on-line, fue Ecopetrol con un porcentaje del 94%. Este resultado es coherente con múltiples y similares trabajos que han sido realizados en el país (los cuales fueron referenciados en el apartado de investigaciones previas de este documento), estudios que siempre han situado a esta empresa dentro de los primeros lugares en los diferentes análisis de los cuales ha sido objeto, aunque frente al presente estudio se debe considerar que aún logrando este reconocimiento no cumple con el 100% de los aspectos propuestos en el índice.

Por último, se debe plantear que el 52% de las empresas analizadas se encuentran por debajo de la nota media (50%) del índice, lo cual significa que en materia de transparencia informativa on-line, la mayoría de empresas deben hacer esfuerzos importantes con el fin de mejorar dicha condición ante sus grupos de interés, corroborando, de esta manera, los resultados alcanzados en investigaciones previas al reconocer que los niveles de revelación de información por parte de las empresas en América Latina es limitada en la actualidad.

4.6. Conclusiones

En el contexto internacional y local se han evidenciado un conjunto de prácticas no deseadas por parte de los gestores de las empresas, que han traído consigo impactos económicos, sociales y ambientales negativos. Para mitigar esta problemática, se propone la existencia de una transparencia organizacional, la cual conlleva a ser visibles las actuaciones de los administradores ante sus grupos de interés.

Dicha transparencia al ser abordada desde su condición informativa comprende la condición de revelar y divulgar la información financiera y no financiera, obligatoria y/o voluntaria, en donde se reconoce aquella que resulta ser relevante para la toma de decisiones de los grupos de interés y se considera su acceso a partir del uso de medios tradicionales o de medios que motivan la aplicación de las tecnologías de la información y comunicación, especialmente internet.

Por lo anterior, cobra sentido la realización de este tipo de estudios para poder determinar si existen limitaciones en la visibilidad de la gestión que produzca secretismo respecto de las actividades de los gestores y constituya un riesgo potencial de fraude corporativo, lo cual puede traer como consecuencia limitaciones para las futuras inversiones en las empresas e impacto social en el país.

Los resultados obtenidos en el presente estudio permiten concluir que las empresas colombianas presentan niveles intermedios y bajos de revelación de

información a través de internet, y que publican en mayor medida la información concerniente a su portafolio de bienes y servicios, y de responsabilidad social, por lo cual queda en un segundo escenario la información asociada a los aspectos financieros.

Esto último debe considerarse, ya que se espera que el interés que surge por publicar la información no financiera, corresponde a una efectiva responsabilidad y transparencia de las actuaciones de las empresas, y no que sea el resultado de una campaña promocional momentánea.

Sin duda la transparencia de las organizaciones no solo se genera a partir de la información que se publique, sino que esta debe estar asociada a un comportamiento ético y moral de las personas que las integran, lo cual podrá ser objeto de análisis en otros estudios.

De igual forma, se debe contemplar que la revelación y la divulgación de información se puede desarrollar en mejores condiciones al hacer uso de las tecnologías de la información y la comunicación, en donde los sitios web resultan ser mecanismos importantes, pero que deben ser complementados con otras tecnologías, como por ejemplo, con el uso del XBRL para efectos de generar reportes homogéneos y de fácil lectura en la web.

Finalmente, se espera que los resultados obtenidos y expuestos a través de este estudio, contribuyan en el desarrollo de una cultura de revelación y divulgación de la información por parte de las empresas colombianas, al reconocer los logros obtenidos y aspectos a mejorar, pero sobre todo, evidenciando las oportunidades que tienen las empresas para mejorar su transparencia ante sus grupos de interés.

4.7. Referencias

- [1]. Alonso, M. (2009) “La transparencia de las empresas en internet para la confianza de los accionistas e inversores: un análisis empírico”, *Revista Cuadernos de Administración*, vol. 22, n.º 38, pp. 11-30.
- [2]. Bennis, W.; Goleman, D. Y O’toole, J. (2008) *Transparencia. Cómo los líderes forjan una cultura de la sinceridad*. Barcelona: Alienta Editorial.
- [3]. Bonson, E. y Escobar, T. (2002) “A survey on voluntary disclosure on the internet: empirical evidence from 300 European Union companies”, *The International Journal of Digital Accounting Research*, vol. 2, n.º 1, pp. 27-51.

- [4]. — (2004) “La difusión voluntaria de información financiera en internet: un análisis comparativo entre Estados Unidos, Europa del Este y la Unión Europea”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad, REFC*, vol. 33, n.º 123, pp. 1063-1101.
- [5]. Caba, C. y Castillo, C. (2003) “La divulgación digital de información financiera: caso de las compañías colombianas cotizadas en bolsa”, *Revista Internacional Legis de Contabilidad & Auditoría*, n.º 13, pp. 187-219.
- [6]. Cárcaba, A. y García, J. (2008) “Determinantes de la divulgación de información contable a través de internet por parte de los gobiernos locales”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad, REFC*, vol. 37, n.º 137, pp. 63-84.
- [7]. Católico, D. (2012) “Revelación y divulgación de la información financiera y no financiera de las universidades públicas en Colombia”, *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Militar Nueva Granada*, vol. 20, n.º 1, pp. 57-76.
- [8]. Cho, Ch. y Roberts, R. (2010) “Environmental reporting on the internet by America’s Toxic 100: Legitimacy and selfpresentation”, *International Journal of Accounting Information Systems*, vol. 11, n.º 1, pp. 1-16.
- [9]. Cooke, T. (1989) “Voluntary Disclosure by Swedish Companies”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, n.º 1, pp. 171-195.
- [10]. Congreso de Colombia. (1995) “*Ley 222, por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos concursales y se dictan otras disposiciones*”, Bogotá, D.C.
- [11]. Corporación Transparencia por Colombia. (2009) Índice de transparencia nacional: documento metodológico preliminar 2008-2009. Bogotá, D.C., pp. 1-47.
- [12]. Dye, R. (2001) “An evaluation of essays on disclosure and the disclosure literature in accounting”, *Journal of Accounting Economics*, vol. 32, n.º 1, pp. 181-235.
- [13]. Fox, J. (2007) “The uncertain relationship between transparency and accountability”, *Development in Practice Review*, vol. 17, n.º 4, pp. 663-671.

- [14]. Gallego, I.; García, I. y Rodríguez, L. (2008) “Voluntary and compulsory information disclosed online: the effect of industry concentration and other explanatory factors”, *Online Information Review*, Emerald Group Publishing Limited, vol. 32, n.º 5, pp. 596-622.
- [15]. Gómez, F. y Católico, D. (2009) “Revelación y divulgación de la información financiera y no financiera on-line de las 500 empresas más representativas en Colombia”, *Revista Cuadernos de Contabilidad*, vol. 10, n.º 27, pp. 269-318.
- [16]. — (2010) “Relación de la presentación de información de negocios on-line con las variables financieras en las empresas colombianas”, *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Militar Nueva Granada*, vol. 18, n.º 1, pp. 205-224.
- [17]. Gowthorpe, C. y Amat, O. (1999) “External Reporting of Accounting and Financial Information via the Internet in Spain”, *European Accounting Review*, vol. 8, n.º 2, pp. 365-371.
- [18]. Haro de Rosario, A.; Caba, M. y Sánchez, M. (2012) “Determinantes de la transparencia on-line del sector del capital riesgo: el caso de España”, *Cuadernos de Contabilidad*, vol. 13, n.º 32, pp. 43-64.
- [19]. Lara, M.; Toledo, I. y Magín, L. (2012) “La rendición de cuentas por el gobierno electrónico. Caso entidades federativas de México”, *Cuadernos de Contabilidad*, vol. 13, n.º 33, pp. 463-478.
- [20]. Maldonado, S.; Escobar, N. y Marín, M. (2012) “Divulgación de información contable-financiera en el sitio web de empresas cotizadas de Chile y México: un estudio exploratorio”, *Cuadernos de Contabilidad*, vol. 13, n.º 33, pp. 395-431.
- [21]. Mantilla, S. (2001) *E-contabilidad, distribución electrónica de la información de presentación de reportes de negocios*. Bogotá, D.C.: Ecoe Ediciones.
- [22]. Marston, C. y Polei, A. (2004) “Corporate reporting on the Internet by German companies”, *International Journal of Accounting Information Systems*, vol. 5, n.º 3, pp. 285-311.
- [23]. Ojeda, J.; Rincón, F.; Arias, M. y Daza, L. (2010) “Delitos informáticos y entorno jurídico vigente en Colombia”, *Revista Cuadernos de Contabilidad*, vol. 11, n.º 28, pp. 41-66.

- [24]. Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). (2003) *The E-Government Imperative*. Paris: Main Findings.
- [25]. — (2005) *E-Government for Better Government*. Paris.
- [26]. Organización de Naciones Unidas. (2010) *E-Government Survey 2010*. New York.
- [27]. Presidencia de la República de Colombia. (1971) “Decreto 410, por el cual se expide el Código de Comercio”. Bogotá, D.C.
- [28]. Revista Semana. (2012) “Las 100 empresas más grandes de Colombia”. Bogotá, D.C.
- [29]. Rodríguez, M. y Justicia, A. (2007) “Divulgación en internet de los aspectos financieros del gobierno corporativo de las entidades financieras colombianas”, *Revista Activos*, n.º 12, pp. 45-74.
- [30]. Sanz, C. y Aliaga, J. (2008) “Un análisis de la transparencia informativa por medio de las páginas web corporativas”, *Revista Contaduría*, Universidad de Antioquia, n.º 52, pp. 85-104.
- [31]. Sanz, C. y Ardila, C. (2008) “Evaluación del cumplimiento del código de buenas prácticas (CBP) para la divulgación de información financiera en internet de AECA, en las 100 empresas más grandes de Colombia”, *Revista Contaduría*, Universidad de Antioquia, n.º 53, pp. 121-143.
- [32]. Serrano, C.; Rueda, T. y Portillo, P. (2009) “Factors influencing e-disclosure in local public administrations. Environment and Planning”, *Government and Policy*, vol. 27, n.º 2, pp. 355-378.
- [33]. Sosa, J. (2011) *Transparencia y rendición de cuentas*. México D.F.: Siglo XXI Editores.
- [34]. Styles, A. y Tennyson, M. (2005) “*The Accessibility of Financial Reporting of U.S. Municipalities on the Internet*”. Paper presented at American Accounting Association Mid-Atlantic Regional Meeting, Philadelphia, PA.
- [35]. Superintendencia Financiera. (2007) *Código de mejores prácticas corporativas*. Bogotá, D.C.
- [36]. Superintendencia Financiera. (2010) “*Documento conceptual de gobierno corporativo*”. Bogotá, D.C.

- [37]. Vargas, C. Peña, J. y Medina, I. (2012) “Difusión y comparabilidad de la información económico financiera on-line: el caso de Iberoamérica”, *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Militar Nueva Granada*, vol. 20, n.º 1, pp. 231-245.
- [38]. World Economic Forum (2013) *The Global Information Technology Report 2013: Growth and Jobs in a Hyperconnected World*. Geneva, Switzerland.

5. INTERNET-BASED CORPORATE DISCLOSURE AND MARKET VALUE: EVIDENCE FROM LATIN AMERICA¹⁻²

Abstract

We examine the relationship between an Internet-based corporate disclosure index and firm value in the seven largest stock markets of Latin America. We find, after controlling for firms' characteristics, industry and country of origin, that an increase in 1% in the Internet-Based Corporate Disclosure Index causes an increase of 0.1592% in the Tobin's Q and an increase of 0.0119% in the firm's ROA. These findings are robust after considering the potential endogeneity of our regression variables. The evidence contributes to the literature suggesting that firms can differentiate themselves by self-adopting better financial and corporate disclosure measures using the Internet.

1 This paper was originally published in *Emerging Markets Review*. The reference is as follows: Garay, Urbi, Maximiliano González, Alexander Guzmán and María Andrea Trujillo (2013). Internet-Based Corporate Disclosure and Market Value: Evidence from Latin America, *Emerging Markets Review* 17(1):150-168. Este artículo fue publicado originalmente en la Revista *Emerging Markets Review*. La referencia bibliográfica es la siguiente: Garay, Urbi, Maximiliano González, Alexander Guzmán y María Andrea Trujillo (2013). Internet-Based Corporate Disclosure and Market Value: Evidence from Latin America, *Emerging Markets Review* 17(1):150-168.

2 Urbi Garay. IESA Business School, Caracas, Venezuela. [urbi.garay@iesa.edu.ve]. Maximiliano González. School of Management, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia. [maxgonza@uniandes.edu.co].

Alexander Guzmán. CESA School of Business, Bogotá, Colombia. [alexander.guzman@cesa.edu.co].

María Andrea Trujillo. CESA School of Business, Bogotá, Colombia. [maria.truillo@cesa.edu.co].

Keywords

Internet disclosure, Firm value, Corporate governance indexes, Latin America

JEL classification: G34, G15

5.1. Introduction

The modern company operates surrounded by a series of conflicts of interest, particularly those that arise between managers and shareholders, and between controlling and minority shareholders. One of the main objectives of the study of corporate governance consists of trying to eliminate or, at least, attempt to mitigate these conflicts. The other main objective consists of assuring that the assets of companies are used efficiently and in the best interests of shareholders. In order to make sure that shareholders perceive an appropriate yield on their investments, throughout the years they have defined a range of rights in an attempt to safeguard their interests, such as: rights of decision, rights of control, rights of protection, the right to perceive dividends and the right to be informed. This paper is focused on the last of these rights.

We argue that in the XXI Century the use of Internet in corporate governance communication is of utmost importance. Before the Internet became a mass phenomenon, starting around the mid-nineties, paper-based reports were the medium for corporate reporting. While these reports are still used by stockholders, they are not generally sufficiently detailed, accessible, timely or interactive as some investors may desire (Allam, Lodhia and Lymer, 2004). In contrast, the Internet makes it easier for companies to distribute information to an extensive array of investors in a more opportune and convenient way. The Internet also offers managers with the prospect to contact all investors and to make available daily updates of relevant information. According to Orens, Aerts and Cormier (2010), Internet reporting allows companies to communicate directly with their stakeholders in a timely, cost-effective and potentially dynamic way. In this regard, and similar to Geerings, Bollen and Hassink (2003) and to Grzybowski and Wójcik (2006), we explore the extent of the use of the Internet in Latin America as a technology that facilitates firms' transparency which is one important element of the firms' corporate governance system. We examine not only whether specific information is disclosed by Latin American companies on the Internet, but also the manner in which information is dis-

closed and whether actual or potential investors are offered the means to use such information effectively.

According to La Porta, et al. (1997, 1998, 2000, and 2002) and Chong and López-de-Silanes (2007) the legal framework that investors and firms face vary substantially around the world. This is partly due to differences in legal origin. In the case of Latin America, all countries share the same French Civil Law origin. La Porta, et al. (1997, 2000) argue that investors are less protected in French Civil Law countries, particularly when compared to countries from the Common Law origin. La Porta, et al. (1997, 2000) and Chong and López-de-Silanes (2007) also argue that the small size of stock exchanges and the low level of financial development that is characteristic of Latin American countries can be explained by the fact that they perform even worse than the average French Civil Law countries in terms of investor rights.

This is one of the reasons why Latin America offers an interesting setting to study the impact of self-adopting governance practices. As explained in Garay and Gonzalez (2008) the weak investor protection inherent in many Latin American countries presents firms with the opportunity to distinguish themselves from the others and to send credible signals to draw investors' attention. For example, the voluntary adoption of better corporate governance practices, such as disclosing financial and corporate governance information through the Internet, partly compensates investors for the weak legal environment in which these firms operate.

In this regard, Klapper and Love (2004) and Durnev and Kim (2005) found that emerging countries are characterized by poorer corporate governance practices and inferior judicial systems than those of the developed countries, and that the increase in the market value that a company can obtain when it improves its corporate governance practices is much greater in emerging markets, this means, that corporate governance practices matter more in countries where legal protection is weak. As a result, companies may enhance their market valuation by improving the quality and the amount of the voluntary information that they disclose (Patel, Balic and Bwakira, 2002). The other reason why Latin America is an interesting case to study is because the success of corporate governance codes, such as the Corporate Governance Andean Code (CAF, 2005) and the Corporate Governance Principles enacted by the OECD in 2004 will largely depend on the real impact that they may have on the improvement of the financial performance and market value of the companies that implement them.

We know relatively little about the potential impact that certain corporate governance practices, including corporate disclosure using the Internet, may have on the market value of companies in Latin America. As commented in Garay and González (2008), in the case of the U.S. the empirical evidence reveals either no effect or an economically small effect and suggest that this weak evidence arises because there exists small corporate governance variation in the U.S., given that the minimum levels of corporate governance are relatively high in that country as a result of the existence of stricter laws and norms. On the other hand, interfirm corporate governance variation has been found to be much larger in Latin America (Chong and Lopez-de-Silanes, 2007; Black, De Carvalho and Gorga, 2010). This can be explained by the fact that this is a region where laws and norms are among the weakest, thus offering a wider range for corporate governance differences between firms and the possibility for a firm to self-improve its corporate governance practices and, therefore, the prospective for more powerful results on the effects of corporate governance practices and policies, such as an Internet-based corporate disclosure, on firm valuation.

In this paper we review and evaluate the financial information and other elements of corporate governance that are presented in the web pages of the companies listed in the seven largest stock exchanges of the region (Argentina, Brazil –Bovespa and Novomercado,- Chile, Colombia, Mexico and Peru). More specifically, for our sample of companies listed in these stock markets we construct an Internet-based corporate disclosure index (ICDI) which is based on the information that these companies offer to investors through their web pages, and following a procedure similar to that already developed by Geerings, Bollen and Hassink (2003) for the companies listed in the Euronext Stock Exchange. We construct the ICDI for three different years: 2006, 2008 and 2010. We then evaluate whether a firm's Tobin's Q is related to our firm-level corporate governance disclosure index (for years 2006, 2008 and 2010) in the context of a cross-country setting. In general, we find a positive and strong relation between our corporate governance disclosure index and the Tobin's Q for firms in Latin America. More specifically, we find, after controlling for firms' characteristics, industry and country of origin, that an increase in 1% in the level of disclosure causes an increase of 0.1592% in the Tobin's Q and an increase of 0.0119% in the firm's ROA. This result is statistically and economically significant for our sample of Latin American firms. Our results passed a number of robustness checks that were designed to tackle, among other possible

problems, the issue of endogeneity, a frequent concern present in the corporate governance literature. In summary, even in a weak investor protection setting such as Latin America, firms can enhance their market value by self-adopting good corporate disclosure practices.

Emerging markets are an important yet highly understudied subject, as noted in recent surveys of the state of research on corporate governance in emerging markets (Claessens & Yurtoglu, 2013). Although we cannot draw general conclusions applicable to other regions, our findings shed some lights for other emerging economies attempting to improve their corporate disclosure practices. The evidence shown here contributes to the literature suggesting that firms can differentiate themselves by self-adopting better corporate governance practices.

The rest of the article is organized as follows: First, we review the literature on information disclosure and market valuation. Second, we present the data and construct a corporate disclosure index. Third, we developed our empirical strategy and discuss the main results and carried out a series of robustness checks to our main findings. The last section concludes.

5.2. Literature review

As argued by Bushman and Smith (2001), there are three channels through which financial information and, more specifically, financial accounting information enhances financial performance. First, financial accounting information assists investors and managers in recognizing and assessing investment opportunities leading to value creation with less error, thus reducing estimation risks and the cost of capital. Furthermore and as also argued by Black (2000) and Ball (2001), an accountable and credible financial accounting system is a necessary condition for the existence of efficient securities markets. Stock prices in such markets reflect all public information thus communicating that information to investors and managers. Second, the disclosure of financial information improves financial performance through its governance role by disciplining the productive use of assets, by reducing the expropriation risk of investors by managers, and by enhancing the process of project selection. Thus, high-quality financial information assists the monitoring role of shareholders, offers a collection of contractible variables for establishing the financial rewards from incentive policies, and facilitates the successful implementation of shareholder rights (Iatridis, 2013).

The third channel through which the disclosure of financial information improves financial performance is by lowering liquidity risk and adverse selection. Verifiable financial information facilitates the existence of liquid securities markets, thus advancing economic growth by making possible the undertaking of long-term corporate investments that are perceived as been high risk and return (Levine, 1997). Adverse selection costs resulting from investor's risk of trading with more informed investors, and which are revealed in the bid-ask spread and market impact costs, also represent a key element to increase liquidity. By crafting minimum disclosure requirements, regulators attempt to help lessen the information gap that exists between informed and uninformed investors. Diamond and Verrecchia (1991) argue that investors can be more certain that stock transactions take place at a fair price for companies in which there exist relatively high levels of information disclosure. This is because voluntary disclosure helps mitigate asymmetries of information among informed and uninformed investors.

Corporate finance theory implies that shareholders endogenously optimize disclosure policy, management incentives, and corporate governance with the aim of maximizing firm value (Core, 2001). This selection entails trading-off the lessening in the asymmetry of information part of the cost of capital that is the outcome of improved information disclosure quality against the costs of reduced incentives, proprietary costs and litigation costs. According to the empirical literature, the disclosure of financial reports by companies adds new and relevant information to investors (Healy and Palepu, 2001). Past research has also shown that the informativeness of required accounting diverges systematically with country and firm characteristics (Alford, Jones, Leftwich and Zmijewski, 1993, and Almilia, 2009). The evidence also suggests that information spreading helps mitigate the problems of information asymmetry between managers and investors, thus facilitating a reduction in the cost of external financing (for example, Botosan and Plumlee, 2002, show that a negative cross-sectional relation exists between cost of capital and rankings of annual report disclosures by analysts). Managers of companies who wish to reduce these costs can increase the quantity and the quality of the information that they disclose by voluntarily disclosing more detailed information than that required by law. Orens, Aerts and Cormier (2010) find a negative association between the level of web-based non-financial disclosure and the implied cost of equity capital in Continental Europe and North America. Non-financial disclosure includes information on: corporate governance, customer value, human/intellectual capital, produc-

tion efficiency, innovation, research and development and growth, and social responsibility. Ntim, Opong and Danbolt (2012) find, using a sample of listed firms from South Africa, that good corporate governance practices on both stakeholders and shareholders enhance firm market value, and that disclosing shareholder corporate governance practices contributes significantly more to firm value than stakeholder governance practices.

More recently, Hermalin and Weisbach (2012) develop a model in which, from a corporate governance perspective, there are both costs and benefits to increased transparency and disclosure. The model suggests the existence of an optimum level beyond which increasing transparency lowers profits, and shows that reforms that purport to increase transparency can reduce firm profits, raise inefficiency and executive compensation, and the rate of CEO-turnover. Greater disclosure benefits the principal (shareholders) but harms the agent (management), who will need to be compensated for this loss and thus will reduce some of the principal's surplus. As a result, the principal may optimally choose to adopt less than maximal disclosure, and a point can exist beyond which greater disclosure causes firm value to decline.

Recent empirical evidence in Latin America strongly suggests that, on average, a good set of corporate governance practices is positively related to market value³. These results are very important for our study because the weak investor protection inherent in this region presents an opportunity for companies to differentiate themselves and to draw investors' attention by voluntarily disclosing financial and corporate governance information through their corporate webpages. For example, Diamond (1989 and 1991) discusses the effects of firm reputation on access to external financing, while Klapper and Love (2004) and Durnev and Kim (2005) show that corporate governance policies matter more in countries where legal protection is weak, thus suggesting that firms can, by voluntarily disclosing more information to the market, circumvent the inefficiencies of a country's legal environment.

3 The following studies have been carried out for Latin American countries: Lefort and Walker (2005) studied Chile, Leal and Carvalhal-da-Silva (2005) studied Brazil, Chong and López-de-Silanes (2006) studied Mexico, and Garay and González (2005 and 2008) studied Venezuela. Renders, Gaeremynck, and Sercu (2010) recently performed a similar study across Europe, whereas Morey, Gottesman, Baker, and Godridge (2009) conducted the study for 21 emerging markets.

That makes Latin America a good setting to substantiate the effect that better Internet-based corporate disclosure practices have on firm valuation, given the relatively low overall scores this region exhibits in terms of investors' protection and the high inter-firm variation in Internet corporate disclosure practices that we have detected in this region, as we will show shortly. This suggests the following hypothesis:

Hypothesis: *Better Internet-based corporate disclosure practices will be positively related to firm valuation in Latin America.*

Other studies with similar aims have been carried out by Grzybowski and Wójcik (2006), who developed a rating system using an Internet-based corporate governance rating and apply it to the largest British and Polish corporations; Geerings, Bollen and Hassink (2003), who investigate an investor relation activities on the Internet in the Euronext Stock Exchange; Ismail (2002), who collected financial information disclosed on the Internet by the Gulf Co-operation Council (GCC) countries and study their characteristics; among others. To our knowledge this is among the first studies attempting to measure the impact of Internet-based disclosure on firm value in Latin America. Furthermore, and as far as we know, our study is the first to test whether a firm's value is related to Internet-based corporate governance disclosure in the context of a panel data set.

5.3. Data and corporate disclosure index

We constructed an Internet-based corporate disclosure index (ICDI) for 2006, 2008 and 2010. In 2006 a total of 1,318 companies were listed in the stock exchanges of the seven Latin American stock markets, which we included in the study. From those firms we excluded state-owned firms, firms that did not have direct operations (investments vehicles), and firms with leverage ratios lower than zero or higher than one. Hadi's (1992, 1994) outliers' method was also applied to the control variables. The final sample has 473 firms for 2006, 2008, and 2010 and has a total of 1,419 firm-year observations.

Corporate Disclosure Index

To construct the Internet-based corporate disclosure index, we reviewed the disclosure of financial information and other corporate governance elements as well as communication features with shareholders found in the corporate web pages of each firm in our sample, and proceeded to construct a corporate

disclosure index based on this information following a methodology similar to that developed by Geerings, Bollen and Hassink (2003) for companies listed in the Euronext stock exchange. Our questionnaire also contemplates the Disclosure and Transparency of the Corporate Governance Principles enacted by the OECD in 2004. The questionnaire is structured in five sections: annual and periodical reports (12 questions), news of interest and other news services (7 questions), the information presentation formats (7 questions), direct contact with investors (4 questions), and options for participation and disclosure by audio or video (3 questions). In total, we use 33 questions to construct the ICDI (see Table 1).

TABLE I
WEB-BASED QUESTIONNAIRE

	The company publishes	Question #
Section I: Annual and periodical reports on the internet	The Balance Sheet	1
	The Balance Sheet of the previous years	2
	The Income Statement	3
	The Income Statement of the previous years	4
	Interim reports and periodicals	5
	Accounting footnotes	6
	The Cash Flow Statement	7
	The Cash Flow Statement of the previous years	8
	Environmental and/or social reports	9
	Corporate reports of previous years	10
	Financial data time series	11
	Selective accounting data	12
Section II: News of interest and other news services on the internet	Press releases	13
	A financial calendar	14
	Current stock market price	15
	Organizational structure	16
	Composition of the board of directors	17
	External links of interest to investors	18
	Updated information every 24 hours	19

The company publishes		Question #
Section III: Information presentation formats	Links for its accounting information	20
	Annual reports in PDF	21
	Processable financial data	22
	Financial data in XBR format	23
	The web page in more than one language	24
	The web page has its own search engine	25
	The web page allows cookies	26
Section IV: Direct contact with the investor	The web page offers an email address exclusively for investors	27
	Shareholders emails can be provided for the company's directory	28
	Has a FAQs section	29
	Allows the investor to request additional information	30
Section V: Options for participation and disclosure by audio or video	Allows real time participation in meetings of the boards of directors	31
	Offers access to documents (audio or video) of previous meetings	32
	Offers access to presentations (audio or video) of previous meetings	33

Note: The web-based questionnaire was undertaken at the end of 2006, 2008, and 2010, when we went to each stock exchange's website to locate the homepage of the respective companies. In those cases in which the web address of a company was not found there, we proceeded to look for it using search engines. When a firm's website could not be found, we assumed that the respective company did not have a homepage and we gave a value of zero to the ICDI in that year. For those companies that did have a webpage, we proceeded to construct the ICDI going through each of the 33 questions shown in this table. For each one of these criteria a "yes" answer is assigned a value of "1" whereas a "no" answer carries a value of "0".

As pointed out by Bushman and Smith (2001), cross-country analyses represent a promising approach to evaluate the effects of corporate disclosure on performance because there exist significant quantifiable differences in corporate disclosure regimes across countries and also because there are important differences in economic efficiency across countries. Furthermore, and as argued by Zattoni and Van Ees (2012), studies doing comparative analyses of corporate governance practices contribute to the development of a global theory of corporate governance. However, there are also potential shortcomings to the cross-country approach. First, the explanatory variables in this body of research tend to be highly correlated and measured with error and, second, causal inferences may be challenging because measures of financial development (or financial disclosure,

in our case) and measures of performance may be caused by the same omitted variables. We are aware of these limitations and believe that they do not affect considerably our empirical results and conclusions, as we will comment later.

Table 2 shows the distribution of the listed companies by countries and by sectors. Brazil and Chile show the largest number of listed companies in our sample, and Colombia the smallest for the three years for which we calculate the index (2006, 2008, and 2010). This is in accordance with the number of listed firms in these countries. By sectors, more than half of the firms in our sample belong to the manufacturing sector. Note also that contrary to the majority of papers we include in our sample financial sector (Banks and other financial institutions); however, as we discuss below in the robustness checks section, results do not change after excluding these firms from the sample.

TABLE 2
NUMBER OF LISTED COMPANIES IN THE SAMPLE PER YEAR,
COUNTRY AND INDUSTRY

Country/Sector	Commerce	Financial	Manufacturing	Services	Total Observations
2006 - 2008 - 2010					
Argentina	10	6	33	12	61
Brazil	6	6	72	12	96
Chile	47	8	52	31	138
Colombia	4	14	8	4	30
Mexico	17	7	48	12	84
Peru	9	10	36	9	64
Firms	93	51	249	80	473
Total observations					
Argentina	30	18	99	36	183
Brazil	18	18	216	36	288
Chile	141	24	156	93	414
Colombia	12	42	24	12	90
Mexico	51	21	144	36	252
Peru	27	30	108	27	192
Observations	279	153	747	240	1,419

To construct the ICDI, the first step was to identify for each of the listed companies and for each year (2006, 2008, and 2010) the firm's corporate web sites. Because the index is measured using current webpage, at the end of 2006, 2008, and 2010, we went to each stock exchange's website to locate the homepage of the respective companies. In those cases in which the web address of a company was not found there, we proceeded to look for it using search engines. When a firm's website could not be found, we assumed that the respective company did not have a homepage and we gave a value of zero to the ICDI in that year. For those companies that did have webpage, we proceeded to construct the ICDI going through each of the 33 questions shown in Table 1.

For each one of these criteria a "yes" answer is assigned a value of "1" whereas a "no" answer carries a value of "0". We decided to conduct the screening in this relatively short interval of time (2006, 2008, and 2010) to mitigate the potential problems caused by the dynamic development of the Internet (Deller, Stubenrath and Weber, 1999), where websites often change content and layout without notice and former web page are not available.

Similar to Geerings, Bollen and Hassink (2003) and to Grzybkowski and Wójcik (2006), our index does not rely on any assumptions regarding the effectiveness of certain corporate governance practices. For example, the separation of the CEO and the chairman of the board is generally regarded as a superior corporate governance policy and measured as such in most studies where corporate governance indices are constructed. However, there are no definite conclusions on the actual benefits of this practice. On the other hand, we consider that our index is transparent and avoids the controversy inherent to the use of what some may regard as good corporate governance practices. Then, we are not evaluating the whole corporate governance system but only one of its main elements, that is, whether firms reveal pertinent information to outside investors through Internet.

Table 3 shows the summary statistics of the disclosure index by year (panel A). As expected, the mean value of the ICDI goes from 0.36 in 2006 to 0.42 in 2008 and then to 0.47 in 2010 showing an increase in web-based firm's information⁴. The average value for the pool sample is 0.41. In terms of country

4 In these and the following cases the numbers reported for the ICDI represent the percentage of "yes" answers over total answers. For example, 0.36 represent approximately 12 "yes" answers over the 33 questions of the questionnaire.

(panel B), Brazil (which includes both Bovespa and Novomercado) and Mexico lead the ICDI with average values of 0.55 and 0.50, respectively, while Peru has the lowest score with an average ICDI of 0.28. Each country's ICDI increased from 2006 to 2010 with the only exception of Mexico, which already had a relatively high ICDI index in 2006.

TABLE 3
SUMMARY STATISTICS

Panel A: Disclosure Index by year

Disclosure Index		2006	2008	2010	Total
Year	Firms	473	473	473	1419
	Mean	0.36	0.42	0.47	0.41
	Standar deviation	(0.28)	(0.28)	(0.27)	(0.28)
	Min	0	0	0	0
	Max	0.88	0.970	0.939	0.97

Panel B: Disclosure Index by country / year

Disclosure Index		2006	2008	2010	Total
Argentina	Firms	61	61	61	182
	Mean	0.27	0.34	0.40	0.34
	Standar deviation	(0.26)	(0.27)	(0.27)	(0.27)
	Min	0	0	0	0
	Max	0.85	0.85	0.91	0.91
Brazil	Firms	96	96	96	288
	Mean	0.44	0.55	0.65	0.55
	Standar deviation	(0.28)	(0.28)	(0.27)	(0.29)
	Min	0	0	0	0
	Max	0.85	0.97	0.94	0.97
Chile	Firms	138	138	138	414
	Mean	0.31	0.37	0.45	0.38
	Standar deviation	(0.28)	(0.26)	(0.22)	(0.26)
	Min	0	0	0	0
	Max	0.88	0.85	0.82	0.88
Colombia	Firms	30	30	30	90
	Mean	0.29	0.36	0.48	0.38
	Standar deviation	(0.20)	(0.24)	(0.24)	(0.24)
	Min	0	0	0.061	0
	Max	0.70	0.82	0.79	0.82

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

Mexico	Firms	84	84	84	252
	Mean	0.51	0.51	0.47	0.50
	Standar deviation	(0.23)	(0.25)	(0.25)	(0.24)
	Min	0	0	0	0
	Max	0.85	0.85	0.85	0.85
Peru	Firms	64	64	64	192
	Mean	0.26	0.29	0.30	0.28
	Standar deviation	(0.28)	(0.26)	(0.25)	(0.26)
	Min	0	0	0	0
	Max	0.82	0.82	0.76	0.82

Panel C: Disclosure Index by sector

Disclosure Index	Commerce	Financial	Manufacturing	Services	Total
Observations	279	153	747	240	1419
Mean	0.32	0.43	0.42	0.50	0.41
Standar deviation	(0.26)	(0.26)	(0.29)	(0.24)	(0.28)
Min	0	0	0	0	0
Max	0.94	0.91	0.97	0.94	0.97

Panel D: Disclosure Index by ADR listing

Disclosure Index	With	Without	Total
ADR	Observations	261	1158
	Mean	0.60	0.37
	Standar deviation	(0.23)	(0.27)
	Min	0	0
	Max	0.94	0.97

		II - III	I - OTC
ADR level	Observations	138	123
	Mean	0.66	0.52
	Standar deviation	(0.18)	(0.26)
	Min	0	0
	Max	0.94	0.94
		Yes	No
ADR Capital raised	Observations	69	192
	Mean	0.67	0.57
	Standar deviation	(0.21)	(0.23)
	Min	0	0
	Max	0.91	0.94

Panel E: Disclosure Index by firm size

Disclosure Index	< Median	>= Median	Total
Observations	665	754	1419
Mean	0.30	0.51	0.41
Standard deviation	(0.26)	(0.26)	(0.28)
Min	0	0	0
Max	0.97	0.94	0.97

Note: The numbers reported for the ICDI represent the percentage of “yes” answers over total answers. Panel E takes the median of the firms’ book value of assets equal to 506 million dollars.

Panel C shows that in terms of industry there are not large differences in ICDI, with Services scoring higher with an average ICDI of 0.50, and Commerce scoring lower with an average ICDI of 0.32. The financial sector has a scoring of 0.43 in our sample, lower than that achieved by the Services sector. This is likely because Services in our sample includes firms belonging to highly regulated industries, such as utilities. In panel D we calculate the ICDI by ADR (American Depositary Receipt) listing. As expected, for the sample of firms with ADRs the average disclosure index goes to 0.60 and for those without it goes to 0.37. Also, among the firms with ADRs, and also as expected, the ones in levels II and III (which have higher standards of accounting and governance compliance) have an ICDI of 0.66, which is higher to those with ADR in level I and OTC (lower standards of compliance) with an average ICDI of 0.52. Firms that raised capital in the ADR market show an average disclosure index of 0.67 and those that did not raise capital showed an average ICDI of 0.57. It is evident from this analysis that the ADR market requires higher levels of firm’s transparency and one way that the companies in our sample seem to provide higher level of firm’s information is through their corporate web pages.

Finally, in panel E we ordered our sample by firm size using the median values of total assets. As expected, larger firms reveal more information through their web pages (average ICDI of 0.51) than smaller firms (average ICDI of 0.30).

Table 4 shows the index components. Section I (annual and periodical reports) shows the highest total average mean of 0.23, which is consistent with the fact that section 1 has the greatest number of questions (12). On average, firms in our sample have a “yes” answer in 7 to 8 questions in this section ($0.23 * 33 = 7.5$). Section II (news of interest and other news service, 8 questions) and section III (information formats, 7 questions) report average values of 0.09 and 0.07, respectively. That is, on average firms in our sample have a “yes” answer

in 2 to 3 questions in Sections II and III. The other two sections (direct contact with investors and options for participation and disclosure by audio or video) have very low scores, recording both fewer than one “yes” answers on average.

TABLE 4
DISCLOSURE INDEX BY SECTIONS (COMPONENTS)

The Disclosure Index	2006	2008	2010	Total
Firms	473	473	473	1419
Mean	0.36	0.42	0.47	0.41
Standar deviation	(0.28)	(0.28)	(0.27)	(0.28)
Subindex means				
Section I	0.20	0.23	0.26	0.23
	(0.15)	(0.14)	(0.14)	(0.15)
Section II	0.08	0.09	0.10	0.09
	(0.07)	(0.07)	(0.06)	(0.07)
Section III	0.05	0.07	0.08	0.07
	(0.04)	(0.05)	(0.05)	(0.05)
Section IV	0.02	0.02	0.03	0.02
	(0.03)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
Section V	0.01	0.01	0.01	0.01
	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.02)
Total	0.36	0.42	0.47	0.41
	(0.28)	(0.28)	(0.27)	(0.28)
Subindex compliance				
Section I	0.54	0.62	0.70	0.62
	(0.42)	(0.39)	(0.39)	(0.41)
Section II	0.39	0.42	0.45	0.42
	(0.33)	(0.31)	(0.30)	(0.31)
Section III	0.25	0.32	0.36	0.31
	(0.21)	(0.24)	(0.23)	(0.23)
Section IV	0.17	0.20	0.23	0.20
	(0.27)	(0.30)	(0.33)	(0.30)
Section V	0.09	0.10	0.13	0.11
	(0.21)	(0.24)	(0.28)	(0.24)

Note: The numbers reported as means for the ICDI represent the percentage of “yes” answers over total answers, which are 33 in all cases. For example, 0.36 in 2006 as mean for the Disclosure Index represents approximately 12 “yes” answers over the 33 questions of the questionnaire. In regard to the Sub-index compliance, there are 12 out of 33 questions in Section I. That is, the maximum score for this section is 0.3636 (=12/33). On average, firms in the sample scored 0.2236 in this section, therefore the Sub-index compliance is 0.62 (=0.2236 / 0.3636).

In terms of compliance, Table 4 shows that on average firms in our sample comply with 62% of the questions in section I and 42% of the questions in section II⁵. Sections III and IV show an average compliance of 31% and 20% respectively, while the lowest compliance rate is Section V (options for participation and disclosure by audio or video) with only 11%. In our empirical analysis we used a weighted-average ICDI but also an equally-weighted ICDI with similar results.

We then obtain financial information for each firm in our sample to test the hypothesis that those companies with greater ICDI are compensated by the market with a greater market valuation. Financial information was obtained from Economática and Datastream databases.

Variables description

We now proceed to describe the dependent and independent variables of our econometric design, bearing in mind that there is often confusion regarding what is the dependent variable in corporate governance studies (Judge, 2008).

Dependent variable:

We use two alternative dependent variables associated to firm value to test our hypothesis: First, we use the firm's Tobin's Q which has been used extensively in the corporate governance literature (La Porta et al., 2002). Second, we use Return On Assets (ROA) which is also an important value variable for Latin American firms given the low average liquidity of these capital markets, which may render the use of the Tobin's Q as less informative than in developed and more efficient markets. Specifically we use the following proxies (all financial information is in US dollars):

TQ: Tobin's Q, measured as the market value of assets (book value of assets – book value of equity + market value of equity) divided by the book value of assets.

We computed three observations per firm for TQ using year-end data corresponding to the following three years: 2006, 2008, and 2010.

5 To better understand this sub-index compliance, there are 12 out of 33 questions in section I. That is, the maximum score for this section is 0.3636 ($=12/33$). On average, firms in the sample scored 0.2236 in this section, therefore the sub-index compliance is 0.62 ($=0.2236/0.3636$).

ROA: Return On Assets, measured as the ratio of firm's Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) to total Assets.

We computed three observations per firm for ROA using year-end data corresponding to the following three years: 2006, 2008, and 2010.

Independent variable:

Disclosure index: ICDI for 2006, 2008, and 2010.

Control variables:

We use the following seven variables as controls: Leverage, cash dividends, volatility, firm size, firm size squared, growth opportunities, and whether the respective firm issued ADRs.

Leverage is negatively related to financial performance, which is consistent with the pecking order theory (Myers and Majluf, 1984). This theory states that, in an environment of asymmetric information, more profitable firms tend to finance themselves with internal resources. Dividend payment is correlated positively with financial performance, consistent with the classic corporate finance theory that proposes that dividend payments may serve as a means of monitoring management performance (Rozeff, 1982). In addition, dividends presumably convey information about the value of the firm that cannot be fully communicated by other means, such as annual reports, earnings forecast, or presentations to securities analysts (Asquith and Mullins, 1983; Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985). Volatility has been used as control variable in studies that consider firm performance as the dependent variable due to the relationship between risk and performance (González et al, 2012; Anderson and Rebb, 2003; among others). The model proposed by Hermalin and Weisbach (2012) shows that larger firms will adopt stricter disclosure than smaller firms. Almilia (2009) and Andrikopoulos and Diakidis (2007) found that firm size and return on equity are factors determining Internet financial reporting in Indonesia and Cyprus, respectively. Another control variable used in the literature is firm's growth (Bennedsen et al., 2007; Black et al., 2008; Barontini and Caprio, 2006). In theory, firms experiencing high growth tend to require more financing and, therefore, would be inclined to disclose more corporate and financial information to encourage potential financiers to commit funds to these firms. Finally, According to La Porta, López-de-Silanes and Shleifer

(2002); Sarkissian and Shill (2004); and, Doidge, Karolyi and Stulz (2004), and Benos and Weisbach (2004) firms issuing ADRs are required to disclose more information to the public, given the generally stricter regulation imposed by U.S. regulators. In this regard, we use the following proxies (all financial information is in US dollars):

Total Leverage: Leverage, measured as the ratio between total debt and total assets.

Dividend dummy: A Dummy variable that takes the value of 1 if the firm pays cash dividends and 0 otherwise.

Volatility: Risk, measured as the standard deviation of sales growth for the previous three years.

Firm size: Measured as the log of a firm's total assets.

Firm size Squared: Measured as the squared of firm size.

Growth opportunities: Growth, measured as the average percentage increase in firm's sales for the last three years.

ADR: A Dummy variable that takes the value of 1 if the firm has issued American Depositary Receipts (ADRs) and 0 otherwise.

For each control variable we computed three observations: 2006, 2008, and 2010. As we will show in the regression analysis, we also used country and industry dummies.

Regarding corporate governance variables we do not have detailed firm-level information to use as control (e.g. fraction of outside directors, dual CEO-Chairman, board meetings, one-share/one-vote policy, among many others), and the few we do have (e.g. board structure and size) not only is part of the index but also few firms in the sample report that information. However, and following the OECD Principles of Corporate Governance, "disclosure" is just one part of the "corporate governance systems", so in general we would expect that better governed firms indeed show higher ICDI.

Descriptive statistics

Table 5 presents the descriptive statistics for our two value measures (Tobin's Q and ROA) and our control variables for the whole sample. The average firm has a Tobin's Q of 1.422 and an average ROA of 8.4%. When we classify the

sample in firms with no Internet disclosure (1 to 12 percentile), low-medium Internet disclosure (13 to 75 percentile), and high Internet disclosure (76 to 100 percentile) we find that the high Internet disclosure group performs better in terms of Tobin's Q (1.57 versus 1.33) and ROA (0.10 versus 0.05) with differences being statistically significant using parametric and non-parametric test.

TABLE 5
DESCRIPTIVE STATISTICS

Variable	All sample	No internet disclosure (0)	Low-medium internet disclosure	High internet disclosure (1)	T-statistic diff = mean(0) - mean(1)	W. Rank Sum Test diff = median(0) - median(1)
Observations	1,419	159	874	386		
Firms	473	53	291	129		
Performance						
Tobin's Q	1.422 (0.945)	1.328 (0.974)	1.366 (0.971)	1.571 (0.863)	-2.6***	15***
Return on assets (ROA)	0.084 (0.122)	0.051 (0.181)	0.082 (0.109)	0.102 (0.122)	-3.9***	17.5***
Financial and Firm Characteristics						
Total Leverage	0.212 (0.164)	0.188 (0.188)	0.199 (0.158)	0.251 (0.162)	-3.7***	15.2***
Dividend dummy	0.782 (0.413)	0.607 (0.491)	0.774 (0.419)	0.861 (0.347)	-5.9***	.
Volatility	4.258 (109.518)	37.717 (357.592)	0.796 (13.141)	0.965 (11.629)	2**	21.7***
Firm size	6.211 (1.947)	4.857 (1.672)	5.815 (1.754)	7.589 (1.683)	-16.3***	90.2***
Growth opportunities	3.695 (101.601)	31.380 (320.252)	0.514 (8.020)	0.855 (8.405)	1.8**	3.7*
ADR	0.184 (0.388)	0.075 (0.265)	0.112 (0.316)	0.391 (0.489)	-7.7***	53.5***

Note: Robust standard errors are in parentheses. The table reports the average and standard deviation (in parenthesis) for the pooled sample (2006, 2008 and 2010). Variables cover two categories: performance and financial and firm characteristics variables. In addition, this table divides the sample between firm-swith no Internet disclosure, lowInternet disclosure and high Internet disclosure. No Internet disclosure means an ICDI equal to zero (from zero to the eleventh percentile of this variable). The group of firms with low-medium Internet disclosure means an ICDI more than zero but less than or equal to 0.6363

(from the twelfth to the seventy-fifth percentile). And the group of firms with high Internet disclosure means an ICDI more than 0.6363 (above the seventy-fifth percentile). The last two columns show the test for differences in means (Student's t-test) and medians (Wilcoxon rank-sum test) when the population cannot be assumed to be normally distributed.

*** $p < 0.01$.

** $p < 0.05$.

* $p < 0.1$.

In terms of our financial and firm's characteristics control variables, we found that firms with relatively high disclosure levels tend to be more leveraged, pay more dividends, and tend to be larger. On the other hand, firms with relatively low Internet disclosure tend to have lower volatility and lower growth. All these difference are also statistically significant using parametric and non-parametric tests. Also, and as we commented before, firms with ADRs tend to have higher disclosure levels than firms without ADRs.

From Table 5 we can see substantial differences among the firms with high and low Internet disclosure, making relevant to ask whether voluntary disclosure through the Internet has any significant impact in firms value (Tobin's Q) and financial performance (ROA).

5.4. Empirical analysis

Results

In Table 6 we show the results of our Random Effects (RE) and Feasible Generalized Least Squares (FGLS) for our data panel. Columns 1 and 5 include only control variables to explain firm's Tobin's Q and ROA. As expected, leverage and volatility are negatively related to Tobin's Q and ROA; and dividends, firm size, and growth opportunities are positively related to firm's Tobin's Q and ROA. In both equations the squared of firm's size is negatively and statistically significant in explaining Tobin's Q and ROA showing a nonlinear relation between our dependent variables and firm size. Overall, these control variables behave as expected.

Columns 2 and 6 include the disclosure index together with our set of control variables. These regressions exclude firms without Tobin's Q and ROA for 2006, 2008, and 2010 due to unavailable market data, and firms with fewer than three years of balance sheet information. For this reason Table 6 shows 993 (1,047) observations and 407 (421) firms when Tobin's Q (ROA) is the

dependent variable. The disclosure index has positive and significant effect at the 1% level on the ROA and the TQ. For 1% increase in the level of the ICDI firm's Tobin's Q increases 0.1592% and firm's ROA increases 0.0119%. These results provide strong evidence to support our hypothesis that the higher levels of disclosure are positively related to firm value and suggest that firms can differentiate themselves by self-adopting better corporate governance practices and, more specifically, better financial and corporate disclosure measures using the Internet. Hence higher levels of disclosure reduce information asymmetries and firms' opacity, could imply better investment opportunities, improve access to external capital markets and, overall, are positively related to firm value.

We run our model in Columns 3 and 7 disaggregating the disclosure index in its five sections. Section II (News of interest and other news services) and Section V (Options for participation and disclosure by audio or video) are the ones that show a significant relation with Tobin's Q (Col. 3) and ROA (Col. 6). Notice that Section II is on the composition of the board of directors and the organizational structure of the firm, and Section V includes direct and specific ways for investors to have access to board discussions and documents. Both sections, which have relatively low levels of compliance, represent direct governance mechanisms and thus allow firms that desire to actively work in these governance areas to differentiate themselves from the rest. Similar findings, not reported but available from the authors, were found when the index was calculated using an equally-weighted average.

TABLE 6
TOBIN'S Q AND ROA VERSUS DISCLOSURE INDEX

Variables	Tobin's Q Col.1	Tobin's Q Col.2	Tobin's Q Col.3	Tobin's Q Col.4	ROA Col.5	ROA Col.6	ROA Col.7	ROA Col.8
Disclosure Index		0.1592*** (0.037)				0.0119*** (0.003)		
Disclosure Index - Section I			-0.0828 (0.104)				0.0000 (0.014)	
Disclosure Index - Section II			0.9271*** (0.236)				0.0688*** (0.026)	
Disclosure Index - Section III			-0.0883 (0.309)				-0.0235 (0.026)	

Internet-Based Corporate Disclosure and Market Value: Evidence from Latin America

Variables	Tobin's Q Col.1	Tobin's Q Col.2	Tobin's Q Col.3	Tobin's Q Col.4	ROA Col.5	ROA Col.6	ROA Col.7	ROA Col.8
Disclosure Index - Section IV			-0.4010 (0.349)				-0.0432 (0.035)	
Disclosure Index - Section V			1.7947*** (0.556)				0.2487*** (0.045)	
Disclosure Index - Sections I-III				0.0497*** (0.014)				0.0044*** (0.002)
Disclosure Index - Sections IV-V				0.3708*** (0.127)				0.0370*** (0.014)
Total Leverage	-0.2853*** (0.044)	-0.6064*** (0.054)	-0.4847*** (0.063)	-0.4847*** (0.063)	-0.1004*** (0.006)	-0.0982*** (0.005)	-0.0942*** (0.007)	-0.0985*** (0.007)
Dividend dummy	0.2450*** (0.019)	0.2027*** (0.022)	0.2101*** (0.027)	0.2101*** (0.027)	0.0694*** (0.002)	0.0677*** (0.002)	0.0750*** (0.002)	0.0669*** (0.003)
Volatility	-0.0037** (0.002)	-0.0034** (0.001)	-0.0026 (0.002)	-0.0026 (0.002)	-0.0023*** (0.001)	-0.0023*** (0.001)	-0.0025*** (0.001)	-0.0024*** (0.001)
Firm size	0.0960*** (0.017)	0.1364*** (0.019)	0.1091*** (0.023)	0.1091*** (0.023)	0.0211*** (0.003)	0.0204*** (0.003)	0.0247*** (0.003)	0.0248*** (0.003)
Firm size Squared	-0.0049*** (0.001)	-0.0082*** (0.001)	-0.0071*** (0.002)	-0.0071*** (0.002)	-0.0014*** (0.000)	-0.0014*** (0.000)	-0.0017*** (0.000)	-0.0018*** (0.000)
Growth opportunities	0.0038** (0.002)	0.0035** (0.002)	0.0027 (0.002)	0.0027 (0.002)	0.0024*** (0.001)	0.0024*** (0.001)	0.0026*** (0.001)	0.0025*** (0.001)
Constant	0.4737*** (0.062)	0.4145*** (0.069)	0.5387*** (0.078)	0.9206*** (0.119)	-0.0937*** (0.009)	-0.0955*** (0.009)	-0.1268*** (0.012)	-0.0666*** (0.013)
Regression	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - GLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS
Industrial sector dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	993	993	993	993	1047	1047	1047	1047
Number of firms	407	407	407	407	421	421	421	421
R ² - overall	0.06	0.07	0.07	0.07	0.16	0.16	0.18	0.16
Adjusted R ²	0.05	0.05	0.05	0.05	0.15	0.15	0.16	0.15
Wald Test	51 [0.000]	56 [0.000]	56 [0.000]	55 [0.000]	124 [0.000]	127 [0.000]	169 [0.000]	129 [0.000]

Variables	Tobin's Q Col.1	Tobin's Q Col.2	Tobin's Q Col.3	Tobin's Q Col.4	ROA Col.5	ROA Col.6	ROA Col.7	ROA Col.8
Specification tests for random effects								
Lagrange Multiplier test for RE	103 [0.000]	102 [0.000]	100 [0.000]	102 [0.000]	174 [0.000]	175 [0.000]	171 [0.000]	173 [0.000]
Hausman Specification Test	82 [0.000]	127 [0.000]	70 [0.000]	83 [0.000]	10 [0.138]	23 [0.002]	9 [0.654]	4 [0.850]

Note: Robust standard errors are in parentheses, p values are in brackets; *** p<0.01, ** p<0.05

In addition, trying to avoid problems related with high correlations among our subs indexes as explanatory variables and to do a variables reduction, we use a principal component analysis (PCA) and group sub indexes 4 and 5, “Section IV: Direct contact with the investor” and “Section V: Options for participation and disclosure by audio or video”, in a new variable as a measure of “interaction with minority investors”. Besides, we group the three first sub indexes “Section I: Annual and periodical reports on the internet”, “Section II: News of interest and other news services on the internet” and “Section III: Information presentation formats”, in a new variable that measures the “willingness to report information”.

We added two columns (4 and 8) in Table 6 using these variables as a measure of disclosure. We find that Disclosure Index - Sections I-III “willingness to report information” has a positive impact on the Tobin's q and ROA but its effect is lower than the one generated by Disclosure Index - Sections IV-V “interaction with minority investors”. This result suggests that the most important sub indexes in the Internet-based corporate disclosure index (ICDI) are 4 and 5.

Last, the regression specification tests consistently reject the null hypothesis of no individual effects, according to the Lagrange multiplier test. In this case, the error component model is assumed as the true specification, where individual effects are fixed or random. The random effects model is assumed as the true model because some of the control variables shaping our model are time invariant dummies⁶.

6 The null hypothesis in the Hausman test assumes that the random effects model is the true model and the variance-covariance matrix (VCE) is efficient. Therefore, one cannot reject the null hypothesis that the difference in the regression coefficient is

Robustness checks

We also performed several changes in the regression model specification such as regressing our dependent variables for years 2010 and 2008, using the disclosure index for years 2008 and 2006, respectively, yielding similar results (an increase in 1% in the Internet-Based Corporate Disclosure Index causes an increase of 0.1573% in the Tobin's Q at 1% level of significance). We perform the same analysis as shown in Table 6 but excluding all firms with disclosure indices equal to zero for the three years of analysis, obtaining even stronger results, thus confirming that our main findings are not driven by those firms that decided not to disclose information through the Internet. In those models the disclosure index coefficient was 0.2145 when the Tobin's Q is the endogenous variable (significant at 1%). However, we decided to report our full model results because conceptually a disclosure index equal to zero provides valuable information. We also obtained similar results when excluding financial institutions. In those models the disclosure index coefficient was 0.2407 when the Tobin's Q is the endogenous variable (significant at the 1%). Finally, we also regressed changes in our performance variables between 2006 to 2010 to changes in the disclosure index from those years, and found that the main results remained in terms of coefficient signs and statistical significance. All this results are not reported but they are available upon reader's request.

Overall, we find a positive and significant relation between Tobin's Q and the disclosure index for our sample of Latin American firms, after taking into consideration country of origin, industry and the usual financial controls. That is, investors in Latin America seem to pay attention to the way firms disclose information through the Internet. However, the relatively low R-squares, which are typical in the corporate governance literature, suggest that our results must be treated with caution.

A note on the endogeneity issue

systematic between the fixed versus the random effects specifications. The full specification displayed in regression equations 1 to 6 failed to pass the Hausman specification test. However, in the presence of heteroskedastic residuals, which is the case, the scope of this test is limited. Instead, what is recommended to apply in this case are related tests based on bootstrapping methods (Cameron and Trivedi, 2010). We run reduced empirical models (not shown) that passed the Hausman test, but with high costs in terms of explanatory power. Hence, the random effects model is chosen.

In general, the corporate governance literature is subject to the problem of the potential endogeneity of the independent variable. In our case, it is difficult to test conclusively whether an improvement of the firm's disclosure policies through the Internet affects positively a firm's Tobin's Q and ROA, or an improved Tobin's Q and ROA leads the firm to improve their disclosure policies. For example, and as pointed out by Healy and Palepu (2001), firms with the highest disclosure ratings tend to also show better financial performance. This may be caused by a self-selection bias – firms may disclose more information when they are performing well.

With the available data, however, we were able to include several control variables that we argue help to somehow mitigate the endogeneity issue. As we mentioned above, we used lag values of the disclosure index obtaining similar results. Consistent with the corporate governance empirical literature, we also followed an instrumental variable approach to also mitigate the potential endogeneity concerns. That is, finding a set of instruments related to the disclosure index but not to firm's value (or performance), such as change in regulation or any external shock that affects directly and exclusively disclosure policies regarding the corporate use of the Internet. Given the regional nature of our study and the general lack of public information for Latin American countries it is difficult to find such an event.

In our case, we decided to use the ADR dummy variable and the lagged value of the disclosure index as instruments to our independent variable, plus the other exogenous variables included in the instrumented equation. Participating in the ADR market significantly increases the amount of public information available for that given firm, which could positively affect the willingness to disclose information by a firm in its webpage, but not necessarily participating in ADR market will lead to better Tobin's Q or ROA.

In Table 7 we show the results using the initial specification (columns 1 and 3) together with the results using the instrumented disclosure index (columns 2 and 4). In the case of ROA results are similar in terms of sign, magnitude, and statistical significance. For the case of Tobin's Q, the positive sign remains but we lose statistical significance. Although this approach does not "solve" the endogeneity issue, together with the other robustness check we can be optimistic regarding the direction of the causality of our test.

TABLE 7
ENDOGENEITY IN TOBIN'S Q AND ROA VERSUS DISCLOSURE INDEX

Variables	Tobin's Q Initial specifi- cation	Tobin's Q Instrumental Variables - Dis- closure Index	ROA Initial specifi- cation	ROA Instrumental Variables - Disclosure Index
Disclosure Index	0.1592*** (0.037)		0.0119*** (0.003)	
Disclosure Index - IV		0.0557 (0.055)		0.0184*** (0.006)
Total Leverage	-0.6064*** (0.054)	-0.5466*** (0.061)	-0.0982*** (0.005)	-0.1253*** (0.007)
Dividend dummy	0.2027*** (0.022)	0.2195*** (0.029)	0.0677*** (0.002)	0.0765*** (0.002)
Volatility	-0.0034** (0.001)	-0.0023*** (0.001)	-0.0023*** (0.001)	-0.0024* (0.001)
Firm size	0.1364*** (0.019)	0.0911*** (0.022)	0.0204*** (0.003)	0.0202*** (0.004)
Firm size Squared	-0.0082*** (0.001)	-0.0057*** (0.001)	-0.0014*** (0.000)	-0.0014*** (0.000)
Growth opportunities	0.0035** (0.002)	0.0024*** (0.001)	0.0024*** (0.001)	0.0025* (0.001)
Constant	0.4145*** (0.069)	0.6240*** (0.086)	-0.0955*** (0.009)	-0.1026*** (0.012)
Regression	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS
Industrial sector dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Country dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	993	663	1047	697
Number of firms	407	392	421	407
R ² - overall	0.07	0.06	0.16	0.17
Adjusted R ²	0.05	0.04	0.15	0.15
Wald Test	56 [0.000]	59 [0.000]	127 [0.000]	127 [0.000]

Specification tests for random effects

Variables	Tobin's Q	Tobin's Q	ROA	ROA
	Initial specifi- cation	Instrumental Variables - Dis- closure Index	Initial specifi- cation	Instrumental Variables - Disclosure Index
Lagrange Multiplier test for RE	102		175	
	[0.000]		[0.000]	
Hausman Specification Test	127		23	
	[0.000]		[0.002]	

Note: Robust standard errors are in parentheses. Disclosure index uses the ADR dummy and the lagged disclosure index as instruments, plus the other exogenous variables included in the instrumented equation.

*** $p < 0.01$.

** $p < 0.05$.

* $p < 0.1$.

5.5. Conclusion

Extant theory suggests the existence of three channels through which financial information enhances financial performance. First, financial accounting information assist investors and managers in recognizing investment opportunities thus reducing estimation risks and the cost of capital. Second, the disclosure of financial information improves financial performance through its governance role by disciplining the productive use of assets, by reducing the expropriation risk of investors by managers, and by enhancing the process of project selection. Finally, the disclosure of financial information improves financial performance by lowering liquidity risk and adverse selection. However, the disclosure of financial information imposes extra costs on firms which can impact firm value negatively.

We have reviewed and evaluated the financial information and other corporate elements that are presented in the corporate web pages of the companies listed in the seven largest stock exchanges in Latin American (Argentina, Brazil –Bovespa and Novomercado,- Chile, Colombia, Mexico, and Peru), a sub-continent that has been characterized in the literature as offering weak investor protection, and found a positive and strong relation between our corporate governance disclosure index and the Tobin's Q and ROA for this set of firms. More specifically, we found, after controlling for firms' characteristics, industry, and country of origin, that an increase in 1% in the level of disclosure is associated with an increase of 0.1592% in Tobin's Q and 0.0119% in ROA.

When we disaggregated the disclosure index by sections, we found that only Section II (News of interest and other news services⁷) and Section V (Options for participation and disclosure by audio or video) exhibited a significant relation with Tobin's Q and ROA. We believe that the low level of compliance found for these two sections allows firms to differentiate themselves and help explain the results obtained.

These results are statistically and economically significant for the region, and they are also relevant for other emerging markets where firms are endeavoring to improve their corporate governance practices and desire to know the potential effects that these practices may have on firm value and profitability. The evidence shown here contributes to the growing literature that suggest that firms can differentiate themselves by self-adopting better corporate governance practices and, more specifically, better financial and corporate disclosure measures using the Internet. That is, even in a weak investor protection environment, firms can improve their market value by self-adopting what are perceived to be better corporate disclosure practices. Our results also suggest that national corporate governance systems and regulations should guarantee a minimum of disclosure using the Internet. Our results are consistent with one of the cases presented in the Hermalin and Weisbach's (2012) theoretical model, in which available information is initially poor. That is the case in many Latin American markets, which rank low in terms of investor protection, in general, and information disclosure, in particular (La Porta, et al. 1997, 1998, 2000, and 2002; Chong and López-de-Silanes, 2007). In this case both the principal and the agent benefit from greater disclosure, and greater disclosure will be rewarded by an increase in firm value.

In the XXI century the use of Internet makes it easier for companies to communicate relevant information to stakeholders and potentially improve the quality of their corporate governance practices. In Latin America this possibility is especially important because in this region firms have more room to differentiate themselves from others and to send credible signals to investors, compensating the weak legal environment where these firms operate.

Theory (Veldkamp, 2006, and Jin and Myers, 2006) asserts that stock returns of firms that disclose more information will, by lowering information

7 Which includes the composition of the board of directors and the organizational structure.

acquisitions costs and by facilitating firm transparency, exhibit less co-movement with market and industry returns. Haggard, Martin and Pereira (2008) provide evidence for the U.S. that superior voluntary disclosure of information decreases the co-movement in stock prices, thus increasing the magnitude of firm-specific information enclosed in stock returns and making stock prices more informative. Future research could be undertaken to tackle this issue in the context of Latin American firms, considering that a very wide range of disclosure levels were found for this sub-continent, thus making this sample of firms good candidates for this test. Future research could also investigate the verifiability of online published data in order to help establish the recommended regulatory framework. The model proposed by Hermalin and Weisbach (2012) predicts that CEO compensation and turnover will be greater in more informative disclosure firms and industries. Our research could also be extended to test this prediction in the context of our multi-country database.

We believe that the awareness of practitioners of the results presented here is a major contribution of this paper. Furthermore, our results suggest that firms can enhance their value by disclosing more information through their corporate websites, particularly in the sections on news of interest and other news services, and options for participation and disclosure by audio or video, thus providing authorities in other emerging markets with a strong motivation to formalize corporate governance disclosure rules.

5.6. References

- [1]. Alford, A., Jones, J. , Leftwich, R., Zmijewski, M., 1993. The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. *J. Account. Res.* 31 (Supplement), 183-223.
- [2]. Almilia, L., 2009. Determining Factors of Internet Financial Reporting in Indonesia. *Account. & Tax.* 1(1), 87-99.
- [3]. Anderson, R., Reeb, D., 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *J. Financ.* 58(3), 1301–1328.
- [4]. Andrikopoulos, A., Diakidis, N., 2007. Financial Reporting Practices on the Internet: The Case of Companies Listed in the Cyprus Stock Exchange. Working Paper. Social Science Research Network. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.999183>.

- [5]. Asquith, P., Mullins, D., 1983. The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *J. Bus.* 56(1), 77–96.
- [6]. Allam, A., Lodhia, S., Lymer, A., 2004. Corporate Reporting on the Internet in Australia: An exploratory study. *Aust. Account. Rev.* 14(3), 64–71.
- [7]. Ball, R., 2001. Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*: 127–169.
- [8]. Barontini, R., Caprio, L., 2006. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *Eur. Financ. Manag.* 12(5), 689–723.
- [9]. Bennedsen, M., Nielsen, K., Perez-Gonzalez, F., Wolfenzon, D., 2007. Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance. *Q. J. Econ.* 122(2), 647–691.
- [10]. Benos, E., Weisbach, M.S., 2004. Private benefits and cross-listings in the United States. *Emerg. Mark. Rev.* 5(2), 217–240.
- [11]. Bhattacharya, S., 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *Bell J. Econ.* 10(1), 259–270.
- [12]. Black, B., 2000. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Stock Markets. Manuscript. Stanford Law School. January.
- [13]. Black, B., De Carvalho, A., Gorga, E., 2010. Corporate governance in Brazil. *Emerg. Mark. Rev.* 11(1), 21–38.
- [14]. Black, B., Jang, H., Kim, W., 2008. Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea. Stanford Law School J.M Olin Program in Law and Economics. Working Paper No. 237.
- [15]. Botosan, C., Plumlee, M., 2002. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *J. Account. Res.* 40, 21–40.
- [16]. Bushman, R. M., Smith, A. J., 2001. Financial accounting information and corporate governance. *J. Account. Econ.* 32(1), 237–333.
- [17]. Cameron, C.A., Trivedi, P., 2010. *Microeconometrics Using Stata* (College Station: STATA Press).
- [18]. CAF, 2005. Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo. Working paper available at: <http://publicaciones.caf.com/media/1145/195.pdf>

- [19]. Chong, A., López-de-Silanes, F., 2007. *Investor Protection and Corporate Governance, Intra-Firm Evidence Across Latin America*. Stanford University Press.
- [20]. Claessens, S. and Yurtoglu, B., 2012. Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerg. Mark. Rev.* 15 (1), 1-33.
- [21]. Core, J.E., 2001. A review of the empirical disclosure literature: discussion. *J. Account. Econ.* 31(1-3), 441-456.
- [22]. Deller, D., Stubenrath, M., Weber, C., 1999. A survey on the use of the Internet for investor relations in the USA, the UK and Germany. *Eur. Account. Rev.* 8(2), 351-364.
- [23]. Diamond, D., 1989. Reputation Acquisition in Debt Markets. *J. Polit. Econ.* 97(4), 828-862.
- [24]. Diamond, D., 1991. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *Q. J. Econ.* 106(3), 709-737.
- [25]. Diamond, D., Verrechia, R., 1991. Disclosure, Liquidity and Cost of Capital. *J. Financ.* 46(4), 1325-1359.
- [26]. Doidge, C., Karolyi, A., Stulz, R., 2004. Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?. *J. Financ. Econ.* 71(2), 205-238.
- [27]. Durnev, A., Kim, E., 2005. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *J. Financ.* 60(3), 1461-1493.
- [28]. Garay, U., González, M., 2005. CEO and Director Turnover in Venezuela. *Inter-American Development Bank Working Paper*, #517.
- [29]. Garay, U., González, M., 2008. Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. *Corp. Gov. Int. Rev.* 16(3), 194-209.
- [30]. Geerings, J., Bollen, L., Hassink, H., 2003. Investor relations on the Internet: a survey of the Euronext zone. *Eur. Account. Rev.* 12(3), 567-79.
- [31]. González, M., Guzmán, A., Pombo, C., Trujillo, M. A., 2012. Family firms and financial performance: The cost of growing. *Emerg. Mark. Rev.* 13(4), 626-649.
- [32]. Grzybowski, M., Wojcik, D., 2006. *Internet and Corporate Governance*. Working Paper, Social Science Research Network. Available at SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=914520

- [33]. Hadi, A., 1992. Identifying Multiple Outliers in Multivariate Data. *J. R. Stat. Soc. Ser. B Stat. Methodol.* 54, 761-771.
- [34]. Hadi, A., 1994. A Modification of a Method for the Detection of Outliers in Multivariate Samples. *J. R. Stat. Soc. Ser. B Stat. Methodol.* 56, 393-396.
- [35]. Haggard, S., Martin, X., Pereira R., 2008. Voluntary Disclosure and Stock Price Informativeness. *Financ. Manag.* 37(4), 747-768.
- [36]. Healy, P., Palepu, K., 2001. Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *J. Account. Econ.* 31(1-3), 405-440.
- [37]. Hermalin, B., Weisbach, M., 2012. Information Disclosure and Corporate Governance. *J. Financ.* 67(1), 195-233.
- [38]. Iatridis, G., 2013. Environmental Disclosure Quality: Evidence on Environmental Performance, Corporate Governance and Value Relevance. *Emerg. Mark. Rev.* 14(1), 55-75.
- [39]. Ismail, T., 2002. An Empirical Investigation of Factors Influencing Voluntary Disclosure of Financial Information on the Internet in the GCC Countries. Working Paper. Social Science Research Network, Available at SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420700
- [40]. Jin, L., Myers, S., 2006. R2 around the world: New theory and new tests. *J. Financ. Econ.* 79(2), 257-292
- [41]. Judge, W., 2008. What is the Dependent Variable in Corporate Governance Research?. *Corp. Gov. Int. Rev.* 16(5), ii.
- [42]. Klapper, L., Love, I., 2004. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *J. Corp. Financ.*, 10(5), 703-728.
- [43]. La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1997. Legal Determinants of External Finance. *J. Financ.* 52(3), 1131-1150.
- [44]. La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1998. Law and Finance. *J. Polit. Econ.* 106(6), 1113-1155.
- [45]. La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000. Investor Protection and Corporate Governance. *J. Financ. Econ.* 58(1-2), 3-27.

- [46]. La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *J. Financ.* 57(3), 1147-1170
- [47]. Leal, P., Carvalhal-da-Silva, A., 2005. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). Inter-American Development Bank Working Paper, #514.
- [48]. Lefort, F., Walker, E., 2005. The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile. Inter-American Development Bank Working Paper, #515.
- [49]. Levine, R., 1997. Stock Markets, Economic Development and Capital Control Liberalization. Perspective, Investment Company Institute, Occasional papers, Vol 3. No.5
- [50]. Miller, M., Rock, K., 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *J. Financ.* 40(4), 1031–1051.
- [51]. Morey, M., Gottesman, A., Baker, E., Godridge, B., 2009. Does Better Corporate Governance Result in Higher Valuations in Emerging Markets? Another Examination Using a New Dataset. *J. Bank. Financ.* 33(2), 254-262.
- [52]. Myers, S., Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *J. Financ. Econ.* 13(2), 187–221.
- [53]. Ntim, C., Opong, K., Danbolt, J., 2012. The Relative Value Relevance of Shareholder versus Stakeholder Corporate Governance Disclosure Policy Reforms in South Africa. *Corp. Gov. Int. Rev.* 20(1): 84-105
- [54]. Orens, R., Aerts, W., Cormier, D., 2010. Web-Based Non-Financial Disclosure and Cost of Finance. *J. Bus. Account.* 37 (9-10), 1057-1093.
- [55]. Patel, S., Balic, A., Bwakira, L., 2002. Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. *Emerg. Mark. Rev.* 3(4), 325-337.
- [56]. Renders, A., Gaeremynck, A., Sercu, P., 2010. Corporate Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corp. Gov. Int. Rev.* 18(2), 87-106.
- [57]. Rozeff, M., 1982. Growth, Beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios. *J. Financ. Res.* 5(3), 249–259.

- [58]. Sarkissian, S., Schill, M., 2004. The Overseas Listing Decision: New Evidence of Proximity Preference. *Rev. Financ. Stud.* 17 (3), 769-809.
- [59]. Veldkamp, L., 2006. Information Markets and the Comovement of Asset Prices. *Rev. Econ. Stud.* 73(3), 823-845.
- [60]. Zattoni, A., Van Ees, H., 2012. How to Contribute to the Development of a Global Understanding of Corporate Governance? Reflections from Submitted and Published Articles in CGIR. *Corp. Gov. Int. Rev.* 20(1), 106-118.

6. FAMILY FIRMS AND FINANCIAL PERFORMANCE: THE COST OF GROWING¹⁻²

Abstract

This study examines the relationship between financial performance and family involvement for 523 listed and non-listed Colombian firms over 1996-2006. Using a detailed database and performing several panel data regression models, we find that family firms exhibit better financial performance on average than non-family firms when the founder is still involved in operations, although this effect decreases with firm size. With heirs in charge, there is no statistical dif-

1 This paper was originally published in *Emerging Markets Review*. The reference is as follows: González, Maximiliano, Alexander Guzmán, Carlos Pombo and María Andrea Trujillo (2012). Family firms and financial performance: The cost of growing, *Emerging Markets Review* 13(4):626-649. Este artículo fue publicado originalmente en la Revista *Emerging Markets Review*. La referencia bibliográfica es la siguiente: González, Maximiliano, Alexander Guzmán, Carlos Pombo y María Andrea Trujillo (2012). Family firms and financial performance: The cost of growing, *Emerging Markets Review* 13(4):626-649.

2 Maximiliano González. School of Management, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia. [maxgonza@uniandes.edu.co].

Alexander Guzmán. CESA School of Business, Bogotá, Colombia, Colombia. [alexander.guzman@cesa.edu.co].

Carlos Pombo. School of Management, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia. [cpombo@uniandes.edu.co].

María Andrea Trujillo. CESA School of Business, Bogotá, Colombia, Colombia. [maria.truillo@cesa.edu.co].

ference in financial performance. Both direct and indirect ownership (control through pyramidal ownership structures within family business groups) affect firms' financial performance positively. However, this positive effect decreases with firm size. The results suggest that some kinds of family involvement appear to make firm growth expensive.

Keywords

Family businesses, family control, financial performance, Colombia

JEL classification: G3, G32

6.1. Introduction

Financial research highlights the prevalence of family firms worldwide as an important component of capital markets even in the most developed economies. Accordingly, numerous studies examine problems of ownership, management, and control that emerge from this organizational structure. An important open question in the literature is whether and how family management, ownership, and control affect firms' financial performance. The international evidence is mixed. From the agency theory perspective, combining ownership and management could prove advantageous, given the alignment of interest between shareholders and managers, and several studies show that family businesses exhibit better financial performance on average than non-family businesses, even those with other types of majority shareholders.

Other studies link family businesses with poorer financial performance. For instance, families may value firm survival over wealth maximization, viewing their firm as a valuable asset to pass on to future generations. Or families favoring firm growth might employ investment rules other than wealth maximization. Of course some of these mixed results could come from the absence of a widely accepted definition of what a family firm really is.

Rather than employing a single definition for family firms, we build our argument by examining the relationship between financial performance and family *involvement* in each of three dimensions: management, ownership, and indirect control following the approach of Villalonga and Amit (2006). Our study examines the effect of family involvement on performance based on a comprehensive dataset of Colombian firms, for the most part non-listed, yet

covering this emerging economy's largest non-financial business groups. We gathered information for the eleven-year 1996-2006 period on 523 domestic firms (5,094 firm-year observations); 120 (20 percent) of the firms are security issuers (bonds or stocks) and about 90 percent of the sample is represented by affiliate firms.

The central finding of this study is the existence of a non-monotonic relationship between firm performance and family involvement. Econometric results show the positive effect of family involvement is robust when firms are small and young, especially when the founder is still active in management; but as firms grow, the results suggest family involvement must be avoided to increase efficiency and improve overall corporate governance practices.

This work contributes to the literature on corporate governance of family firms in several ways. First, the study is among the very few to use a sample of mainly private firms; hence our findings go beyond previous studies of financial performance of family-controlled firms (Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006; among others), featuring samples of large, listed firms.

Second, even though the sample is restricted to Colombia, this paper contributes to better understand family-firms for emerging markets in general. Family-firms are an important yet highly understudied subject, as noted in recent surveys of the state of corporate governance research for emerging markets (Claessens and Yurtoglu, 2012; Kearney, 2012; Fan et al., 2011). Most family-owned firms are privately-held and firm level data is not publicly available. Colombia institutional characteristics make access to this information available for this paper.³ Moreover, Colombia is a representative capital market in Latin America from a financial development perspective; Colombia features the fourth largest equity market in the region, and has been included in the CIVETS⁴ group of countries.

3 One exception is Bertrand et.al (2008) for Thailand that collects information of complete family trees over 90 business groups and also assesses family ownership and control on firm performance; another is González et al. (2012) who studied the impact of family involvement on firms' capital structure in Colombia.

4 According to The Economist Intelligence Unit (EIU), Colombia is part of a second generation of emerging markets with an increasingly young population, controlled inflation and a stable financial system. Some economic analysts are expecting that this second tier of emerging countries, after the BRICs (Brazil, Russia, India and China), will drive growth over this decade. This group of countries was called The CIVETS

Third, this is among the first studies on corporate governance of family firms for a Latin American country, based on firms' level micro-data with detailed information on management, ownership and control, board structures, and financial characteristics.

Colombia is not different from other Latin American and emerging countries in terms of the quality of its corporate governance. La Porta et al. (1997) discuss a cross country comparison regarding anti director rights, listed firms to country population, and external capitalization to the country GNP, among others. Colombia showed a low anti director rights index (1 of 5 possible points), similar to Egypt, Ecuador, Mexico, Turkey, Uruguay, and Venezuela. The external capitalization to the GNP was lower than 0.2 and similar to Argentina, Brazil, Indonesia, Turkey and Venezuela; and the number of listed firms per capita (million) was 3.13 and similar to Argentina, Brazil, Egypt, Mexico, Indonesia, Turkey and Venezuela. La Porta et al. (1998) also show a high level of ownership concentration for Colombia (0.68 of ownership by three largest shareholders) similar to Brazil, Egypt, Indonesia, Mexico, Turkey and Venezuela.

With more recent data, Chong and López-de-Silanes (2007) state that the implementation of corporate governance reforms in Colombia has been poor and do not seem to be fostered by the average Colombian firm. There has been little dynamism in this regard also in Argentina, Brazil, Colombia, Mexico, Peru, and Venezuela in the last couple of decades. According to these authors, capital markets in the region are not a real source of finance and have not developed at the appropriate pace to sustain business growth, among other reasons, for their poor investors' protection.

However, there is a transformation regarding corporate governance in Colombia. Colombia has partially reformed corporate regulations and created its country corporate governance codes for publicly traded firms in 2007 and for closely-held firms in 2009. Claessens and Yurtoglu (2012) offer a comparison of some salient institutional dimensions that matter for corporate governance and show that Colombia has achieved an acceptable level of legal protection of minority shareholders, superior to that offered on average not only by the emerging countries but also by the developed and transition countries (according to the Anti-self-dealing index built by La Porta et al., 2006); but still there is a lot to do in regards to the disclosure requirements (according to the

(Colombia, Indonesia, Vietnam, Egypt, Turkey and South Africa) by Robert Ward, Global Forecasting Director for the EIU.

disclosure requirements index built by La Porta et al., 2006) and the formal rights of creditors (according to the creditor rights aggregate score presented by Djankov et al., 2007), among other aspects relevant for corporate governance.

This discussion implies that the results in this paper could be relevant to other emerging markets and even to developed countries. Colombia has levels of ownership concentration, capital market's development and firm's external capitalization similar to other emerging markets in the region. Also, the prevalence of family firms in these countries could result from specific responses to institutional environment (Burkart et al., 2003). In addition, the motivation of the founding family to keep firm's control could be also influenced by cultural values and non-monetary goals (Bertrand and Schoar, 2006).

The rest of the article is organized as follows. Section 2 reviews the literature and motivates the working hypotheses. Section 3 describes the dataset and methodology. Section 4 presents the econometric analysis, together with robustness checks concerning the endogeneity of several independent variables included in the estimates. Section 5 concludes.

6.2. Theoretical background and working hypotheses

The presence of a blockholder or dominant stockholder can produce better firm performance for several reasons. First, as Jensen and Meckling (1976) argue, a high level of ownership by management is likely to produce good corporate governance because, among other effects, it aligns management's financial incentives with those of the stockholders, mitigating the standard principal-agent problem. Second, Shleifer and Vishny (1986) show that majority stockholders who are not involved in firms' operations are less able to control and supervise managers. Third, Stein (1988, 1989), James (1999) and Bertrand and Schoar (2006) suggest that family firms make better investment decisions because family managers have a long-term focus and thus avoid managerial myopia in the decision-making process. Fourth, Maury and Pajuste (2005) argue that a blockholder has the incentives and the power to monitor the largest shareholder reducing profit diversion. They find that a more equal distribution of votes among large blockholders affect firm value positively because of the ability to challenge the largest block (contestability). In addition Jara-Bertin et al. (2008) show that the contestability of the control of the largest shareholder increases the value of family-owned firms. They also show that in firms in which the largest shareholder is a family, an institutional investor as second shareholder increases firm value.

On the other hand, there are several reasons to argue that family firms could perform worse than non-family ones. As Stulz (1988) and Barclay and Holderness (1989) showed, ownership concentration reduces the probability of a takeover, fosters entrenchment⁵ of low-quality management and facilitates private benefits from control. Managers and controlling shareholders can affect the firm financially through high salaries, excessive benefits, and poor investments or by appointing family members who are less qualified than outsiders are (Shleifer and Vishny, 1986, 1989; Morck et al., 1988; Anderson and Reeb, 2003; Pérez-González, 2006). And given a high concentration of family wealth in a company, family firms can exhibit excessive risk aversion and fail to implement profitable growth strategies (Fama and Jensen, 1983; Morck et al., 2000). In addition, the implementation of mechanisms to increase family control generates incentives to pursue private benefits (Lease et al., 1984).

King and Santor (2008) argue that ownership concentration might not have an observable effect on a firm's performance because of endogeneity between ownership structure and financial performance (Demsetz and Villalonga, 2001). Market efficiency can spawn optimal ownership structures, given the specific industry and company characteristics. Firms with inefficient ownership structures could fail over the long term. "As a result, there is no statistical relationship between ownership and performance" (King and Santor, 2008:2424).

King and Santor (2008) argue that ownership concentration might not have an observable effect on a firm's performance because of endogeneity between ownership structure and financial performance (Demsetz and Villalonga, 2001). Market efficiency can spawn optimal ownership structures, given the specific industry and company characteristics. Firms with inefficient ownership structures could fail over the long term. "As a result, there is no statistical relationship between ownership and performance" (King and Santor, 2008:2424).

Several empirical studies of the relationship between family ownership and performance show contradictory results. In a study of the behavior of family and non-family businesses during the Korean crisis of 1997, Baek et al. (2004) found that firms with high ownership concentration and with family members

5 Some authors, such as Shleifer and Vishny (1989), state that managers could take actions to make their removal difficult, an outcome known in corporate governance as "entrenchment". Ownership concentration, as set forth by Stulz (1988) and Barclay and Holderness (1989), is an exogenous variable for management actions that result in entrenchment.

acting as controlling shareholders experienced a larger drop in equity value, which suggests that this type of ownership structure has inefficient corporate governance mechanisms. In a study of Norwegian companies, Barth et al. (2005) found a negative relationship between firms' productivity and family ownership attributable to the appointment of family members as managers. In contrast, Maury (2006) studied more than 1600 Western European firms and found that active control by family managers was associated with high earnings, explained by the mitigation of agency problems between managers and owners. Martikainen et al. (2009) studied S&P 500 firms, examining whether the higher profitability of family firms is related to differences in production technologies and efficiency. Their results show that the production technologies of family and non-family firms do not differ per se, thereby suggesting that differences in output are caused by higher efficiency in family firms. Andres (2008) found that family firms in Germany are not only more profitable than widely held firms but also outperform companies with other types of blockholders. However, he states that this superior performance holds only when the founder is still active in management or on the board of directors. A study of S&P 500 firms by Anderson and Reeb (2003) also found that family firms perform better than non-family firms. Their analysis suggests that the presence of founding members in firms leads to better performance, when using both accounting and market measures. Their research also indicates differential performance in family firms on the basis of manager status. Specifically, managers who are family members (founders or their heirs) are positively related to accounting profitability measures. However, market performance seems better only in the presence of a founder or an outside manager; heirs who act as managers do not affect market performance. Miller et al. (2007) summarize all these results noting that they are highly sensitive to the definition of family business and the nature of the sample, which makes it difficult to attribute superior performance to one of two types of ownership structure, family and non-family.

To assess the impact of family involvement on a firm's performance, firm age and size must be taken into consideration. Fama and Jensen (1983) posit that family involvement could mitigate agency problems and foster good financial performance but only for relatively young and small firms where management tasks are not too complex. Consistent with this idea, Morck et al. (1988) show that family ownership negatively impacts financial performance in a subsample of relatively older firms (more than 50 years old). Following this argument we expect a positive effect of family involvement on financial performance for relatively younger firms where the costs of ownership concentration (e.g., higher

risk aversion and a smaller pool of managerial talent) are mitigated by lower agency cost. However, the effect is the opposite for bigger firms, given higher complexity levels that require more specialized management activities and the natural separation of management and ownership functions at the expense of higher agency costs. Therefore, the first two working hypotheses are

Hypothesis 1: *Family involvement (management, ownership, and control) in relatively young and small firms has a positive impact on their financial performance.*

Hypothesis 2: *Family involvement (management, ownership, and control) in relatively old and large firms has a negative impact on their financial performance.*

Villalonga and Amit (2006) state that family ownership creates value only when the founder serves as manager of the family firm or as chairman with a hired manager. However, when heirs act as managers, firm value is reduced. Bennedsen et al. (2007) find that family successions have a large negative causal impact on firm performance. Underperformance is particularly large in fast-growing industries, industries with a highly skilled labor force, and relatively large firms. Likewise, Cucculelli and Micucci (2008) contrast firms that continue to be managed by heirs with firms in which the management is passed on to outsiders. These authors find that the maintenance of management within the family has a negative impact on the firm's performance, especially in the more competitive sectors.

Bertrand et al. (2008) construct a database of family trees and business groups for 93 of the largest business families in Thailand. They found a positive association between family size and family involvement in the ownership and control of the family businesses. The founders' descendants play a central role in both ownership and board membership, especially when the founder is dead. Greater involvement by heirs is also associated with lower firm-level performance. According to the authors, one hypothesis that emerges from their analysis is that part of the decay of family-run groups over time is attributable to the dilution of ownership and control across a set of equally powerful descendants.

Saito (2008) examines the performance of firms controlled by founding families in Japan. He finds a significant price premium in firms managed by founders. After the retirement of founders, results are mixed. Adams et al. (2009) find that the presence of the founder adds value to the firm. Using a sample of U.S. companies, they show that bad performance causes founders to leave, an indication that founders are not intrinsically entrenched. Interestingly,

periods of unusually good financial performance also increase the probability that the founder will retire, which implies that founders seek the “right” moment to leave the firm. Similar results could be found in Fahlenbrach (2009) and Schulze et al. (2003). Based on the above review concerning the impact of founders and heirs who act as managers, the third working hypothesis follows

Hypothesis 3: *Involvement in management by founders will have a positive effect on financial performance but involvement in management by heirs will have a negative impact.*

Even though the issue of non-financial goals falls outside the scope of this paper, it is worth to acknowledge that there may be non-financial goals that family-firms may pursue. Some researchers, such as Lee and Rogoff (1996) and Bertrand and Schoar (2006), argue that non-financial goals (such as family independence and satisfaction, nepotism, the firm as a family legacy, among others) are also family-firm goals. According to Burkart, Panunzi and Shleifer (2003) families perceive intangible benefits from directing and perpetuating his positions of power in control of the firms. “A founder can obtain the pleasure of having his son directing the company that carries the family name. Alternatively, in some industries, such as sports or communication media, families can participate in or influence social, political and cultural events through ownership of the companies.” (Burkart, Panunzi and Shleifer, 2003: 2168).

The term “amenity potential” was first proposed by Demsetz and Lehn (1985). These authors argue for the existence of a non-pecuniary gain brought about by the company name. Obtaining the amenity potential contributes to maximizing ownership benefits, even if it does not deliver profit maximization to all shareholders. Ehrhardt and Nowak (2001) conclude that if the private benefits are representative, families will attempt to retain control of their firms as far as possible. Gonzalez, Guzmán and Trujillo (2010) recognize the importance of private benefits behind the control of families over the business groups in Colombia.

Although we recognize that the private benefits of control could compensate in some way families for poor financial performance, financial results are still very important to minority shareholders, financial suppliers, and investors in general.

6.3. Database and methodology

The dataset combines firm-level information of privately held and listed companies by affiliation status to business groups. This type of sample is not com-

monly found in current research on corporate finance, governance, or family firm related literature. Studying family firms it is important to incorporate privately held firms in the sample, especially in emerging markets. According to Maquieira et al. (2012) and Céspedes et al. (2010) among the main reasons why firms stay private in Latin America are control reasons, which are relevant for families behind family businesses. The main source of financial, ownership, and board-related information were Colombian's Financial Superintendence (Superintendencia Financiera, SFIN) and the Superintendence of Commercial Societies (Superintendencia de Sociedades, SSOC). SFIN is the financial regulator for all security-issuing corporations. SSOC is in charge of monitoring all corporate restructuring and bankruptcy processes filed by Colombian firms. Additionally, SSOC maintained until 2006, financial records and notes for about 10000 privately owned medium and large non-listed firms. Notes to financial statements include 16 appendixes per company, listing major shareholders, appointments to the board and officers in top management positions, auditing firms, and parent-subsidiary commercial relations. These notes are subject to statistical reserve.

Our sample selection took into account the following criteria: first, most firms included in the sample are affiliated to the Colombian's largest non-financial economic groups; second, all firms must have information on board members and shareholders for at least three consecutive years, within the 1996-2006 period; third, excluded are firms subject to specific regulation (e.g. financial institutions and utilities).

Applying the above criteria, we identified 1,224 firms, where 694 were seemingly independent. In order to reach accurate computations of voting rights we imposed two additional constraints: four, sample firms per economic group represent at least 50 percent of the group's total number of companies; fifth and last, the sample excludes firms where shareholder information was incomplete at the second ownership layer.

Additional company information was drawn from the special certificates of directorates and CEOs issued by the Chambers of Commerce where companies are registered, the Colombian Stock Exchange, and BPR-benchmark (specialized local financial platform traded as ISI-Emerging Markets). After allowing for all restrictions, data sources yielded 523 firms, 28 business groups (25 were still family controlled by 2006), and 53 independent firms. Total dataset length is 5,094 firm-year observations.

Table 1 summarizes the main characteristics of the dataset according to return on assets (ROA) statistics. Panel A depicts firm distribution by business group affiliation. Panel B breaks down the data by type of the largest shareholder, Panel C by industry and panel D presents ROA statistics by listing status. Several comments arise from the table. First, the working sample is heavily dependent on the companies belonging to the top-five largest conglomerates where around 54 percent of the analyzed firms are from those groups. These groups have one or more core business along with non-core businesses. This implies that most of them have companies in different industry sectors and therefore one might expect significant differences exist in ROA ratios that suggest the importance of controlling for industry affiliation in the econometric analysis. Thus, industry-adjusted ROA measures are taken into account to normalize data on firm performance⁶. Second, non-affiliated firms seem to have better performance than affiliated firms. Claessens et al. (2006) argue that agency problems could limit the potentially beneficial effects derived from business group affiliation. Morck et al. (2005) argue that the controlling owner in pyramidal groups can tunnel wealth between pyramid firms to generate greater private benefits through related transactions with artificial prices. The consequence is inefficient resource allocation at the firm level (Wook, 2003) affecting firm performance.

Third, the type of the largest shareholder affects ex-post performance. The presence of direct control of the founder family exhibits higher ROAs in contrast to what is observed when the largest shareholder is not either a family or a legal person related with families (i.e. State-owned, foreign). In many cases family members are behind investment firms and trust funds as legal persons that control firms as well holding ownership structures, and those firms exhibit higher ROAs ratios.

Fourth, Differences in performance across industries shaping the database highlight the importance of controlling for industry affiliation in the analysis. The sample represents an unbalanced dataset with a maximum of 490 firms in 1999 and a minimum of 412 firms in 2006 mainly of them belonging to the manufacturing industry (42%), followed by investment firms (22%) and commerce (11%).

Fifth, private firms over-perform listed firms until 2002. Afterwards, listed firms exhibit higher performance. This fact coincides with higher market capi-

6 An alternative approach is to include dummy variables to control for industry characteristics in the regression equations.

talization and the financial asset appreciation across the largest Latin America's capital markets (i.e. Sao Paulo, Mexico, Santiago, Colombia and Lima stock exchanges).

Finally the working sample is representative from total population since those firms represent 40 percent of all real sector firms that report to SSOC and SFIN.

TABLE I
DATA DESCRIPTION

Panel A - Number of firms, industrial sectors and return on assets by business group affiliation								
Business group name		1996	1998	2000	2002	2004	2006	Total
GEA	Firms	86	91	93	88	83	71	946
	Industries	9	9	9	9	9	9	
	ROA (avg.)	0.024	-0.015	0.031	0.034	0.024	0.021	0.014
	ROA (st.d.)	(0.124)	(0.109)	(0.094)	(0.103)	(0.097)	(0.077)	(0.127)
Santodomingo	Firms	50	54	51	50	45	41	540
	Industries	8	8	8	7	6	6	
	ROA (avg.)	0.027	0.007	-0.040	-0.006	0.006	-0.004	-0.008
	ROA (st.d.)	(0.078)	(0.078)	(0.188)	(0.126)	(0.100)	(0.096)	(0.119)
Ardila Lulle	Firms	61	64	65	63	58	54	677
	Industries	10	10	10	9	9	8	
	ROA (avg.)	0.027	0.010	0.010	0.013	0.018	0.036	0.022
	ROA (st.d.)	(0.036)	(0.133)	(0.045)	(0.073)	(0.043)	(0.032)	(0.073)
Carvajal	Firms	32	33	36	37	35	33	379
	Industries	6	6	6	6	6	6	
	ROA (avg.)	0.027	0.022	0.014	0.008	-0.004	0.022	0.011
	ROA (st.d.)	(0.045)	(0.046)	(0.049)	(0.057)	(0.077)	(0.064)	(0.060)
Mayaguez-Diaco	Firms	23	25	23	21	22	19	245
	Industries	6	6	5	4	4	4	
	ROA (avg.)	-0.006	-0.066	-0.058	-0.023	0.008	0.056	-0.024
	ROA (st.d.)	(0.067)	(0.145)	(0.126)	(0.128)	(0.096)	(0.074)	(0.169)
Other business groups	Firms	161	168	164	155	149	143	1,733

Family Firms and Financial Performance: The cost of growing

Panel A - Number of firms, industrial sectors and return on assets by business group affiliation								
Business group name		1996	1998	2000	2002	2004	2006	Total
in the sample (23)	Industries	9	9	9	9	9	9	
	ROA (avg.)	0.030	0.013	0.006	0.018	0.022	0.034	0.014
	ROA (st.d.)	(0.076)	(0.080)	(0.083)	(0.076)	(0.072)	(0.069)	(0.088)
Non affiliated	Firms	52	52	53	53	51	51	574
	Industries	8	8	8	8	8	8	
	ROA (avg.)	0.035	0.019	0.007	0.005	0.036	0.063	0.023
	ROA (st.d.)	(0.058)	(0.060)	(0.079)	(0.110)	(0.066)	(0.080)	(0.083)
Total	Firms	465	487	485	467	443	412	5,094
	Industries	11	11	11	11	11	10	
	ROA (avg.)	0.027	0.004	0.004	0.014	0.019	0.032	0.012
	ROA (st.d.)	(0.080)	(0.096)	(0.100)	(0.094)	(0.079)	(0.073)	(0.102)

Panel B - Return on assets by largest shareholder		
Largest shareholder	Obs.	ROA
Founding-Family member	967	0.020 (0.079)
Limited liability	149	0.034 (0.092)
Trust funds	120	0.025 (0.067)
Investment firms	1,095	0.019 (0.083)
Financial institutions	45	0.024 (0.085)
Domestic corporations	2,139	0.003 (0.121)
Foreign firms	540	0.009 (0.096)
State-owned	39	-0.042 (0.125)
Total	5,094	0.012 (0.102)

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

		Panel C - Return on assets by industry						
Industrial Sector		1996	1998	2000	2002	2004	2006	Total
Agriculture	Firms	35	35	34	28	26	24	338
	ROA (avg.)	0.012	0.052	0.039	0.033	0.027	0.038	0.018
	ROA (st.d.)	(0.052)	(0.085)	(0.104)	(0.052)	(0.069)	(0.071)	(0.139)
Mining	Firms	8	8	8	6	6	6	77
	ROA (avg.)	0.132	0.051	0.006	0.056	0.047	0.059	0.037
	ROA (st.d.)	(0.298)	(0.123)	(0.069)	(0.050)	(0.122)	(0.108)	(0.251)
Manufacturing industries	Firms	200	204	201	197	187	170	2,140
	ROA (avg.)	0.025	0.008	0.018	0.024	0.022	0.038	0.018
	ROA (st.d.)	(0.072)	(0.078)	(0.070)	(0.089)	(0.076)	(0.069)	(0.084)
Electric, gas and sanitary services	Firms	1	1	1	1	1	0	10
	ROA (avg.)	0.004	0.002	0.002	0.039	0.024	.	0.023
	ROA (st.d.)	.	.	.	.	.	.	(0.027)
Construction	Firms	20	20	19	16	14	13	188
	ROA (avg.)	0.032	-0.045	-0.073	-0.040	0.006	0.004	-0.028
	ROA (st.d.)	(0.043)	(0.135)	(0.132)	(0.071)	(0.075)	(0.037)	(0.128)
Commerce	Firms	52	54	55	54	48	47	573
	ROA (avg.)	0.010	-0.030	0.003	0.010	0.020	0.024	0.007
	ROA (st.d.)	(0.084)	(0.151)	(0.082)	(0.120)	(0.099)	(0.081)	(0.100)
Hotels and restaurants	Firms	2	2	2	2	2	2	22
	ROA (avg.)	0.015	-0.031	-0.036	-0.027	-0.011	0.024	-0.009
	ROA (st.d.)	(0.018)	(0.015)	(0.010)	(0.023)	(0.013)	(0.009)	(0.032)
Transportation and communications	Firms	13	14	12	11	11	11	133
	ROA (avg.)	0.027	-0.041	-0.085	-0.042	-0.022	0.014	-0.037
	ROA (st.d.)	(0.044)	(0.063)	(0.160)	(0.101)	(0.094)	(0.160)	(0.114)
Investment Firms (investment vehicles)	Firms	88	101	102	104	105	98	1,099
	ROA (avg.)	0.029	0.008	-0.007	0.012	0.024	0.030	0.014
	ROA (st.d.)	(0.062)	(0.075)	(0.129)	(0.089)	(0.070)	(0.054)	(0.091)
Real estate	Firms	40	42	44	41	36	35	441
	ROA (avg.)	0.049	0.010	-0.013	-0.014	-0.004	0.025	-0.001
	ROA (st.d.)	(0.083)	(0.109)	(0.088)	(0.111)	(0.088)	(0.098)	(0.115)

Family Firms and Financial Performance: The cost of growing

		Panel C - Return on assets by industry						
Industrial Sector		1996	1998	2000	2002	2004	2006	Total
Social and health services	Firms	6	6	7	7	7	6	73
	ROA (avg.)	-0.022	-0.010	0.066	0.044	0.032	0.045	0.024
	ROA (st.d.)	(0.107)	(0.073)	(0.166)	(0.044)	(0.037)	(0.028)	(0.071)
Total	Firms	465	487	485	467	443	412	5,094
	ROA (avg.)	0.027	0.004	0.004	0.014	0.019	0.032	0.012
	ROA (st.d.)	(0.080)	(0.096)	(0.100)	(0.094)	(0.079)	(0.073)	(0.102)

		Panel D - Return on assets by private or listed status						
Listed status		1996	1998	2000	2002	2004	2006	Total
Private firms	Firms	395	401	413	400	379	353	4,320
	Industries	11	11	11	11	11	10	
	ROA (avg.)	0.028	0.004	0.006	0.012	0.015	0.030	0.011
	ROA (st.d.)	(0.082)	(0.101)	(0.087)	(0.094)	(0.078)	(0.076)	(0.104)
Listed firms	Firms	70	86	72	67	64	59	774
	Industries	10	10	9	9	9	9	
	ROA (avg.)	0.022	0.003	-0.007	0.023	0.041	0.042	0.017
	ROA (st.d.)	(0.065)	(0.069)	(0.155)	(0.093)	(0.079)	(0.055)	(0.091)

Notes: The table shows the number of firms, number of industry sectors, the average and standard deviation (in parenthesis) of return on assets for all firms that compose the database. The data is sort by business group. There are 28 business groups in the database plus the independent firms. Sources: National Equity Registry Forms (Registro Nacional de Valores e Intermediarios, RNVIs) filed by Colombia's Financial Superintendence (SFIN), Colombian Confederation of Chambers of Commerce (Confecámaras), Unique Business Register (RUE), BPR Benchmark, Colombian Stock Exchange (Bolsa de Valores de Colombia, BVC), Colombia's Superintendence for Commercial Societies (SSOC), and Gutierrez and Pombo (2009).

The Measurement of Family Involvement

This section studies the relationship between family involvement and firm performance measured by the return on assets (ROA). Instead of adopting a particular definition for a family firm, this study assesses family involvement in terms of management, ownership and control. The evaluation of family involvement in management uses a dummy variable (family CEO) that takes the value of 1 if the founding family member serves as CEO in the firm, and zero otherwise. Two additional dummy variables distinguish between whether the CEO is the founder (*founder CEO*) or one of the heirs (*heir CEO*). The *Gender*

of the Family CEO is a dummy variable that is used as exogenous instruments in the robustness checks; this is equal to 1 if the gender of the family CEO is male, and zero otherwise.

The assessment of family involvement in ownership is done by means of a dummy variable (*family ownership*) that equals 1 when founding families are the largest shareholder of the firm, and zero otherwise. La Porta et al. (1999) find that owners extend their power through pyramiding and management appointments, as well as through cross-ownership. Their study is the first to investigate the issue of ultimate ownership around the world by tracing the chain of ownership to find out who has the most voting rights. In Colombia as in other parts of the world, control is enhanced through pyramidal structures and cross-share holdings among firms. Family-controlled firms often use pyramidal ownership structures to exert control over a large network of firms.⁷ For the case of Colombia, Gutierrez et al. (2008) show that families are the main source of ultimate owners according to their measures of voting rights and separation ratios between ownership and control.

But, why do families try to retain control of their firms? Control concentration by an external shareholder might increase the supervision levels of the CEO and generate certain shared benefits of control for minority shareholders, but it might also facilitate the acquisition of private benefits of control at the expense of minority shareholders (Barclay and Holderness, 1989; McConnell and Servaes, 1990). Johnson, et al. (2000) use the term tunneling, originally coined to characterize the expropriation of minority shareholders in the Czech Republic (removing assets by way of a subterranean tunnel) in order to describe the transfer of assets and profits outside the company to benefit controlling shareholders. According to Morck et al. (2005) pyramids allow a family to retain control of many firms while holding only a small fraction of their cash flow rights, causing divergence of interest problems and leading to inefficient investments and a high cost of capital. They highlight other problems related to pyramids and family business groups, such as entrenchment agency problems and tunneling. Entrenchment problems refer not only to the potential damage from the controlling managers having excessive freedom to pursue their self-interest at the expense of firm value, but also includes the possibility to

7 In their study of U.S. companies, Villalonga and Amit (2009) found that pyramids enhance founding-family control by creating a wedge between the percentage of votes owned and the percentage of votes controlled.

have incompetent managers retaining their jobs because they can extract more personal gains than competent managers could.

Colombian business groups have powerful families in the apex of the pyramid, highly politically connected. These family business groups were established during last century when the Colombian institutional environment was weaker than nowadays, bringing out an investment system based on personal relationships, similar to the “crony capitalism” described by Coffee (1999).

The used definition of indirect control relies on pyramiding schemes as a means of separating ownership and control. Since pyramidal structures are defined as ownership of a majority of the stock in one corporation that in turn holds a majority of the stock in another – a process that can be repeated a number of times – we trace the chain of ownership to find out if a family is an ultimate owner. Two variables evaluate family control. The dummy variable *indirect family control* equals 1 when the family has indirect control over a firm through a pyramidal structure powered through cross-shares ownership. *Family directors ratio* is the percentage of family members on the board of directors (as a direct control mechanism over the firm’s decision-making process).

Performance Measure Variables

Following the literature on family business, this study uses industry-adjusted return on assets (AROA) and ROA as performance measures (see, e.g., Smith and Amoako-Adu, 1999; Anderson and Reeb, 2003; Maury, 2006; and Andres, 2008, among others). The industry-adjusted financial variables were constructed by using the total number of firms in the same industrial category (ISIC two-digit code). For each individual firm in the working sample, AROA is measured for each year as the difference between the individual ROA and the average industry ROA. Thus, the empirical design of the working dataset avoids market-based measures of performance such as Tobin’s Q because the majority of firms in the sample are non-listed and the number of stocks of the equity issuers with market liquidity is small (less than 20 percent). The dataset includes a dummy variable that equals 1 if the firm reports positive net earnings, and zero otherwise (*profit dummy*). This variable will be used as a performance proxy in an alternative specification to prove robustness for our results. Appendix A summarizes the definition and methodology of each variable included in the econometric analysis.

Control Variables

Consistent with the empirical research on family firms (King and Santor, 2008; Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006), several variables are introduced to control for firm characteristics. Industry-adjusted long-term leverage is the average difference between the company's annual long-term leverage minus the median long-term leverage of the industry for all firms belonging to defined industrial categories. Long-term leverage is the ratio of long-term liabilities to the sum of long-term liabilities and book value of equity. The dividend ratio is measured as the dividend payout to total assets. Firm size is the natural logarithm of a firm's total assets. Firm age is represented by years since inception. Growth is measured as the percentage increase in the company's real sales. We also construct a dummy variable for firms affiliated with a business group (*group affiliation*) to control for membership in a business group.

Corporate governance mechanisms influence firm performance, and board structure indicators are proxies for firms' governance characteristics. There are two types of board indicators. First are those related to directorate structure, such as board size, the outside director ratio (as a proxy for board independence), gender composition, foreign directors' ratio, and director turnover. The second type deals with the directorate's relations across firms and measures the presence of busy directors within boards. These indicators are directorate reputation, busy directors, best director reputation, and board interlocks (inside and outside business groups).

In this analysis, board size is the total number of directors, including principals and substitutes. The data do not classify directors as insiders or outsiders. Thus, the identification of an outside director relies on crossing different criteria either stipulated in the international legislation on equity law or used by multilateral institutions. Specifically, an outside director is a person who has not been a manager of the firm under consideration, has never managed any related firm, does not sit on the boards of any related firms and has no family ties with the founding family. The measurement of director turnover is equal to the number of board members at year t who are not appointed at year $t+1$ divided by board size at year t .

Directorate reputation is measured as the total number of external directorships, whether in or out of the business group, held by a board member relative to total board size. Busy directors are those holding a certain number of directorships. As a dummy variable, *busy director* equals 1 if a board member

holds more than two directorships either within firms affiliated with the business group or some other business group, and zero otherwise. Board interlocks inside a business group are the total number of external directorships held by board members in firms affiliated with the same business group. Board interlocks outside a business group makes the same measure but takes into account the external directorships held by the board members within firms affiliated with other business groups. Best director reputation represents the maximum number of external seats held by a single individual in a given firm's board of directors. The dataset includes three corporate governance indicators: management turnover, the CEO board dummy (that equals 1 when the firm's CEO sits on the board, and zero otherwise), and the presence of an auditing firm.

Ownership and corporate control variables are also associated with governance standards and are particularly related to the measurement of the cash flow to voting rights ratios across blockholders. The dataset includes two of these variables: Equity 1 is the percentage of cash flow rights held by the largest shareholder; Equity-to-voting ratio 1 is the fraction of cash flow right and voting rights of the largest shareholder. The equity-to-voting ratios capture the wedge or separation between blockholders' ownership and control. Contestability variables follow the study by Jara-Bertin et al. (2008). The first variable is the Herfindal concentration index (HI concentration votes) that captures the effect of voting block power. A second variable is the contestability index; namely, the voting stakes of the second and third largest blockholder relative to the largest voting block. These variables capture the actual contestability that the largest blockholder faces when unable to control the company directly.

Table 2 displays the descriptive statistics. The table depicts each variable's mean and standard deviation for (1) the whole sample, (2) firms with no family involvement, (3) firms with some family involvement and (4) firms where there is family involvement in each of the three possible forms. The last two columns reports whether the differences in means and medians are statistically significant⁸. Tests takes into account two extremes: firms with family involvement in management and ownership (high family involvement), and firms without family involvement. The family involvement variables reveal several facts. The CEO is a family member in 24 percent in the sample. Within the full family

8 The later test is used as an alternative to the Student's t-test when the population cannot be assumed to be normally distributed.

involvement subsample 16 percent the founder remains as the CEO while 84 percent firms are run by heirs. Families are the largest blockholders in 19 percent of the sample but in 40 percent of the sample, families exert indirect control. Thus, in around 59 percent in the study sample families are the controlling shareholders through direct or indirect ownership that leverage their voting power. Family members represent 30 percent of directors in firms' directorates. Differences in means show that firms with family involvement, on average, over-perform to non-family firms regarding ROA and profitability trends.

Corporate governance indicators show the expected measurement results to what is anticipated from theory. Family firms, specially the privately held, tend to have less professional boards showing similar patterns to those find in Brazil (Black et al., 2010) in regards to weak independence: high family control and low number of independent directors. The outside director ratio is 18 percent on average, in contrast to 42 percent in firms with no family involvement. The dual role of the CEO as director is common 71 percent of the cases with full family involvement, and their directors have fewer external seats. That is family firms boards have less busy directors. However, their directorates are long lasting, reflecting family long term commitment and legacy. Board turnover ratio is 6 percent while within non-family firms director turnover is 20 percent. Payout ratios by turn show no differences in means and medians for the two subsamples.

Regarding ownership and control variables, there are two main comments. One is the striking result that family firms are less equity-concentrated. In fact, the mean of equity held by the largest blockholder is 0.32 while for the subsample of firms without family involvement is 0.58. The latter are characterized in the sample mostly by subsidiaries of multinational enterprises where the parent company has over 80 percent equity share in most cases. This result is consistent with the measurement of the contestability index that measures the capacity that the second or third large blockholder can contest the decision power of the largest voting-block. The index shows that there is more internal control across firm blockholders that represent the different family fractions, and therefore the lower likelihood of a sustainable coalition able to extract rents and divert funds.

Family Firms and Financial Performance: The cost of growing

TABLE 2
DESCRIPTIVE STATISTICS- TOTAL SAMPLE AND BY FAMILY INVOLVEMENT STATUS

Variable	All sample	Management, ownership and control			T-statistic diff = mean(0) - mean(1)	W. Rank Sum Test diff = median(0) - median(1)
		No family involvement (0)	Some Fa- mily invol- vement	High Fa- mily invol- vement (1)		
Firms	523	227	220	76		
Family involvement						
Family CEO	0.237 (0.425)	0	0.244 (0.430)	1	.	.
Founder CEO	0.032 (0.175)	0	0.027 (0.162)	0.158	.	.
Heir CEO	0.205 (0.404)	0	0.217 (0.412)	0.842 (0.365)	.	.
Family ownership	0.190 (0.392)	0	0.150 (0.357)	1	.	.
Indirect family control	0.401 (0.490)	0	0.807 (0.395)	1	.	.
Family directors ratio	0.304 (0.327)	0.114 (0.173)	0.356 (0.318)	0.721 (0.292)	-62.5***	745.7***
Performance						
Return on assets	0.012 (0.102)	0.009 (0.122)	0.012 (0.091)	0.017 (0.072)	-1.5	3.3*
Industry-Adjusted Return on Assets	-0.008 (0.101)	-0.011 (0.121)	-0.008 (0.090)	-0.001 (0.071)	-2.0**	0.5
Profit dummy	0.709 (0.454)	0.685 (0.465)	0.710 (0.454)	0.782 (0.413)	-4.6***	.
Financial and Firm Characteristics						
Adjusted Long term leverage	0.031 (0.208)	0.037 (0.211)	0.029 (0.212)	0.024 (0.185)	1.3	8.7***
Dividend ratio	0.015 (0.054)	0.015 (0.059)	0.014 (0.052)	0.015 (0.038)	0.13	27***
Firm Age	29.769 (23.167)	29.200 (23.159)	30.197 (23.537)	29.835 (21.521)	-0.6	1.2
Firm Size	17.575 (1.836)	17.867 (1.955)	17.482 (1.755)	16.995 (1.567)	9.9***	139.0***
Growth opportunities	0.009 (0.846)	0.022 (0.642)	0.005 (0.952)	-0.016 (0.010)	1.1	0.3
Group Affiliation dummy	0.887 (0.316)	0.839 (0.368)	0.953 (0.211)	0.767 (0.423)	4.0***	16.0***
Corporate Governance						
Board size	7.153 (2.014)	7.598 (1.917)	7.006 (1.946)	6.291 (2.239)	13.9***	89.6***

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

Variable	All sample	Management, ownership and control			T-statistic diff = mean(0) - mean(1)	W. Rank Sum Test diff = median(0) - median(1)
		No family involvement (0)	Some Fa- mily invol- vement	High Fa- mily invol- vement (1)		
Outside director ratio	0.291 (0.291)	0.417 (0.305)	0.219 (0.249)	0.175 (0.258)	17.4***	171.3***
Female directors ratio	0.185 (0.207)	0.134 (0.172)	0.187 (0.199)	0.350 (0.258)	-23.6***	279.0***
Foreign directors ratio	0.054 (0.141)	0.110 (0.194)	0.020 (0.075)	0.010 (0.051)	12.4***	208.9***
Board turnover ratio	0.165 (0.241)	0.201 (0.268)	0.161 (0.229)	0.061 (0.148)	11.6***	168.4***
Directorate reputa- tion	1.450 (1.290)	1.215 (1.128)	1.645 (1.351)	1.039 (1.265)	3.2***	29.3***
Best director repu- tation	3.361 (2.492)	2.998 (2.281)	3.844 (2.584)	2.499 (2.328)	4.6***	29.1***
CEO Turnover	0.155 (0.362)	0.174 (0.380)	0.163 (0.370)	0.057 (0.232)	6.7***	44.3***
CEO board dummy	0.327 (0.475)	0.303 (0.460)	0.257 (0.437)	0.710 (0.507)	-18.4***	302.1***
Auditing firm	0.503 (0.500)	0.697 (0.460)	0.414 (0.493)	0.233 (0.423)	21.8***	.
Ownership and Control						
Equity 1	0.518 (0.277)	0.575 (0.266)	0.518 (0.282)	0.324 (0.187)	21.4***	306.3***
Equity-voting ratio 1	0.921 (0.157)	0.897 (0.166)	0.923 (0.162)	0.992 (0.041)	-13.8***	.
Contestability Variables						
HI -Concentration votes	0.613 (0.464)	0.694 (0.471)	0.634 (0.466)	0.249 (0.181)	22.4***	450.5***
HI-differences votes	0.209 (0.252)	0.266 (0.265)	0.195 (0.246)	0.079 (0.152)	16.3***	290.8***
Contestability Index	1.019 (0.589)	0.843 (0.535)	1.075 (0.584)	1.370 (0.582)	-20.5***	165.5***

Notes: Robust standard errors are in parentheses; ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1. The table reports the average and standard deviation (in parenthesis) for the pooled sample (1996–2006). Variables cover six categories: family involvement, performance, financial and firm characteristics, corporate governance, ownership and control and contestability variables. In addition, this table divides the sample between family and non-family firms. The highest family involvement (i.e., management, ownership and pyramidal control) defines a family firm. The group of non-family firms does not take into account any kind of family involvement. The last two columns present for each variable the test for differences in means (Student's t-test) and medians (Wilcoxon rank-sum test) when the population cannot be assumed to be normally distributed.

6.4. Econometric Results

Family Involvement and Performance Regressions

This section analyzes how different types of family involvement affect firms' performance. The estimating equation explicitly models the partial effects of family involvement through management, ownership and control. Regressions follows a general two-way error component model with a matrix dimension of $i \times t$:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_k' \mathbf{FI}_{it} + \delta_k' \mathbf{CG}_{it} + \varphi_k' \mathbf{X}_{it} + \vartheta_k' \mathbf{IND}_{it} + (\mu_i + \varepsilon_{it}) \quad (1)$$

where Y_{it} is the performance variable ROA or industry-adjusted ROA; $\mathbf{FI}$ is the vector with family involvement dummies and the fraction of family members on the board; $\mathbf{CG}$ is the vector with the corporate governance controls, which includes ownership and control contestability variables; $\mathbf{X}$ is the vector with the standard financial and idiosyncratic controls. The estimating equation (1) also controls for dummies by industry sector, $\mathbf{IND}$, when Y_{it} performance variable ROA or industry-adj is the performance variable ROA.

Table 3 displays the main econometric results of the baseline regression equation (1). The central findings are related with the marginal effects of family involvement variables on firms' performance, captured by the change of firms' return on assets (industry-adjusted). Several comments are worth highlighting. First, the effect of having the founder involved as the firm's current CEO is positive and statistically significant. The marginal partial effect of having the founder active as CEO implies at least a premium of 14 percent on the (adjusted) ROA (Cols. 2 and 4). This outcome is in accordance with other country-case studies, such as Villalonga and Amit (2006), Miller et al. (2007), and Adams et al. (2009) for the United States, Andres (2008) for the case of Germany, and Saito (2008), who found a positive "founder effect" for Japanese corporations. However, the above premium is offset as long as firm grows and become bigger. In fact, the interaction of the founder and firm size is negative, indicating that the founder effect is diluted over time and it is more important within small firms. Second, heirs do not have an important impact on firm performance. Although the coefficient is negative, it is not significant at 10 percent. Successors might or might not play a role in firm survival. Empirical studies on successions show that there is negative impact of the first successive generation

on firm performance (Bennedsen et al., 2007). Thus, these findings support the complete set of working hypothesis.

Third, family control has a positive impact of firm performance. Direct ownership increases firm ROA (industry-adjusted) by 9.5 percent on average (Cols. 1 and 2). In addition, family indirect control through pyramidal ownership structures generates an additional premium of 12 percent on firm ROA (industry adjusted). These results suggest that families who act as majority or controlling shareholders are good supervisors. Corporate control exerted by direct blockholder monitoring reduces the agency problem between managers and shareholders and is labeled *monitoring effect*. However, if one analyzes the interaction terms between direct ownership and indirect control with firm size and age, the monitoring effect decreases with firm size and marginally increases with firm age. Thus, it can be argued that the family as a controlling shareholder has a larger impact on firm performance in small firms regardless of firm age. As the firm grows, the family effect is less important in terms of financial performance and could become negative. Once again, these results support our hypotheses, specifically H1 and H2, and show that the positive effects of family involvement diminish as the firm grows and becomes older. In the theoretical context, this result suggests that the benefit in terms of fewer agency problems with a high level of ownership concentration and family involvement becomes less valuable as the firm grows and consolidates itself. The last involvement effect is when families that exert control through the board of directors (but not in management) influence performance positively. The industry-adjusted ROA increases by 0.05 percent when the fraction of family members participating on boards rises by 10 percent (Cols. 1 and 2).

Fourth, the control variables included in the empirical model yield coefficients that are consistent with the theoretical standpoint. For instance, leverage ratio (industry adjusted) is negatively related to financial performance, which is consistent with the pecking order theory that explains why corporations prefer internal to external funding (Myers and Majluf, 1984). Dividend payout is positively related with firm ROA. Regression equations show that on average an increase of 10 percent of the dividend payout ratio increases firm ROA by 2.8 percent (Cols. 3 and 4). This outcome is consistent with the role of dividend payments as a mean of monitoring management performance (Rozeff, 1982). In addition, dividends presumably convey information about the value of the firm that cannot be fully communicated by other means, such as annual

reports, earnings forecast, or presentations before a security analyst (Asquith and Mullins, 1983; Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985).

TABLE 3
FIRM PERFORMANCE REGRESSIONS (RANDOM-EFFECTS).
DEPENDENT VARIABLES: INDUSTRY-ADJUSTED RETURN ON ASSETS (AROA),
RETURN ON ASSETS RATIO (ROA)

Variables	AROA Col.1	AROA Col. 2	ROA Col. 3	ROA Col. 4	AROA Col. 5	AROA Col. 6
Family CEO	-2.8E-03* (1.7E-03)	.	-3.4E-03* (1.8E-03)	.	-3.6E-03** (1.6E-03)	-3.2E-03** (1.6E-03)
Founder CEO	.	0.14*** (2.3E-02)	.	0.14*** (2.3E-02)	.	.
Heir CEO	.	-3.0E-03 (2.3E-03)	.	-3.4E-03 (2.4E-03)	.	.
Int: founder*size	.	-8.1E-03*** (1.2E-03)	.	-8.6E-03*** (1.2E-03)	.	.
Int: heir × age	.	3.9E-05 (5.3E-05)	.	4.2E-05 (5.4E-05)	.	.
Family ownership	0.11*** (1.5E-02)	0.08*** (1.6E-02)	0.09*** (1.6E-02)	0.05*** (1.8E-02)	0.12*** (1.5E-02)	0.11*** (1.5E-02)
Indirect family control	0.13*** (1.4E-02)	0.12*** (1.4E-02)	0.10*** (1.5E-02)	0.09*** (1.5E-02)	0.14*** (1.2E-02)	0.14*** (1.2E-02)
Int: family management *own*control	1.8E-03 (2.6E-03)	4.1E-04 (2.6E-03)	4.2E-03 (2.6E-03)	2.3E-03 (2.6E-03)	4.0E-03 (2.6E-03)	3.5E-03 (2.6E-03)
Family directors ratio	5.2E-03** (2.1E-03)	5.4E-03*** (2.1E-03)	-2.5E-03 (2.2E-03)	-3.2E-03 (2.1E-03)	8.4E-03*** (2.4E-03)	8.2E-03*** (2.4E-03)
Int: Indirect family control × size	-8.0E-03*** (8.2E-04)	-7.4E-03*** (8.2E-04)	-6.6E-03*** (8.7E-04)	-5.9E-03*** (8.7E-04)	-8.6E-03*** (7.2E-04)	-8.7E-03*** (7.2E-04)
Int: Indirect family control × age	4.4E-04*** (5.8E-05)	4.2E-04*** (5.8E-05)	5.0E-04*** (6.0E-05)	4.8E-04*** (6.0E-05)	4.1E-04*** (5.5E-05)	4.1E-04*** (5.5E-05)
Int: Family ownership × size	-7.1E-03*** (8.8E-04)	-5.0E-03*** (9.3E-04)	-5.6E-03*** (9.4E-04)	-3.6E-03*** (1.0E-03)	-7.4E-03*** (8.6E-04)	-7.0E-03*** (8.6E-04)
Int: Family ownership × age	2.6E-04*** (6.1E-05)	1.8E-04*** (7.0E-05)	3.0E-04*** (6.8E-05)	2.3E-04*** (7.3E-05)	1.9E-04*** (6.2E-05)	2.1E-04*** (6.0E-05)
Adjusted long term leverage	-0.06*** (3.8E-03)	-0.06*** (3.8E-03)	-0.06*** (4.0E-03)	-0.06*** (4.0E-03)	-0.06*** (3.7E-03)	-0.06*** (3.7E-03)
Dividend ratio	0.29*** (2.0E-02)	0.29*** (2.0E-02)	0.28*** (2.0E-02)	0.28*** (2.0E-02)	0.32*** (1.9E-02)	0.32*** (1.9E-02)
Firm age	3.9E-04*** (6.7E-05)	4.0E-04*** (6.8E-05)	2.7E-04*** (7.2E-05)	3.2E-04*** (7.4E-05)	3.5E-04*** (6.7E-05)	3.4E-04*** (6.6E-05)
Firm Age Squared	-5.3E-06*** (6.4E-07)	-5.4E-06*** (6.6E-07)	-4.5E-06*** (6.9E-07)	-5.1E-06*** (7.1E-07)	-4.6E-06*** (6.3E-07)	-4.4E-06*** (6.3E-07)

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

Variables	AROA Col.1	AROA Col. 2	ROA Col. 3	ROA Col. 4	AROA Col. 5	AROA Col. 6
Firm size	3.4E-02*** (5.0E-03)	3.2E-02*** (5.2E-03)	1.3E-02*** (5.8E-03)	1.3E-02*** (5.9E-03)	3.8E-02*** (4.0E-03)	3.8E-02*** (4.0E-03)
Firm Size Squared	-7.2E-04*** (1.4E-04)	-6.8E-04*** (1.4E-04)	-1.6E-04 (1.6E-04)	-1.6E-04 (1.6E-04)	-8.4E-04*** (1.2E-04)	-8.6E-04*** (1.2E-04)
Growth opportunities	9.0E-03*** (8.5E-04)	8.8E-03*** (8.3E-04)	8.9E-03*** (8.5E-04)	8.8E-03*** (8.3E-04)	9.0E-03*** (8.4E-04)	9.0E-03*** (8.4E-04)
Female directors ratio	-8.1E-03*** (3.0E-03)	-7.3E-03** (3.0E-03)	-9.0E-03*** (3.0E-03)	-7.4E-03** (2.9E-03)	-1.1E-02*** (3.0E-03)	-9.8E-03*** (3.0E-03)
Foreign directors ratio	-1.8E-02*** (4.4E-03)	-1.8E-02*** (4.4E-03)	-1.3E-02*** (4.7E-03)	-1.3E-02*** (4.7E-03)	-2.2E-02*** (4.5E-03)	-1.9E-02*** (4.5E-03)
CEO turnover	-4.8E-03*** (1.6E-03)	-5.4E-03*** (1.6E-03)	-5.1E-03*** (1.6E-03)	-5.7E-03*** (1.6E-03)	-5.1E-03*** (1.5E-03)	-5.1E-03*** (1.5E-03)
Board turnover ratio	-7.6E-03*** (2.6E-03)	-7.1E-03*** (2.6E-03)	-7.8E-03*** (2.6E-03)	-8.3E-03*** (2.4E-03)	-7.1E-03*** (2.6E-03)	-6.9E-03*** (2.6E-03)
Auditing firm presence	-7.6E-03*** (1.1E-03)	-8.8E-03*** (1.1E-03)	-5.7E-03*** (1.2E-03)	-6.8E-03*** (1.2E-03)	-7.1E-03*** (1.1E-03)	-7.3E-03*** (1.1E-03)
Contestability index	6.5E-03*** (9.7E-04)	6.8E-03*** (9.7E-04)	5.7E-03*** (9.9E-04)	5.8E-03*** (9.8E-04)	6.0E-03*** (9.5E-04)	6.2E-03*** (9.4E-04)
Group affiliation dummy	-9.5E-03*** (2.0E-03)	-8.9E-03*** (2.0E-03)	-1.1E-02*** (2.0E-03)	-1.1E-02*** (2.0E-03)	-6.1E-03*** (2.1E-03)	-6.2E-03*** (2.1E-03)
Outside director ratio	.	.	.	.	6.3E-03** (2.9E-03)	3.0E-03 (3.0E-03)
Board interlocks inside Business Group	.	.	.	.	9.3E-05 (1.3E-04)	.
Board interlocks outside Business Group	.	.	.	.	.	1.0E-03*** (2.7E-04)
Directorate reputation	.	.	.	.	2.1E-03 (1.3E-03)	2.7E-03*** (1.0E-03)
Busy directors	.	.	.	.	-8.4E-04** (3.9E-04)	-7.6E-04* (3.9E-04)
Best Director reputation	.	.	.	.	-1.0E-03** (4.6E-04)	-1.3E-03*** (4.7E-04)
Constant	-0.37*** (4.5E-02)	-0.36*** (4.7E-02)	-0.18*** (5.4E-02)	-0.19*** (5.5E-02)	-0.41*** (3.5E-02)	-0.41*** (3.5E-02)
Regression specification	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS
1999 Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industrial sector dummies	No	No	Yes	Yes	No	No
Dummy for residual outliers	No	No	No	No	Yes	Yes

Family Firms and Financial Performance: The cost of growing

Variables	AROA Col.1	AROA Col. 2	ROA Col. 3	ROA Col. 4	AROA Col. 5	AROA Col. 6
Regression Statistics						
Observations	4568	4568	4568	4568	4568	4568
Number of firms	523	523	523	523	523	523
R ² - overall	0.08	0.08	0.10	0.10	0.14	0.14
Wald Test	136 [0.000]	142 [0.000]	214 [0.000]	219 [0.000]	181 [0.000]	181 [0.000]
Specification tests for random effects	.	.	.	.	.	.
Lagrange Multiplier test for RE	477 [0.000]	470 [0.000]	447 [0.000]	441 [0.000]	406 [0.000]	401 [0.000]
Hausman Specification Test	99 [0.000]	128 [0.000]	86 [0.000]	94 [0.000]	58 [0.000]	63 [0.000]

Notes: Robust White–Hubbert standard errors are in parentheses, and p values are in brackets; ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1. These random effect regression results use either the industry-adjusted ROA or the non-adjusted ROA as the dependent variable. The estimation of a firm’s performance’s determinants displays the full model, which takes into account all family involvement variables. Cols. 5–6 incorporate a dummy for residual outliers, and includes additional variables related to firm board structure. All regressions have a year dummy for 1999, to control for a Colombian economic recession.

Several variables control for a firm’s corporate best practices and board structures. There are four main results. Outside directors have a positive impact on firms’ performance. According to Pombo and Gutierrez (2011), this result shows that the appointment of independent directors by dominant blockholders offsets the discount of firm valuation in markets with weak investor protection. The study sample is dominated by privately held firms with blockholders affiliated with a given business group. Despite not being required to appoint outside directors, these firms in fact do so because some of the firms belonging to business groups are public and subject to governance standards and best practices codes (Cols. 5 and 6).

Board interlocks matter for firm performance. In particular, outside busy directors have a positive effect on firms’ ROA (industry-adjusted). This result suggests that these board members are valued for their managerial experience and business-specific knowledge that helps to shape more professional boards (Col. 6). The overall positive effect of directorate reputation captures the same feature. However, holding too many appointments causes the opposite effect. Best director reputation, which measures the average number of seats that

the most connected director holds, exhibits a negative regression coefficient. This result corroborates the busyness hypothesis, which stresses that an over-committed director will lose a leadership role because too many active appointments imply rent-seeking behavior (Ferris et al., 2003). High CEO and board turnovers affect negatively firm performance as expected because of the time needed to readjust a firm's long-term strategic focus after changes in top management, and the presence of auditing firms also has a negative impact on firm performance, which is consistent with auditors' more rigorous standards when evaluating firms' financial statements and trustworthy information disclosure.

Blockholder contestability is a market mechanism that affects positively firm performance. The estimating results show that firm ROA rises 0.06 percent on average by a 10 percent increase in the contestability index. This result is consistent with Jara-Bertin et al. (2008) for Europe and Gutierrez and Pombo (2009) for Colombia based on sample of publicly held corporations. However there is a negative impact on firm performance when the firm is affiliated with a business group. Morck et al. (2005) argue that the controlling owner in pyramidal groups can tunnel wealth between pyramid firms to generate greater private benefits through related transactions with artificial prices. The consequence is inefficient resource allocation at the firm level (Wook, 2003). The empirical model also control for firm idiosyncratic characteristics, such as firm age, size, growth opportunities and the fraction of foreign and female directors. The last two capture board diversity. Regression coefficients are negative and opposite to what expected regarding the causality between director diversity and firm performance. Two arguments arise to support such result. The effect of gender diversification is biased when the fraction of women directors are family related. Two, foreign directors are located within independent firms sample formed mainly by multinational subsidiaries. Thus, the result might be attributable to net earnings remittances.

Last, the regression specification tests consistently reject the null hypothesis of no individual effects, according to the Lagrange multiplier test. Thus, the error component model is assumed as the true specification, where individual effects are fixed or random. The random effects model is assumed as the true model because of the variables that are object of analysis are those related with family involvement, which are time invariant dummies⁹.

9 The null hypothesis in the Hausman test assumes that the random effects model

Partial Effects of Family Involvement

This section considers the partial effects related to the different categories of family involvement and firm ROA (industry adjusted). **Table 4** summarizes these effects, derived from the regression coefficients of direct family involvement variables reported in the performance regressions. The table sort results by firm age (young firms, average-aged firms, and old firms), firm size (small, medium and large firms) and management type (founder and heirs). The partial derivatives for firm's age are evaluated at the cutoff points for whether a given firm is young (5th percentile, 2 years), average-aged (50th percentile, 25 years), or old (95th percentile, 76 years). Firm size (log assets) is also evaluated at the 5th, 50th and 95th percentiles.¹⁰ The first three rows in each panel show the single effect of each involvement variable.

The overall change of firm ROA when the founder serves as CEO is equal to

$$\frac{\partial \text{AROA}}{\partial \text{Dummy}_{\text{F-CEO}}} = \beta_{\text{F-CEO}} + \beta_{\text{F-CEO} \times \text{Firm.size}} \times \text{Firm.Size} \quad (2)$$

Similarly, the effect of family involvement, given that the family is the largest blockholder, is equal to:

$$\frac{\partial \text{AROA}}{\partial \text{Dummy}_{\text{Fam-Own}}} = \beta_{\text{Fam-Own}} + \beta_{\text{Fam-Own} \times \text{Firm.Size}} \times \text{Firm.Size} + \beta_{\text{Fam-Own} \times \text{Firm.Age}} \times \text{Firm.Age} \quad (3)$$

is the true model and the variance-covariance matrix (VCE) is efficient. Therefore, one cannot reject the null hypothesis that the difference in regression coefficient is systematic between the fixed versus random effects specifications. The full specification displayed in regression equations 1 to 6 failed to pass the Hausman specification test. However in presence of heteroscedastic residuals, which is the case, the scope of this test is limited. Instead, what is recommended is to apply related tests based on bootstrapping methods (Cameron and Trivedi, 2010). We run reduced empirical models (not shown) that passed the Hausman test, but with high costs in terms of explanatory power. Hence, the random effects model is chosen.

10 Panel A uses the 5th percentile, Panel B uses the 50th percentile, and Panel C uses the 95th percentile. The 5th, 50th and 95th percentiles for firm age are 2, 25 and 76 years, respectively, and for firm size (as the natural log of the book value of total assets), the numbers are 14.6, 17.5 and 21.5, respectively (1 million, 22 million and 1.2 billion U.S. dollars).

To evaluate the involvement effect attributable to family control, we take the partial derivate of ROA with respect to the indirect control dummy (e.g., pyramidal ownership) plus the partial derivate of the ROA with respect to the control that the family exerts from boards. In that sense, for the latter we take the median of the family board ratio, which is equal to 16.6 percent, that is

$$\frac{\partial AROA}{\partial Dummy_{Ind_Fam-Control}} + \frac{\partial AROA}{\partial Fam_Board} = \beta_{Ind.Fam.Control} + \beta_{Ind.Fam.Control \times Firm.Size} \times Firm.Size + \beta_{Ind.Fam.Control \times Firm.Size} \times Firm.Age + \beta_{FamilyBoard[\%] \times 0.166} \quad (4)$$

For the remaining cases, the partial effects follow the same logic and structure. The results for young and small firms (Panel A) exhibit a positive effect when the founder is also the company's CEO and family involvement is solely through management (0.022). In contrast, heirs do not perform well (−0.0025). The other forms and combinations of involvement by a family with blockholder power through either direct or indirect ownership are positive. The greater effect arises when the founder is the firm's CEO and the family is present in each of the three dimensions this study considers. This situation yields an additional return on assets of 3.6 percent (adjusted by industry). It is important to keep in mind that the coefficients of founder's heirs are not statistically significant in the regression equations. Some studies report negative effects when heirs are running the company. These results suggest that, on average, heirs do not have a clear impact on firm performance. There is no consensus about the role and impact of heirs. Villalonga and Amit (2006) argue that the negative effect is located in the second generation.

TABLE 4
PARTIAL EFFECTS OF FAMILY INVOLVEMENT ON FINANCIAL PERFORMANCE

Panel A: young and small firms			
Family involvement	Family CEO	Founder CEO	Heir CEO
Management	-0.003	0.022	-0.002
Ownership	0.007	0.003	0.003
Control	0.011	0.010	0.010
Management and ownership	0.005	0.025	0.001
Management and control	0.008	0.032	0.007
Panel A: young and small firms			

Family Firms and Financial Performance: The cost of growing

Family involvement	Family CEO	Founder CEO	Heir CEO
Ownership and control	0.018	0.013	0.013
Management, ownership and control	0.017	0.036	0.011
Panel B: median age and size firms			
Family involvement	Family CEO	Founder CEO	Heir CEO
Management	-0.003	-0.002	-0.002
Ownership	-0.008	-0.007	-0.007
Control	-0.003	-0.003	-0.003
Management and ownership	-0.011	-0.009	-0.010
Management and control	-0.006	-0.004	-0.005
Ownership and control	-0.011	-0.010	-0.010
Management, ownership and control	-0.011	-0.011	-0.012
Panel C: old and big firms			
Family involvement	Family CEO	Founder CEO	Heir CEO
Management	-0.003	-0.034	-0.002
Ownership	-0.023	-0.018	-0.018
Control	-0.012	-0.011	-0.011
Management and ownership	-0.026	-0.052	-0.020
Management and control	-0.015	-0.045	-0.013
Ownership and control	-0.035	-0.029	-0.029
Management, ownership and control	-0.036	-0.062	-0.030

Notes: The table shows the partial effects of the different levels of family involvement over the firms' financial performance. Panel A shows the family effect for young and small firms; Panel B shows the family effect for median age and size firms; and Panel C shows the family effect for old and big firms. Firm age and size were evaluated at the variable distribution fifth percentile in Panel A. Panel B uses the 50th percentile, and Panel C uses the 95th percentile. The 5th, 50th and 95th percentiles for firm age are 2, 25 and 76 years, respectively; for firm size (as the natural log of the book value of total assets), the numbers are 14.6, 17.5 and 21.5, respectively (1 million, 22 million and 1.2 billion U.S. dollars).

Panel B presents the results for medium-sized firms of up to \$22 million in book value assets and 25 years old. Family involvement has a negative impact on firm performance in all cases. The same results, but with large size effects, are seen in the sample of larger and older firms in Panel C (those older than 76 years or so and book assets exceeding \$1 billion). This suggests that family

involvement in management does not add value to an old family business but that founders as managers are crucial in the initial stage of business development. The impact of the founder decreases as the firm gets older and bigger. Similar dynamics occur with ownership and control dimensions, which are positively associated with financial performance but only at the initial step of the business development. In particular, these companies get a 2.86 percent lower ROA when a founding-family member remains as the firm's CEO and is still the top blockholder. This effect gets worse when the family is involved in the different dimensions (management, ownership, and control) we are analyzing. Almeida and Wolfenzon (2006) and Caprio and Croci (2008) argue that a high level of family involvement could increase expropriation opportunities and hurt firms' value. The above results are in accordance with our working hypotheses and the arguments in Fama and Jensen (1983), who posit that the management, ownership, and control functions within firms change as the firm evolves. At the beginning, all of these dimensions are usually on the shoulders of one person, the founder. However, as the firm gets bigger and more complex, family involvement hurts firms' value.

Robustness Checks

The corporate finance literature stresses the potential endogeneity between corporate governance fundamentals and firm valuation or performance that leads to biased and inefficient regression coefficients. Following the literature, this paper tackles the endogeneity issues in the empirical model, by including robustness checks based on lagged variables, instrumental variables and two-stage least squares estimations. Three variables are considered to have a circular relation with financial performance: leverage, family ownership and family CEO.

Table 5 displays the main results. The first and second regressions (Cols.1 and 2) consider long term debt as endogenous variable. The original regressions show a negative and significant relation between performance and leverage. In particular, if long-term indebtedness increases by 10 percent, the ROA (industry-adjusted) will decrease by 0.6 percent. Following the corporate finance literature, we interpret the negative relation between debt and financial performance as a direct consequence of increasing financial distress cost (tradeoff theory) as the firm's debt level increases. However, consistent with the pecking order theory, in a context of high informational asymmetries, more profitable firms tend to have lower debt levels and so avoid finance costs and loss of control rights.

TABLE 5
FIRM PERFORMANCE: ROBUSTNESS CHECKS (FEASIBLE GENERALIZED LEAST SQUARES (FGLS) – INSTRUMENTAL VARIABLES REGRESSIONS). DEPENDENT VARIABLE: INDUSTRY ADJUSTED RETURN ON ASSETS (AROA)

Variables	Industry-Adjusted Return on Assets (AROA)		
	Col.1	Col.2	Col.3
Growth opportunities	8.5E-03*** (8.3E-04)	8.4E-03*** (8.3E-04)	8.8E-03*** (8.3E-04)
Female directors ratio	-6.4E-03** (3.0E-03)	-6.1E-03** (3.0E-03)	-7.7E-03** (3.0E-03)
Foreign directors ratio	-1.8E-02*** (4.5E-03)	-1.7E-02*** (4.5E-03)	-1.7E-02*** (4.4E-03)
CEO turnover	-5.1E-03*** (1.6E-03)	-4.9E-03*** (1.6E-03)	-5.4E-03*** (1.6E-03)
Board turnover ratio	-6.5E-03** (2.6E-03)	-7.6E-03** (2.6E-03)	-6.8E-03** (2.6E-03)
Auditing firm presence	-8.1E-03*** (1.1E-03)	-8.1E-03*** (1.1E-03)	-8.6E-03*** (1.1E-03)
Contestability index	6.7E-03*** (9.8E-04)	6.8E-03*** (9.7E-04)	6.9E-03*** (9.8E-04)
Group affiliation dummy	-6.3E-03*** (2.0E-03)	-5.8E-03*** (2.0E-03)	-9.1E-03*** (2.0E-03)
Constant	-0.34***	-0.34***	-0.37***
Intrumented variable	leverage		Fam_own
Lagged variagle		leverage	
Regression specification	FGLS-IV	FGLS-IV	FGLS-IV
1999 Year dummy	Yes	Yes	Yes
Industrial sector dummies	No	No	No
Dummy for residual outliers	No	No	No
Observations	4,568	4,568	4,568
Number of firms	523	523	523
R ² – overall	0.0726	0.0719	0.083
Wald Test	129.12 [0.000]	128.02 [0.000]	138.06 [0.000]

Notes: Robust standard errors are in parentheses, p values are in brackets; ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1. This table displayed the IV-2SLS estimates. The instrumented equations take into account leverage, family control, and family CEO including whether the CEO is the founder or heir. Col. 1 takes as instruments the long-term leverage using asset tangibility and the lagged long-term leverage as instruments plus the other exogenous variables included in the instrumented equation (vector Z). Col. 2 shows a specification with the lag of the long-term leverage ratio. Col. 3 shows the result of the IV-2SLS regression using an instrumented family ownership. The used instruments are volatility, asset tangibility and the lagged family ownership and the other exogenous variables included in the instrumented equation (vector Z). All regressions have a year dummy for 1999, to control for a Colombian economic recession, and standard errors corrected by heteroscedasticity.

The first regression (Col.1) uses asset tangibility (Aivasian et al., 2005) and the lagged long-term leverage as the main exogenous instruments to build an instrumented long-term leverage. The marginal effect on firm ROA (industry-adjusted) is negative and statistically significant at 1 percent level. In particular, if long-term indebtedness increases by 10 percent, the ROA (industry-adjusted) will decrease by 0.5 percent, similar in size to the regression coefficient of the RE estimates (-0.06). The second column shows a specification with the lag of the long-term leverage ratio.

The relation between financial performance and ownership is endogenous. On the one hand, direct ownership leads to better supervision (lower agency costs) that translates into better financial performance; on the other hand, families or other blockholders could decide to keep their stakes in firms they expect to perform well in the future (Villalonga and Amit, 2006; Anderson and Reeb, 2003). Demsetz and Lehn (1985) argue that ownership is a function of firm size and risk, and Himmelberg et al. (1999) posit that ownership concentration could also be a function of a firm's asset tangibility. Col. 3 in the table considers family ownership as the endogenous variable and uses volatility, asset tangibility and the lagged family ownership as its main instruments. Family ownership is a dummy variable that depicts whether the founding family is still the larger blockholder. Despite that the instrumented variable is a dichotomous variable, the first stage estimation is based on OLS procedure rather than logit or probit regressions because these specifications might harm the consistency of the estimates (Angrist and Krueger, 2001; Bannedsen et al., 2007). The main observation is that regression coefficients usually keep the sign, magnitude and significance with respect to the original RE regression (Col. 3- table 4). The instrumented equation shows similar effects of family ownership and indirect family control on firms' ROA (industry-adjusted).

Bannedsen et al. (2007) consider family management and financial performance as another endogenous relation. The result might be biased because of two effects. While family managers could yield better financial performance for reasons previously discussed (lower agency costs, long-term vision, and specific knowledge about the firm's operation) appointment of a family manager could signal the firm's prospects ex ante since families might decide to hire a more experienced external manager if the firm's prospects are poor. They use the gender of the first-born child to tackle the endogeneity issue in their study of family succession. They argue that gender influences the likelihood of family succession but is not related to financial performance. However, we could not

performance this test given the lack of specific information about gender of the first-born child inside the families in our database.

The econometric analysis includes other model specifications by using an alternative measure for performance: a dummy variable that takes the value of 1 when the firm reports positive net earnings, and zero otherwise (*profit dummy*). These estimates are similar to those reported in Table 3.

6.5. Conclusions

This study evaluates the impact of family involvement on firms' financial performance in Colombia. The dataset has the added value of including firms affiliated with the largest non-financial conglomerates, formed mainly by privately held companies. Listed affiliated companies complement the data. This is one of the few studies for emerging markets in general and for Latin America in particular whose results are driven by a study sample dependent on privately held firms. The empirical findings show significant differences in financial performance between family and non-family firms. We analyzed family involvement in three different dimensions (management, ownership and control) and found a positive family effect for small and young firms, especially when the founder is in charge. For larger firms or firms managed by heirs, this family effect becomes dilute and turns out negative in some cases.

The study shows that affiliated firms tend to have lower financial performance compared with non-affiliated firms. This is consistent with Morck et al. (2000), who show that heirs whose wealth is representative of the country's GDP are entrenched and the performance of their companies tends to be poor. Morck et al. (2005) also argue that the controlling blockholder in pyramidal groups is able to divert funds in order to get private benefits, by orchestrating inter-corporate transactions at artificial prices. However, tunneling is offset by blockholder control contestability, which reinforces the finding of Gutierrez and Pombo (2009) for listed firms in Colombia. The findings in this study are in accordance with the theoretical arguments of Fama and Jensen (1983). They posit that in non-complex organizations there is a natural blend of management, ownership, and control by a few people (e.g., a family). However, as firms grow in complexity, management and ownership tend to separate to gain efficiency, and management and control tend to separate to reduce agency costs. The empirical evidence of this study shows that family involvement plays a central

role in the financial performance of small and young firms. However, as firms grow, family involvement must be separated to increase efficiency and improve overall corporate governance practices.

6.6. Acknowledgments

Funding from the University of the Andes School of Management Research Committee and CESA School of Business is fully acknowledged. We thank Randall Morck, Vikas Mehrotra, Belén Villalonga, Luis–Fernando Melo, Andrés García, the conference participants at the 2010 meetings of the Brazilian Finance Society, the 2011 meetings of the Business Association of Latin American Studies (BALAS) and the 2012 Midwest Finance Association annual meeting. We also thank the Superintendence for Commercial Societies (Superintendencia de Sociedades) and the Colombian Confederation of Chambers of Commerce (Confecámaras) for their help in accessing the raw micro-data on boards, ownership and notes to the financial statements for the non-listed corporations included in the dataset. Thanks also to Luis H. Gutiérrez, who provided updated measurements of voting rights.

APPENDIX A

VARIABLE DEFINITIONS AND METHODOLOGY

Family Involvement Variables	
Family CEO	Dummy variable equal to 1 if the CEO has the founding family last name, and 0 otherwise.
Founder CEO	Dummy variable equal to 1 if the CEO is the founder of the firm, and 0 otherwise.
Heir CEO	Dummy variable equal to 1 if the CEO is a founder' heir, and 0 otherwise.
Gender of the Family CEO	Dummy variable equal to 1 if the gender of the family CEO is male, and 0 otherwise.
Family Ownership	Dummy variable equal to 1 if the firm has the founding family as the largest shareholder, and 0 otherwise.
Indirect Family Control	Dummy variable equal to 1 if the family has the control of largest blockholder's firm through indirect ownership, and 0 otherwise.
Family directors ratio	Percentage of directors who have the same CEO last name or the same founding family last name.
Performance Variables	
Return on Assets - ROA	Return on assets after interest, tax, depreciation and amortization (or net income) divided by total assets.

Family Firms and Financial Performance: The cost of growing

Industry-Adjusted Return on Assets - AROA	Industry-Adjusted Return on Assets as the difference between the company's annual return less the median return of the industry for all firms belonging to defined industrial categories.
Profit dummy	Dummy variable equal to 1 when the firm <i>i</i> reported profit in the year <i>t</i> , and 0 otherwise.
Financial and Firm Characteristics Variables	
Adjusted Long term leverage	Industry-Adjusted Long term Leverage as the difference between the company's ratio of long term liabilities divided by the sum of long term liabilities and book value of equity less the median Long term leverage of the industry for all firms belonging to defined industrial categories.
Dividend ratio	Amount of dividend payout divided by total assets. The amount of dividend payout was taken from Colombia's Superintendence for Commercial Societies (SSOC) reports for listed and non-listed firms.
Firm Age	Firm age as the number of years since the firm's inception.
Firm Age Squared	Square of firm age
Firm size	Firm size as the natural log of the book value of total assets.
Firm Size Squared	Square of firm size
Assets tangibility	Tangibility as the sum of inventories and fixed tangible assets divided by total assets.
Growth opportunities	Firm's growth opportunities as the real percentage growth in sales.
Firm volatility	Firm risk (Volatility) as the standard deviation of the operating margin for the previous three years.
Group Affiliation dummy	Dummy variable equal to 1 if the firm is affiliated with a business group, and 0 otherwise.
Corporate Governance Variables	
Board size	Total number of directors. Includes principals and substitutes.
Outside director ratio	Percentage of board members who have not been managers of the firm, who were never managers in any related firm, who do not sit on any of the boards of related firms and do not have family ties with founding family or the CEO as far as the scope of the sample allows us to tell. That is, checking the accomplishment of these requirements for each director taking into consideration the information we have in our sample between 1996 and 2006.
Female directors ratio	Percentage of board seats occupied by women.
Foreign directors ratio	Percentage of board seats occupied by foreigners.
Board turnover ratio	Percentage of directors of year <i>t</i> that are no longer on the board at year <i>t</i> +1.
Directorate reputation	Total number of external directorships held by board members within firms affiliated with business group or other businesses groups divided by board size.

Board interlocks inside Business Group	Total number of external directorships held by the board members within firms affiliated with the business group. Restricted only to firms in the sample.
Board interlocks outside Business Group	Total number of external directorships held by a board members within firms affiliated with other business groups. Restricted only to firms in the sample.
Busy directors	Total number of busy directors. A busy director is a dummy variable equal to 1 if the number of directorships held by a board member within firms affiliated with the business group or in other firms is more than two, and 0 otherwise.
Best Director reputation	Maximum number of external seats (chairs) held by a single individual in a given firm's board of directors.
CEO Turnover	Dummy variable equal to 1 when there is a change in CEO for each firm i and for each year t , and 0 otherwise.
CEO board dummy	Dummy variable equal to 1 if a firm's CEO sits on its board, and 0 otherwise.
Auditing firm	Dummy variable equal to 1 if the audit of financial statements is done by a firm, and 0 otherwise.
Ownership and Control Variables	
Equity 1	The fraction of cash flow rights held by the largest blockholder.
Votes 1	The fraction of voting rights held by the largest blockholder.
Equity-voting ratio 1	The cash flow rights divided by voting rights for the largest blockholder.
Contestability Variables	
HI -Concentration votes	Herfindal concentration index. The sum of the squares of the four largest voting stakes. $[(\text{votes } 1)^2 + (\text{votes } 2)^2 + (\text{votes } 3)^2 + (\text{votes } 4)^2]$.
HI-differences votes	The sum of the squares of the differences between the first and second largest voting stakes, the second and the third largest voting stakes and the third and fourth largest voting stakes: $[\text{votes } 1 - \text{votes } 2]^2 + [\text{votes } 2 - \text{votes } 3]^2 + [\text{votes } 3 - \text{votes } 4]^2$.
Contestability Index	As the voting stakes of the second and third blockholder relative to the largest voting block. $CI = (\text{votes } 2 + \text{votes } 3)/\text{votes } 1$.

6.7. References

- [1]. Adams, R., Almeida, H., Ferreira, D. 2009. Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance. *Journal of Empirical Finance* 16 (1), 136–150.
- [2]. Aivazian, V., Geb, Y., Qiuc, J. 2005. The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance* 11(1–2), 277–291.

- [3]. Almeida, H., Wolfenzon, D. 2006. A theory of pyramidal ownership and family business groups. *Journal of Finance* 61 (6), 2637–2680.
- [4]. Anderson, R., Reeb, D. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58 (3), 1301–1328.
- [5]. Andres, C. 2008. Large shareholders and firm performance – an empirical examination of founding–family ownership. *Journal of Corporate Finance* 14 (4), 431–445.
- [6]. Asquith, P., Mullins, D. 1983. The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of Business* 56 (1), 77–96.
- [7]. Angrist, J., Krueger, A. 2001. Instrumental variables and the search for identification: From supply and demand to natural experiments. *Journal of Economics Perspectives* 15 (4), 69–85.
- [8]. Baek, J., Kang, J., Park, K. S. 2004. Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics* 71 (2), 265–313.
- [9]. Barclay, M., Holderness, C. 1989. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics* 25 (2), 371–395.
- [10]. Barth, E., Gulbrandsen, T., Schøne, P. 2005. Family ownership and productivity: The role of owner-management. *Journal of Corporate Finance* 11 (1–2), 107–127.
- [11]. Bennedsen, M., Nielsen, K., Perez-Gonzalez, F., Wolfenzon, D. 2007. Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *Quarterly Journal of Economics* 120 (2), 647–691.
- [12]. Bertrand, M., Schoar, A. 2006. The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives* 20 (2), 73–96.
- [13]. Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K. Schoar, A. 2008. Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them. *Journal of Financial Economics* 88 (3) 466–498.
- [14]. Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell Journal of Economics* 10 (1), 259–270.
- [15]. Black, B., Hasung, J., Kim, W. 2006. Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance* 12 (3), 660–691.

- [16]. Black, B., Carvalho, A., Grogan, E. 2010. Corporate Governance in Brazil. *Emerging Markets Review* 11 (1), 21-38.
- [17]. Burkart, M., Panunzi, F., Shleifer, A. 2003. Family firms. *Journal of Finance* 58 (5), 2167–2202.
- [18]. Cameron, C.A., Trivedi, P. 2010. *Microeconometrics Using Stata* (College Station: STATA Press).
- [19]. Caprio, L., Croci, E. 2008. The determinants of the voting premium in Italy: The evidence from 1974 to 2003. *Journal of Banking & Finance* 32 (11), 2433–2443.
- [20]. Céspedes, J., González, M., Molina, C.A., 2010. Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research* 63(3), 248–254.
- [21]. Chong, A., López-de-Silanes, F. 2007. Corporate Governance in Latin America. Inter-American Development Bank, Working paper 59, University of Amsterdam.
- [22]. Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (1–2), 81–112.
- [23]. Claessens, S., Fan, J., Lang, L. 2006. The benefits and costs of group affiliation: evidence from East Asia. *Emerging Markets Review* 7 (1), 1-26.
- [24]. Claessens, S., Yurtoglu, B. 2012. Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey. *Emerging Markets Review*, forthcoming.
- [25]. Coffee, J. 1999. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review* 93 (3), 641–708.
- [26]. Cucculelli, M., Micucci, G. 2008. Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *Journal of Corporate Finance* 14 (1), 17-31.
- [27]. Demsetz, H., Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93 (6), 1155–1177.

- [28]. Demsetz, H., Villalonga, B. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7(3), 209–233.
- [29]. Djankov, S., McLiesh, C., Shleifer, A., 2007. Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics* 84 (2), 299–329.
- [30]. Ehrhardt, O., Nowak, E. 2001. Private benefits and minority shareholder expropriation – Empirical evidence from IPOs of German family owned firms. CFS Working Paper 2001/10.
- [31]. Fahlenbrach, R. 2009. Founder–CEOs, investment decisions, and stock market performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (2), 439–66.
- [32]. Fama, E., Jensen, M. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2), 301–325.
- [33]. Fan, J., Wei, K., Xu, X. 2011. Corporate finance and governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research, *Journal of Corporate Finance* 17(2), 207–217.
- [34]. Ferris, S., Jagannathan, M., Pritchard, A.C. 2003. Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *Journal of Finance* 58 (3), 1087–1111.
- [35]. González, M., Guzmán, A., Trujillo, M. 2010. role of heirs in family businesses: The case of Carvajal. *Innovar* 20(36), 49–66.
- [36]. González, M., Guzmán, A., Pombo, C., Trujillo, M. 2012. Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*. Forthcoming.
- [37]. Gutierrez, L.H., Pombo, C. 2009. Corporate ownership and control contestability in emerging markets: The case of Colombia. *Journal of Economics and Business* 61 (2), 112–139.
- [38]. Gutierrez, L.H., Pombo, C., Taborda, R. 2008. Ownership and control in Colombian corporations.
- [39]. *Quarterly Review of Economics and Finance* 48 (1), 22–47.
- [40]. Himmelberg, C., Hubbard, R. G., Palia, D. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership. *Journal of Financial Economics* 53 (3), 353–384.

- [41]. James, H. 1999. Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of Economics of Business* 6 (1), 41–56.
- [42]. Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F., López-de-Foronda, O. 2008. The contest to the control in European family firms: How other shareholders affect firm value. *Corporate Governance: An International Review* 16 (3), 146–159.
- [43]. Jensen, M., Meckling, W. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305–360.
- [44]. Johnson, S., La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. 2000. Tunneling. *The American Economic Review* 90 (2), 22–27.
- [45]. Kearney, C. 2012. Emerging markets research: Trends, issues and future directions. *Emerging Markets Review* 13 (2), 159–183.
- [46]. King, M., Santor, E. 2008. Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance* 32 (11), 2423–2432.
- [47]. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. 1997. Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance* 52 (3), 1131–1150.
- [48]. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. 1998. Law and Finance. *The Journal of Political Economy* 106 (6), 1113–1155.
- [49]. La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2), 471–517.
- [50]. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2006. What works in securities laws? *Journal of Finance* 61 (1), 1–32.
- [51]. Lease, R., McConnell, J., Mikkelsen, W. 1984. The market value of differential voting rights in closely held corporations. *Journal of Business* 57 (4), 443–467.
- [52]. Martikainen, M., Nikkinen, J., Vähämaa, S. 2009. Production functions and productivity of family firms: evidence from the S&P 500. *Quarterly Review of Economics and Finance* 49 (2), 295–307.
- [53]. Maquieira, C., Preve, L., Sarria-Allende, V. 2012. Theory and practice of corporate finance: Evidence and distinctive features in Latin America. *Emerging Markets Review* 13(2), 118–148.

- [54]. Maury, B. 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations, *Journal of Corporate Finance* 12 (2), 321–341.
- [55]. Maury, B., Pajuste, A. 2005. Multiple large shareholders and firm value, *Journal of Banking & Finance* 29 (7), 1813–1834.
- [56]. McConnell, J., Servaes, H. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics* 27 (2), 595–612.
- [57]. Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R., Cannella Jr., A. 2007. Are family firms really superior performers?. *Journal of Corporate Finance* 13 (5), 829–858.
- [58]. Miller, M., Rock, K. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40 (4), 1031–1051.
- [59]. Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (1–2), 293–315.
- [60]. Morck, R., Stangeland, D., Yeung, B. 2000. Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The canadian disease, in *Concentrated corporate ownership* (R. Morck, ed., Chicago: University of Chicago Press, pp. 319–369).
- [61]. Morck, R., Wolfenzon, D., Yeung, B. 2005. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature* 43 (3), 655–720.
- [62]. Myers, S., Majluf, N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 (2), 187–221.
- [63]. Pérez-González, F. 2006. Inherited control and firm performance. *American Economic Review* 96 (5), 1559–1588.
- [64]. Pombo, C., Gutierrez, L. 2011. Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups. *Journal of Economics and Business*, 63 (4), 251–277.
- [65]. Rozeff, M. 1982. Growth, beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5 (3), 249–259.

- [66]. Saito, T. 2008. Family firms and firm performance: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 22 (4), 620–646.
- [67]. Schulze, W., Lubatkin, M., Dino, R. 2003. Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal* 46 (2), 179–194.
- [68]. Shleifer, A., Vishny, R. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3), 461–488.
- [69]. Shleifer, A., Vishny, R. 1989. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics* 25 (1), 123–139.
- [70]. Smith, B., Amoako–Adu, B. 1999. Management succession and financial performance of family controlled firms. *Journal of Corporate Finance* 5 (4), 341–368.
- [71]. Stein, J. 1988. Takeover threats and managerial myopia. *Journal of Political Economy* 96 (1), 61–80.
- [72]. Stein, J. 1989. Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *Quarterly Journal of Economics* 104 (4), 655–669.
- [73]. Stulz, R. 1988. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20 (1), 25–54.
- [74]. Villalonga, B., Amit, R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics* 80 (2), 385–417.
- [75]. Villalonga, B., Amit, R. 2009. How Are U.S. Family Firms Controlled?. *Review of Financial Studies* 22 (8), 3047–3091.
- [76]. Wook, S. 2003. Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics* 68 (2), 287–322.

7. FAMILY FIRMS AND DEBT: RISK AVERSION VERSUS RISK OF LOSING CONTROL¹⁻²⁻³

Abstract

This study examines the effect of family management, ownership, and control on capital structure for 523 Colombian firms between 1996 and 2006. The study finds that debt levels tend to be lower for younger firms when the founder

1 This paper was originally published in the *Journal of Business Research*. The reference is as follows: González, Maximiliano, Alexander Guzmán, Carlos Pombo and María Andrea Trujillo (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control, *Journal of Business Research* 66(11):2308-2320. Este artículo fue publicado originalmente en la Revista *Journal of Business Research*. La referencia bibliográfica es la siguiente: González, Maximiliano, Alexander Guzmán, Carlos Pombo y María Andrea Trujillo (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control, *Journal of Business Research* 66(11):2308-2320.

2 Authors are grateful for the helpful comments and suggestions of Olubunmi Faleye (the editor), two anonymous referees, Randall Morck, Vikas Mehrotra, Belén Villalonga, Luis-Fernando Melo, Urbi Garay, Andrés García-Suaza, the conference participants at the 2011 meetings of the Latin American Research Consortium (LARC), the World Finance Conference and the Business Association of Latin American Studies (BALAS). The authors also thank the Superintendence for Commercial Societies (Superintendencia de Sociedades) and the Colombian Confederation of Chambers of Commerce (Confecámaras) for their help in accessing the raw micro-data on boards, ownership and notes to the financial statements for the unlisted corporations in the dataset. Funding from the University of the Andes School of Management Research Committee and from the

or one of his heirs acts as manager, but trends higher as the firm ages. When family involvement derives from direct and indirect ownership, the family-debt relationship is positive, consistent with the idea that external supervision accompanies higher debt levels and reduces the risk of losing control. When families are present on the board of directors (but are not in management), debt levels tend to be lower, suggesting that family directors are more risk-averse. The results stress the tradeoff between two distinct motivations that determine the capital structure of family firms: Risk aversion pushes firms toward lower debt levels, but the need to finance growth without losing control makes family firms to prefer higher debt levels.

Keywords

Family businesses, Family control, Capital structure, Colombia

JEL classification: G3, G32

7.1. Introduction

La Porta, López-de-Silanes and Shleifer (1999) show that families and their heirs control the majority of firms around the world. They actively participate in management and governance activities, and a primary corporate goal is to transfer the company to future generations (Basu, Dimitrova and Paeglis, 2009). Although the corporate finance literature on family firms is rapidly growing, many questions remain about how families influence firms' financial decisions. Following the recent literature (e.g., Bertrand and Schoar, 2006; Villalonga and

Colegio de Estudios Superiores de Administración – CESA is fully acknowledged. Thanks also to Luis H. Gutiérrez who provided updated measurements of voting rights series from the Gutiérrez and Pombo (2009) study.

3 Maximiliano González. School of Management, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia. [maxgonza@uniandes.edu.co].

Alexander Guzmán. CESA School of Business, Bogotá, Colombia. [alexander.guzman@cesa.edu.co].

Carlos Pombo. School of Management, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia. [cpombo@uniandes.edu.co].

María Andrea Trujillo. CESA School of Business, Bogotá, Colombia. [maria.trujillo@cesa.edu.co].

Amit, 2006), this study asks how family involvement in terms of management, ownership, and control impacts firm's capital structure.

The corporate finance literature has studied the debt-related agency problem since Jensen and Meckling (1976), and Myers and Majluf (1984). However, the role of families in the agency-debt relation is a recent research topic. Wiwattanakantang (1999) argues that family ownership helps to reduce the agency cost of debt. In line with this finding, Anderson, Mansi and Reeb (2003) show that U.S. family firms tend to have lower debt cost, likely because of the long-term horizon typical for this type of business and management's concern for reputation.

Based on a comprehensive firm-level unbalanced panel of 523 mainly private Colombian firms for the 1996-2006 period, this study finds that debt levels are contingent on whether and how families are involved in their firms (as shareholders, board members, or managers). Firm age and family generation further moderate the effects. Specifically, the results show that debt levels are lower when families are involved in management. Further, this negative relation is stronger when the founder remains active as manager, in contrast to when heirs are in charge. However, as the firm gets older this relation tends to change and become positive, which supports the control argument in which founders tend to be more risk-averse but family members prefer debt to equity when losing control is an issue. The family-debt relationship is also positive when families exert control through direct or indirect ownership (e.g., pyramidal group structures) without direct participation in the firm's management. These findings accord with the idea that more supervision comes with higher debt levels (Stulz, 1988) and it reduces the risk of losing firm's control. Yet, firm leverage is lower when family members exert control by participating on the board of directors (but not in management). This suggests a substitution effect between direct family control and indirect creditor control, as well as a higher risk aversion for family directors.

This study makes two main contributions to business research. First, to the best of our knowledge this paper is among the first to examine how family involvement matters in capital structure decisions. In doing so, it brings the literature on family firms closer to the broader field of corporate finance. Anderson and Reeb (2003) also addressed the impact of families on financing decisions, but they focus on large S&P500 industrial firms. Our paper tackled the different dimensions through which families can influence firms' decisions, focusing on not only management, ownership and control, but also combining

them. Second, the paper is one of very few to use a sample that includes private firms and not only publicly listed firms. Even though the sample is focused on Colombia, this paper contributes to a better understanding of privately held firms worldwide, which is an understudied subject mainly because of the difficulty of obtaining detailed firm-level information. Colombian institutional characteristics make access to this information possible.

The paper has the following structure. To support the working hypotheses, Section 2 reviews the literature regarding the relation between family involvement and firm capital structure in terms of management, ownership and control. Section 3 describes the data and sources. Section 4 presents the main results regarding family involvement in financing decisions. Section 5 reports several robustness checks, and section 6 concludes.

7.2. Family involvement and capital structure

Of growing importance in the literature is the recognition that a family is not necessarily a united entity. Villalonga and Amit (2006) differentiate among the three different ways families can be involved in a given business: management, ownership, and control. From management's perspective, according to Fama and Jensen (1983), when family is involved in management, the decision process tends to lose efficiency because of their risk aversion. Bertrand and Schoar (2006) argue that family goals will not always align with the long-term well-being of all investors, especially if the family is excessively risk averse. A high level of risk aversion could lead to lower debt levels for such firms. Supporting this idea, Friend and Lang (1988) find that the debt ratio and the management's shareholding are negatively related. In this respect, family firms managed by family members could have less debt compared to similar but non-family firms.

H1: The relationship between debt levels and family management is negative.

From ownership's perspective, family firms represent a special case of controlling shareholders. Anderson et al. (2003) point out that other factors besides wealth maximization emerge in family firms (e.g., perdurability and concern for reputation), and these can affect the shareholder–creditor agency relation. In particular, the long-term nature of a family business will positively affect creditors' willingness to lend at a lower cost. Accordingly, Kim and Sorensen (1986) show that higher ownership concentration by insiders is associated with higher debt levels. However, there are alternative explanations to higher levels

of debt in firms with family involvement in ownership, such as aversion to losing control. Families hold control acting as majority (direct ownership) or controlling shareholders (indirect ownership). Almeida and Wolfenzon (2006) provide formal models consistent with the observation of low wedge measurements across family business groups with pyramidal ownership structures. Wedge sources include the issuance of dual shares, preferential stocks, voting agreements, and over-representation of family on boards (Villalonga and Amit, 2009). Debt could help families to keep control over their firms. According to Céspedes, González and Molina (2010), firms in Latin America tend to prefer debt to equity when losing control is an issue.

Another reason for higher debt levels when families are involved in ownership comes from the management agency problem. Following Stulz (1988) in aligning greater supervision with higher debt levels, families that are dominant shareholders but that do not participate in the firm's management can increase debt, inducing more supervision by creditors and so reducing potential opportunistic behavior by management.

With the possibility of wealth extraction and cash flow retention in mind, higher debt levels are an efficient mechanism for retaining control (direct or indirect) and reducing the agency problems related to management at the same time. Thus, the next hypothesis follows:

H2: The relationship between debt levels and (direct or indirect) family ownership is positive.

Finally, in terms of board control, when families exert control by participating on the board of directors one can expect lower debt levels. Two explanations support this hypothesis. First, as discussed above, the decision process can lose efficiency because of family directors risk aversion. As family managers, family directors could experience an excessive risk aversion while taking decisions that affect family wealth. Second, consistent with agency theory, family involvement on the board could imply lower debt levels due to a substitution effect: the more direct monitoring of management by family board members, the less need to use debt to prevent managerial opportunistic behavior. Formally,

H3: The relationship between debt levels and family involvement becomes negative when families exert control through the board of directors.

Due to the different sign of the effects depending on whether the family is involved only in the firm's ownership and/or in its management, it is impor-

tant to test if these effects are moderated by firm age (family generation). The differences in the expected sign allow hypothesizing a trade-off between the need to finance growth (through either debt or equity) and risk aversion.

7.3. Database and methodology

This study employs a unique dataset that combines firm-level information of privately held and listed companies by affiliation status to business groups. This feature is not commonly found in current research on corporate finance, governance, or family firms. The main source of financial, ownership, and board-related information were Colombia's Financial Superintendent (*Superintendencia Financiera*, SFIN) and the Superintendent of Commercial Societies (*Superintendencia de Sociedades*, SSOC). SFIN is the financial regulator for all security-issuing corporations: 140 real sector companies and 40 financial institutions that must file quarterly information. SSOC is charged with supervising and monitoring all corporate restructuring and bankruptcy processes filed by legal persons. Additionally, SSOC maintains financial records and notes for about 9,000 medium and large privately owned firms. Notes to financial statements include 16 appendixes per company, listing major shareholders, appointments to the board, members of top management, auditing firms, and parent-subsidiary commercial relations. These notes are subject to statistical confidentiality.

Our sample selection took into account the following criteria: first, most firms included in the sample are affiliated with Colombia's largest non-financial economic groups; second, all firms must have information on board members and shareholders for at least three consecutive years, within the 1996-2006 period; third, firms must not be subject to specific regulation (e.g. financial institutions and utilities).

Applying the above criteria, we identified 1,224 firms, where 694 were seemingly independent. In order to reach accurate computations of voting rights we imposed two additional constraints: four, sample firms per economic group represent at least 50 percent of the group's total number of companies; and fifth, the sample excludes firms where shareholder information was incomplete at the second ownership layer.

We draw additional company information from the special certificates of directorates and CEOs issued by the Chambers of Commerce where companies are registered, the Colombian Stock Exchange, and BPR-benchmark (specialized local financial platform traded as ISI-Emerging Markets). After allowing for all

restrictions, data sources yielded 523 firms, 28 business groups (25 were still family controlled by 2006), and 53 independent firms. Total dataset length is 5,094 firm-year observations.

Table 1 summarizes the sample's main characteristics. Several comments are worth mentioning. First, the sample is heavily dependent on the companies belonging to the top-five largest conglomerates since around 54 percent of the analyzed firms are from those groups. This implies that most of them have companies in different industry sectors. Second, affiliated firms exhibit lower leverage ratios on average, around 30 percent, in contrast to 44 percent for independent firms. This feature might be capturing leverage policies that corporations follow in order to retain control for family blockholders and the advantage of using conglomerate's internal capital markets. Third, total leverage increases as the largest shareholder's participation grows. Fourth, consistent with Helwege and Packer (2009), private-firms exhibit higher leverage ratios. Fifth, the sample represents an unbalanced panel with a maximum of 490 firms in 1999 and a minimum of 412 firms in 2006. The manufacturing industry has the largest number of firms (42%), followed by investment firms (22%) and commerce (11%). Investment firms are not financial firms but investment vehicles used by business groups and families to hold equity interest in other firms and holding relations. In terms of assets, the firms in the sample represent 40 percent of all real sector firms that report to SSOC and SFIN.

TABLE I
DATA DESCRIPTION

Panel A - Number of firms, industrial sectors and leverage ratios by business group affiliation								
Business group name		1996	1998	2000	2002	2004	2006	Total
GEA	Firms	86	91	93	88	83	71	946
	Industries	9	9	9	9	9	9	
	Leverage ratio (avg)	0.34	0.35	0.34	0.29	0.30	0.32	0.32
	Leverage ratio (std)	(0.25)	(0.25)	(0.26)	(0.23)	(0.24)	(0.28)	(0.25)
Santodomingo	Firms	50	54	51	50	45	41	540
	Industries	8	8	8	7	6	6	
	Leverage ratio (avg)	0.36	0.36	0.41	0.38	0.36	0.37	0.38
	Leverage ratio (std)	(0.29)	(0.29)	(0.30)	(0.30)	(0.29)	(0.29)	(0.29)
Ardila Lulle	Firms	61	64	65	63	58	54	677
	Industries	10	10	10	9	9	8	
	Leverage ratio (avg)	0.28	0.31	0.35	0.33	0.27	0.20	0.29
	Leverage ratio (std)	(0.22)	(0.29)	(0.24)	(0.29)	(0.22)	(0.19)	(0.25)
Carvajal	Firms	32	33	36	37	35	33	379
	Industries	6	6	6	6	6	6	

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

Panel A - Number of firms, industrial sectors and leverage ratios by business group affiliation								
Business group name		1996	1998	2000	2002	2004	2006	Total
Mayaguez - Diaco	Leverage ratio (avg)	0.37	0.32	0.31	0.33	0.35	0.33	0.34
	Leverage ratio (std)	(0.30)	(0.26)	(0.24)	(0.26)	(0.28)	(0.26)	(0.26)
	Firms	23	25	23	21	22	19	245
	Industries	6	6	5	4	4	4	
	Leverage ratio (avg)	0.18	0.19	0.22	0.19	0.18	0.21	0.19
	Leverage ratio (std)	(0.17)	(0.24)	(0.28)	(0.24)	(0.23)	(0.26)	(0.23)
	Firms	161	168	164	155	149	143	1,733
	Industries	9	9	9	9	9	9	
Other business groups in the sample (23)	Leverage ratio (avg)	0.31	0.29	0.33	0.31	0.28	0.27	0.30
	Leverage ratio (std)	(0.25)	(0.27)	(0.34)	(0.29)	(0.28)	(0.28)	(0.28)
Non affiliated	Firms	52	52	53	53	51	51	574
	Industries	8	8	8	8	8	8	
	Leverage ratio (avg)	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.45	0.44
	Leverage ratio (std)	(0.18)	(0.22)	(0.22)	(0.25)	(0.21)	(0.27)	(0.22)
Total	Firms	465	487	485	467	443	412	5094
	Industries	11	11	11	11	11	10	
	Leverage ratio (avg)	0.33	0.33	0.35	0.33	0.31	0.30	0.33
	Leverage ratio (std)	(0.25)	(0.27)	(0.29)	(0.27)	(0.26)	(0.27)	(0.27)

Panel B -

Leverage ratio by shareholder equity participation		
Largest shareholder's participation	Observations	Total leverage
Share $\leq$ 0.20	646	0.23 (0.22)
0.20 < Share $\leq$ 0.40	1,238	0.28 (0.26)
0.40 < Share $\leq$ 0.60	1,524	0.35 (0.26)
0.60 < Share $\leq$ 0.80	481	0.36 (0.27)
0.80 < Share $\leq$ 1	1,205	0.38 (0.27)
Leverage ratio by shareholder equity participation		
Largest shareholder's participation	Observations	Total leverage
Total	5,094	0.33 (0.27)

Family Firms and Financial Performance: The cost of growing

Panel C - Leverage ratio by private or listed status								
Status		1996	1998	2000	2002	2004	2006	Total
Private firms	Firms	395	401	413	400	379	353	4,320
	Industries	11	11	11	11	11	10	
	Leverage ratio (avg)	0.33	0.33	0.35	0.33	0.32	0.31	0.33
	Leverage ratio (std)	(0.26)	(0.27)	(0.30)	(0.28)	(0.27)	(0.28)	(0.28)
Listed firms	Firms	70	86	72	67	64	59	774
	Industries	10	10	9	9	9	9	
	Leverage ratio (avg)	0.31	0.32	0.33	0.30	0.26	0.27	0.30
	Leverage ratio (std)	(0.18)	(0.23)	(0.24)	(0.21)	(0.20)	(0.22)	(0.22)

Panel D - Leverage ratio by industry								
Industrial Sector		1996	1998	2000	2002	2004	2006	Total
Agriculture	Firms	35	35	34	28	26	24	338
	Leverage ratio (avg)	0.27	0.23	0.19	0.13	0.15	0.13	0.19
	Leverage ratio (std)	(0.24)	(0.23)	(0.20)	(0.18)	(0.18)	(0.17)	(0.21)
Mining	Firms	8	8	8	6	6	6	77
	Leverage ratio (avg)	0.37	0.34	0.43	0.35	0.38	0.32	0.37
	Leverage ratio (std)	(0.19)	(0.23)	(0.34)	(0.17)	(0.21)	(0.18)	(0.21)
Manufacturing industries	Firms	200	204	201	197	187	170	2,140
	Leverage ratio (avg)	0.36	0.36	0.40	0.39	0.38	0.35	0.38
	Leverage ratio (std)	(0.18)	(0.19)	(0.21)	(0.21)	(0.21)	(0.21)	(0.21)
Electric, gas and sanitary services	Firms	1	1	1	1	1	0	10
	Leverage ratio (avg)	0.99	0.96	0.28	0.30	0.05	.	0.49
	Leverage ratio (std)	.	.	.	.	.	.	(0.40)
Construction	Firms	20	20	19	16	14	13	188
	Leverage ratio (avg)	0.48	0.54	0.53	0.56	0.56	0.58	0.54
	Leverage ratio (std)	(0.26)	(0.25)	(0.26)	(0.32)	(0.28)	(0.29)	(0.27)
Commerce	Firms	52	54	55	54	48	47	573
	Leverage ratio (avg)	0.52	0.50	0.52	0.50	0.46	0.50	0.49
	Leverage ratio (std)	(0.25)	(0.30)	(0.24)	(0.28)	(0.28)	(0.33)	(0.27)
Hotels and restaurants	Firms	2	2	2	2	2	2	22
	Leverage ratio (avg)	0.09	0.07	0.09	0.09	0.07	0.05	0.07
	Leverage ratio (std)	(0.05)	(0.02)	(0.00)	(0.00)	(0.02)	(0.00)	(0.02)
Transportation and communications	Firms	13	14	12	11	11	11	133
	Leverage ratio (avg)	0.57	0.60	0.62	0.58	0.56	0.56	0.58
	Leverage ratio (std)	(0.26)	(0.29)	(0.39)	(0.33)	(0.35)	(0.35)	(0.31)

Panel D - Leverage ratio by industry								
Industrial Sector		1996	1998	2000	2002	2004	2006	Total
Investment Firms (investment vehicles)	Firms	88	101	102	104	105	98	1,099
	Leverage ratio (avg)	0.11	0.12	0.17	0.12	0.12	0.11	0.12
	Leverage ratio (std)	(0.17)	(0.22)	(0.34)	(0.20)	(0.20)	(0.21)	(0.22)
Real estate	Firms	40	42	44	41	36	35	441
	Leverage ratio (avg)	0.30	0.31	0.32	0.32	0.26	0.25	0.30
	Leverage ratio (std)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.34)	(0.25)	(0.25)	(0.28)
Social and health services	Firms	6	6	7	7	7	6	73
	Leverage ratio (avg)	0.33	0.34	0.36	0.34	0.34	0.41	0.35
	Leverage ratio (std)	(0.28)	(0.31)	(0.30)	(0.28)	(0.28)	(0.31)	(0.28)
Total	Firms	465	487	485	467	443	412	5,094
	Leverage ratio (avg)	0.33	0.33	0.35	0.33	0.31	0.30	0.33
	Leverage ratio (std)	(0.25)	(0.27)	(0.29)	(0.27)	(0.26)	(0.27)	(0.27)

Notes: The table shows the number of firms, number of industry sectors, the average and standard deviation (in parenthesis) of total leverage ratios for all firms that compose the database. The data is sort by business group, large shareholder equity participation, private or listed status and industry. There are 28 business groups in the database plus the independent firms. Total leverage is equal to total liabilities to total assets ratio. Sources: National Equity Registry Forms (Registro Nacional de Valores e Intermediarios, RNVIs) filed by Colombia's Financial Superintendence (SFIN), Colombian Confederation of Chambers of Commerce (Confecámaras), Unique Business Register (RUE), BPR Benchmark, Colombian Stock Exchange (Bolsa de Valores de Colombia, BVC), Colombia's Superintendence for Commercial Societies (SSOC), and Gutierrez and Pombo (2009).

Measuring family involvement in the firm

Instead of adopting a particular definition for a family firm, this study assesses family involvement in terms of management, ownership and control. The evaluation of family involvement in management is through a dummy variable (family CEO) that takes the value of 1 if the founding family member serves as CEO in the firm, and zero otherwise. Two additional dummy variables distinguish between whether the CEO is the founder (*founder CEO*) or one of the heirs (*heir CEO*).

The assessment of family ownership is through three dummy variables. The first one, *direct family ownership*, equals 1 when founding families are the largest shareholder of the firm, and zero otherwise. Morck, Wolfenzon and Yeung (2005) argue that pyramid structures, sometimes augmented by multiple voting shares and cross-holdings, are the most important mechanism that families use to enhance their control. This study follows the ownership layers across investors to determine whether a family is the ultimate and controlling shareholder. The

second dummy variable, *indirect family ownership*, equals 1 when the family has indirect control over a firm through a pyramidal structure powered through cross-share ownership. The third ownership variable, *family ownership*, equals 1 when the family has direct or indirect ownership in the firm. One additional variable evaluates family control through the board of directors. *Family directors ratio* is the percentage of family members on the board of directors (as a direct control mechanism over the firm's decision-making process).

Leverage measures

Following Rajan and Zingales (1995), we define three measures of leverage indicators. *Lev1* is the total liabilities to total assets ratio. This indicator captures the characteristics of firm indebtedness, given that the local long-term debt market is small. Personal relationships with suppliers and other short-term creditors could also influence current firm capital structure; *Lev2* is the long term to total assets ratio and considers long-term debt decisions; and, *Lev3* is the ratio of bonds plus other financial obligations to total assets. *Lev2* and *Lev3* will serve as alternative leverage proxies in the robustness checks section. These proxies rely on accounting data and are industry-adjusted using the total number of firms in the same industrial category (ISIC two-digit code).

Control variables

Corporate governance variables comprise the first set of controls since they influence firm's financial decisions and capture firms' corporate best practices (Brenes, Madrigal and Requena, 2010). Corporate governance indicators are CEO turnover dummy, family CEO turnover dummy, friendly CEO turnover (1 if the former CEO still in the board), board size, the outside director ratio (as a proxy for board independence), female director ratio, foreign director ratio, board turnover ratio (percentage of directors in year t that are no longer in the board in year $t+1$), directorate reputation (total number of external directorship by each director divided by board size), busy directors (dummy variable equals to 1 if the number of directorships held by a board member is more than 2), best director reputation (maximum number of external seats held by a single individual), board interlocks (inside and outside business groups), and CEO board dummy (takes the value of 1 if the CEO seats in the board).

Ownership and corporate control variables are also associated with governance standards and are related to the measurement of the cash flow to voting rights ratios across blockholders. Equity 1 is the percentage of cash flow rights

held by the largest shareholder; Equity-to-voting ratio 1 is the fraction of cash flow right and voting rights of the largest shareholder. The equity-to-voting ratios capture the wedge or separation between blockholders' ownership and control. Contestability variables include Herfindal concentration index (HI concentration votes) that captures the effect of voting block power. A second variable is the contestability index, namely, the voting stakes of the second and third largest blockholder relative to the largest voting block. These variables capture the actual contestability that the largest blockholder faces when unable to control the company directly.

Firms' financial characteristics and idiosyncratic indicators complete the set of controls. They include firms' annual return on assets (ROA) adjusted by industry median, the dividend ratio, firm age (number of years since firm's inception), firm size (natural log of the book value of total assets), asset tangibility, firm volatility, growth opportunities (percentage growth in fixed assets) and public/private status (highlighting whether the firm is a security issuer). Two variables are associated with business groups: a dummy variable if the firm belongs to a business group (group affiliation dummy) and a group diversification variable equal to the number of industry sectors the business group operates in. An appendix with a detailed variable definition and construction is available upon request.

Table 2 displays the mean and standard deviation for all variables used in the econometric specifications and the tests for differences in means and medians for the entire sample and by family involvement status. Tests takes into account two extremes: firms with family involvement in management and ownership (high family involvement), and firms without family involvement. Note that family involvement implies lower debt levels. Also, in 16 percent of firms with high family involvement, the founder is still running the company as CEO; in the remaining 84 percent, a family heir is in charge. Family members represent 72 percent of directors in firms with a high family involvement.

Corporate governance indicators show lower levels of CEO and director turnover rates on average in firms with family involvement. The outside director ratio is lower across firms with family presence, 18 and 22 percent, compared to around 42 percent for the no family involvement group. Most of the business groups and their affiliated companies in the sample are privately held and thus not subject to specific corporate laws regarding board independence as security issuers are. In addition, the high equity concentration implies greater appointment of insiders and members of the founding family to firms' boards.

The CEO is also a director in 71 percent of firms with high family involvement. For the no family involvement group this rate is 30 percent. Contrary to expectation, non-family corporations show high ownership concentration ratios. This is because most of the non-family firms are multinational subsidiaries. This measure also indicates more controlling blocks within the group of firms with family involvement, which show greater contestability indices than non-family ones do. These and the remaining variables show significant differences in means and medians in most cases.

TABLE 2
SUMMARY STATISTICS

Variable	All sample	Management, ownership and control			t statistic diff = mean(0) - mean(1)	W. Rank Sum Test diff = me- dian(0) - median(1)
		No family involve- ment (0)	Some Family involvement	High Family involvement (1)		
Firms	523	227	220	76		
Family involvement						
Family CEO	0.24 (0.43)	0 .	0.24 (0.43)	1 .	.	.
Founder CEO	0.03 (0.17)	0 .	0.03 (0.16)	0.16 (0.37)	.	.
Heir CEO	0.20 (0.40)	0 .	0.22 (0.41)	0.84 (0.37)	.	.
Family ownership	0.59 (0.49)	0 .	0.96 (0.20)	1 .	.	.
Direct Family owner- ship	0.19 (0.39)	0 .	0.15 (0.36)	1 .	.	.
Indirect family owner- ship	0.40 (0.49)	0 .	0.81 (0.39)	1 .	.	.
Family directors ratio	0.30 (0.33)	0.11 (0.17)	0.36 (0.32)	0.72 (0.29)	-62.5***	745.7***
Leverage						
Total Leverage	0.33 (0.27)	0.36 (0.26)	0.32 (0.26)	0.22 (0.27)	11.2***	98.2***
Industry-Adjusted Total Leverage	-0.01 (0.28)	0.00 (0.32)	-0.03 (0.25)	0.01 (0.29)	-0.4	14.4***

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

Variable	All sample	Management, ownership and control			t statistic diff = mean(0) - mean(1)	W. Rank Sum Test diff = me- dian(0) - median(1)
		No family involvement (0)	Some Family involvement	High Family involvement (1)		
Financial and Firm Characteristics						
Industry-Adjusted Return on Assets	-0.01 (0.10)	-0.01 (0.12)	-0.01 (0.09)	0.00 (0.07)	-2.0**	0.5
Dividend ratio	0.01 (0.05)	0.02 (0.02)	0.01 (0.05)	0.02 (0.04)	0.1	27.1***
Firm Age	29.8 (23.17)	29.2 (23.16)	30.2 (23.54)	29.8 (21.52)	-0.6	1.2
Firm Size	15.35 (4.54)	16.27 (4.34)	15.01 (4.63)	13.71 (15.64)	12.7***	139.0***
Growth opportunities						
	-0.01 (0.59)	-0.02 (0.53)	-0.01 (0.63)	0.02 (0.54)	-1.5	4.2**
Tangibility	0.24 (0.22)	0.31 (0.23)	0.20 (0.20)	0.16 (0.19)	14.1***	152.6***
Volatility	95.3 (2,520)	139.9 (3,799)	68.9 (1,089)	58.3 (1,131)	0.5	11.0***
Public/private status dummy	0.15 (0.36)	0.22 (0.42)	0.11 (0.31)	0.11 (0.31)	6.2***	38.2***
Group diversification	14.12 (10.40)	17.21 (12.63)	13.03 (8.09)	6.28 (5.49)	20.4***	432.2***
Group Affiliation dummy	0.89 (0.32)	0.84 (0.37)	0.95 (0.21)	0.77 (0.42)	-4.0***	16.0***
Corporate Governance						
CEO Turnover	0.16 (0.36)	0.17 (0.38)	0.16 (0.37)	0.06 (0.23)	6.7***	44.3***
Family CEO Turnover	0.02 (0.15)	0 (0.00)	0.03 (0.17)	0.06 (0.23)	-10.4***	102.9***
Friendly CEO Turnover	0.03 (0.18)	0.04 (0.20)	0.02 (0.16)	0.02 (0.16)	2.0**	3.9**
Board size	7.15 (2.01)	7.60 (1.92)	7.01 (1.95)	6.29 (2.24)	13.9***	89.6***
Outside director ratio	0.29 (0.29)	0.42 (0.31)	0.22 (0.25)	0.18 (0.26)	17.4***	171.3***
Female directors ratio	0.19	0.13	0.19	0.35	-23.6***	279.1***

Family Firms and Financial Performance: The cost of growing

Variable	All sample	Management, ownership and control			t statistic diff = mean(0) - mean(1)	W. Rank Sum Test diff = me- dian(0) - median(1)
		No family involvement (0)	Some Family involvement	High Family involvement (1)		
Foreign directors ratio	(0.21)	(0.17)	(0.20)	(0.26)		
	0.05	0.11	0.02	0.01	12.4***	208.9***
Board turnover ratio	(0.14)	(0.19)	(0.08)	(0.05)		
	0.16	0.20	0.16	0.06	11.5***	168.4***
Board interlocks inside Business Gp.	(0.24)	(0.27)	(0.23)	(0.15)		
	9.49	7.87	11.53	6.14	4.5***	37.2***
	(9.66)	(7.91)	(10.54)	(9.06)		
CEO board dummy	0.33	0.30	0.26	0.71	-18.4***	302.1***
	(0.48)	(0.46)	(0.44)	(0.51)		
Directorate Reputation	1.45	1.22	1.64	1.04	3.2***	29.3***
	(1.29)	(1.13)	(1.35)	(1.27)		
Ownership and Control						
Equity 1	0.52	0.58	0.52	0.32	21.4***	306.3***
	(0.28)	(0.27)	(0.28)	(0.19)		
Equity-voting ratio 1	0.92	0.90	0.92	0.99	-13.8***	.
	(0.16)	(0.17)	(0.16)	(0.04)		
Contestability Variables						
HI -Concentration votes	0.61	0.69	0.63	0.25	22.4***	450.5***
	(0.46)	(0.47)	(0.47)	(0.18)		
Contestability Index	0.83	0.67	0.83	1.37	-26.5***	274.7***
	(0.63)	(0.55)	(0.63)	(0.59)		

Notes: Standard errors in parentheses; ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1. The table reports the average and standard deviation (in parenthesis) for the pooled sample (1996–2006). Variables are gathered in six categories: family involvement, leverage, financial and firm characteristics, corporate governance, ownership and control and contestability variables. In addition, this table divides the sample between family and nonfamily firms. In this table, the sample is divided in three groups according to family involvement: no family involvement, some family involvement (management or ownership), and high family involvement (management and ownership). Fourth column presents a difference in mean test for each variable between the first and the third group. Fifth column presents a difference in median test for each variable (between the first and the third groups) through a Wilcoxon signed-rank test, used as an alternative to the Student's t-test when the population cannot be assumed to be normally distributed.

7.4. Results

This section analyzes how different types of family involvement affect firms' capital structure. The estimating equation explicitly models the partial effects of family involvement through management, ownership and control. Regressions follows a general one-way error component model with a matrix dimension of $i \times t$:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_k \mathbf{FI}_{it} + \delta_k \mathbf{CG}_{it} + \varphi_k \mathbf{X}_{it} + \vartheta_k \mathbf{IND}_{it} + (\mu_i + \varepsilon_{it}) \quad (1)$$

where Y_{it} is total leverage or industry-adjusted total leverage; $\mathbf{FI}$ is the vector of family involvement dummies and the fraction of family members on the board; $\mathbf{CG}$ is the vector of corporate governance controls, which includes ownership and control contestability variables; and $\mathbf{X}$ is the vector of standard financial and idiosyncratic controls described in section 3.3. The estimating equation also controls for dummies by industry sector, $\mathbf{IND}$, when Y_{it} is the non-adjusted total leverage, and the μ_i captures the individual random effect component. Fixed effect estimation is not appropriate given the time-invariant nature of the family involvement dummies.

Table 3 displays the main econometric results of the baseline regression equation (1). Several comments are worth highlighting. First, consistent with hypothesis 1, family presence in management negatively affects firm leverage. The total leverage ratio is 4.8 percent lower on average when a firm's CEO is a family member (Eqs. 1, 2, 5, 6, 7). This result is consistent with Bertrand and Schoar (2006), who argue that family involvement in firm operations implies lower debt since the objective is to maximize family value and not necessarily firm value. Risk aversion could complement this finding. In addition, the regressions distinguish between the family CEO as founder or heir. The regression coefficients keep the same sign, but the magnitude for the founder's coefficient is greater and more negative. In particular, the leverage ratio is 21 percent lower when the founder is still in office (Eq. 3). One interpretation of this result, consistent with *hypothesis 1*, is that the founder is more risk-averse than his heirs. When one takes into account the interaction between firm age and family CEO type (founder or heir) these coefficients are positive and significant, showing that the resilience needed to add more debt to the firm's capital structure is diluted over time.

Second, regression equations show that family involvement through ownership (with no participation in management) and debt levels are positively related (*hypothesis 2*). The leverage ratio increases by 4 percent when the family is the largest or controlling blockholder (Eq. 1). When one takes into account the family ownership type (direct or indirect) these coefficients are also positive and significant (Eqs. 2, 3, 5, 6, 7) showing a higher coefficient for direct ownership. The possible interpretation of these findings within an agency theory framework is that families force management to take on higher debt levels to increase outside supervision. Another interpretation could be that family firms might increase debt levels to reduce the risk of the family losing control. Wiwattanakantang (1999) states that family-owned firms choose higher leverage ratios to protect the voting power of family members. Regarding *hypothesis 3*, family presence on the board negatively affects debt levels, an outcome consistent with agency theory: the more direct monitoring of management by family board members, the less need to use debt to prevent managerial misbehavior (substitution effect).

Third, the control variables included in the empirical model yield coefficients that are consistent with the theoretical standpoint. On one hand, the relation between leverage and firm profitability is negative, but it is positive with firm size and asset tangibility. This result accords with several classical studies on capital structure. In addition, the positive relationship between asset tangibility and debt is similar to what has been found for emerging markets in general and for Latin America in particular (Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt and Maksimovic, 2001; Céspedes et al., 2010). On the other hand, consistent with Helwege and Packer (2009) the relation between leverage and listed status is negative, and cash flow volatility is also negatively related to firm's leverage (Eqs. 4, 7) (Titman and Wessels, 1988).

Regression equations control for corporate governance characteristics. Three factors are significant: foreign directors, board turnover ratios and a CEO with a dual appointment on the firm's board. The presence of foreigners on the board is positively related to firm leverage. At least two interpretations support this finding. One is that foreign investors press management for higher debt levels, seeking the supervision that it brings (Huizinga, Laeven and Nicodeme, 2008); the other interpretation relies on the idea that foreign directors, as representatives of foreign shareholders, press management to pay cash dividends, thus increasing the firm's demand for external financing.

Board turnover rate is positively related with leverage ratios. Agency theory stresses that the main role of boards is to steward shareholders' interests. High director turnover is correlated with low firm performance, which fuels the need of shareholders to use indirect supervisory mechanisms such as the issuance of senior debt. CEOs' dual appointments capture best practices because a CEO who is also a director indicates less board independence.

Ownership concentration with multiple blockholders implies contestability (Gutierrez and Pombo, 2009, Jara-Bertin et al., 2008). As expected, higher contestability acts as a substitute for management supervision and is related to lower firm leverage. Business group variables complete the set of controls. The main result is a negative and significant impact on firm leverage when the firm is affiliated with a business group, which is consistent with an internal capital market (e.g., Desai, Foley and Hines, 2004). Group diversification coefficient is negative and statistically significant, which suggests that the oversight role of debt decreases when business groups become too complex (Manos, Murinde and Green, 2007).

Regression equations 6 and 7 add board variables to those in the basic specification (Eqs.1 and 2). Three results are appealing from a governance standpoint. First, outside directors reduce firms' indebtedness by substituting for debt as an indirect supervisory mechanism. If the number of outside directors increases by 10 percent, the leverage ratio drops by 2.1 percent (Eq. 7). Second, board interlocks influence firm performance, particularly within family business groups (Pombo and Gutierrez, 2011), and therefore might affect a firm's capital structure. The estimates show a positive relation between leverage ratios and board interlocks in a business group. These interlocks affect the quality of supervision in firms that rely more on debt to supervise management and can put pressure on overall firm indebtedness for the purpose of retaining control and avoiding equity capitalization with new shareholders. Third, the econometric estimates indicate that better directorate reputation and a busy director reduce the leverage ratio (a busy director by 0.5 percent in Eq.7). However, this result is partially offset if a given director is overcommitted with several board appointments (best director reputation). That result corroborates busyness hypothesis (Ferris, Jagannathan and Pritchard, 2003).

Finally, age affects firm leverage levels in a non-linear manner. Initially, debt level decreases with the firm's age, but after a period of consolidation, debt level begins to increase. This is associated with a combination of financ-

ing growth opportunities and the agency cost of debt. As firms mature, debt holders perceive family firms as having less conflict of interest between equity and debt holders (Anderson et al., 2003).

Thus, the econometric results show a tradeoff between two distinct motivations when family firms decide their capital structure. Risk aversion pushes these firms toward lower debt levels, but higher debt levels become more attractive when looking at monetary needs to finance growth (related to the firm's age), cost of management supervision (related to direct ownership), and the family's risk of losing control of the firm (related to indirect family control).

TABLE 3
RANDOM-EFFECTS PANEL REGRESSIONS

Variables	Industry- Adjusted Total Leve- rage	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leve- rage	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leverage	Total Leve- rage
	Eq.1	Eq.2	Eq.3	Eq.4	Eq.5	Eq.6	Eq.7
Family CEO	-0.05*** (6.7E-03)	-0.05*** (7.3E-03)	. .	-0.05*** (1.5E-02)	-0.05*** (7.2E-03)	-0.05*** (7.3E-03)	-0.06*** (8.8E-03)
Int: Family CEO*age	1.3E-03*** (1.6E-04)	1.4E- 03*** (1.8E-04)	. .	0.9E- 03*** (3.3E-04)	1.4E- 03*** (1.8E-04)	1.4E- 03*** (1.8E-04)	1.2E-03*** (2.0E-04)
Founder CEO	. .	. .	-0.21*** (2.4E-02)	. .	. .	. .	. .
Int: founder*age	. .	. .	6.4E-03*** (7.6E-04)	. .	. .	. .	. .
Heir CEO	. .	. .	-0.05*** (7.5E-03)	. .	. .	. .	. .
Int: heir*age	. .	. .	1.4E-03*** (1.8E-04)	. .	. .	. .	. .
Family ownership	0.04*** (4.1E-03)	. .	. .	. .	. .	. .	. .
Direct Family owner- ship	. .	0.09*** (9.1E-03)	0.09*** (9.1E-03)	. .	0.09*** (8.6E-03)	0.09*** (8.6E-03)	0.05*** (1.1E-02)
Indirect family owner- ship	. .	0.04*** (4.4E-03)	0.04*** (4.4E-03)	. .	0.04*** (4.3E-03)	0.04*** (4.5E-03)	0.04*** (4.8E-03)
Int: family management *own*control	-1.1E-02** (5.0E-03)	-0.04*** (7.2E-03)	-0.03*** (7.4E-03)	. .	-0.03*** (6.8E-03)	-0.03*** (7.0E-03)	-0.02 (9.9E-03)

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

Variables	Industry-Adjusted Total Leverage	Industry-Adjusted Total Leverage	Industry-Adjusted Total Leverage	Industry-Adjusted Total Leverage	Industry-Adjusted Total Leverage	Industry-Adjusted Total Leverage	Total Leverage
	Eq.1	Eq.2	Eq.3	Eq.4	Eq.5	Eq.6	Eq.7
Family directors ratio	-1.4E-02** (6.4E-03)	-0.02*** (6.5E-03)	-0.02*** (6.6E-03)	0.01 (1.4E-02)	-0.03*** (6.2E-03)	-0.03*** (7.3E-03)	-0.10*** (9.8E-03)
Int: Family ownership*age	.	-5.2E-04*** (1.7E-04)	-5.9E-04*** (1.7E-04)	.	-5.2E-04*** (1.7E-04)	-5.0E-04*** (1.7E-04)	-3.3E-04* (1.7E-04)
Industry-Adjusted Return on Assets	-0.45*** (2.0E-02)	-0.47*** (2.0E-02)	-0.47*** (2.0E-02)	-0.29*** (5.7E-02)	-0.42*** (1.8E-02)	-0.41*** (1.8E-02)	-0.48*** (2.5E-02)
Firm age	-2.0E-03*** (1.8E-04)	-2.0E-03*** (1.9E-04)	-2.0E-03*** (1.9E-04)	-1.7E-03*** (3.4E-04)	-2.0E-03*** (1.8E-04)	-2.0E-03*** (1.8E-04)	-2.1E-04 (2.3E-04)
Firm Age Squared	9.7E-06*** (1.6E-06)	9.7E-06*** (1.6E-06)	9.6E-06*** (1.7E-06)	.	1.0E-05*** (1.7E-06)	1.0E-05*** (1.7E-06)	1.8E-06 (2.1E-06)
Firm size	4.4E-03*** (4.5E-04)	4.5E-03*** (4.7E-04)	4.7E-03*** (4.7E-04)	.	4.9E-03*** (4.7E-04)	5.0E-03*** (4.8E-04)	7.2E-03*** (3.9E-04)
Tangibility	0.19*** (9.9E-03)	0.19*** (9.7E-03)	0.19*** (9.7E-03)	0.29*** (3.1E-02)	0.19*** (9.4E-03)	0.18*** (9.5E-03)	0.48*** (1.1E-02)
Volatility	1.1E-07 (3.9E-07)	8.7E-09 (4.0E-07)	-4.2E-08 (3.9E-07)	-8.0E-07*** (2.2E-07)	-3.2E-08 (3.7E-07)	-8.3E-08 (3.9E-07)	-1.4E-03*** (7.2E-07)
Public/private status dummy	-0.04*** (4.7E-03)	-0.04*** (4.8E-03)	-0.04*** (4.8E-03)	.	-0.04*** (4.8E-03)	-0.04*** (5.0E-03)	-0.04*** (5.2E-03)
Foreign directors ratio	0.06*** (1.6E-02)	0.06*** (1.6E-02)	0.06*** (1.6E-02)	.	0.04*** (1.6E-02)	0.04*** (1.6E-02)	0.02 (1.7E-02)
Board turnover ratio	0.03*** (7.3E-03)	0.03*** (7.2E-03)	0.03*** (7.2E-03)	0.03*** (9.3E-03)	0.03*** (6.9E-03)	0.03*** (7.0E-03)	0.02** (8.4E-03)
CEO-board dummy	0.01*** (3.5E-03)	0.01** (3.5E-03)	0.01* (3.6E-03)	.	0.01*** (3.3E-03)	0.01*** (3.3E-03)	7.4E-05 (4.0E-03)
Contestability index	-0.02*** (2.5E-03)	-0.03*** (2.6E-03)	-0.03*** (2.6E-03)	-0.01 (7.2E-03)	-0.03*** (2.5E-03)	-0.03*** (2.6E-03)	-0.05*** (3.4E-03)
Group affiliation dummy	-0.44*** (6.6E-03)	-0.43*** (6.4E-03)	-0.44*** (6.6E-03)	-0.46*** (2.5E-02)	-0.43*** (6.4E-03)	-0.43*** (7.1E-03)	-0.02** (7.3E-03)

Family Firms and Financial Performance: The cost of growing

Variables	Industry- Adjusted Total Leve- rage Eq.1	Industry- Adjusted Total Leverage Eq.2	Industry- Adjusted Total Leve- rage Eq.3	Industry- Adjusted Total Leverage Eq.4	Industry- Adjusted Total Leverage Eq.5	Industry- Adjusted Total Leverage Eq.6	Total Leve- rage Eq.7
Group diversification	-1.4E-03*** (2.1E-04)	-1.4E-03*** (2.1E-04)	-1.3E-03*** (2.2E-04)	.	-1.4E-03*** (2.0E-04)	-1.4E-03*** (2.1E-04)	-2.3E-03*** (2.3E-04)
Outside director ratio	.	.	.	.	.	-5.1E-03 (8.5E-03)	-2.1E-02** (1.0E-02)
Board interlocks inside Business Group	.	.	.	.	.	1.3E-03** (5.3E-04)	2.6E-03** (5.7E-04)
Directorate reputation	.	.	.	.	.	-1.6E-03 (3.7E-03)	-1.1E-03*** (4.2E-03)
Busy directors	.	.	.	.	.	-1.9E-03 (1.5E-03)	-5.7E-03*** (1.8E-03)
Best Director reputa- tion	.	.	.	.	.	1.8E-03 (1.3E-03)	1.2E-03 (1.6E-03)
Constant	0.30*** (1.1E-02)	0.30*** (1.1E-02)	0.30*** (1.1E-02)	0.38*** (3.2E-02)	0.29*** (1.1E-02)	0.30*** (1.3E-02)	0.18*** (1.3E-02)
Regression	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - GLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS
1999 Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industrial sector dum- mies	No	No	No	No	No	No	No
Dummy for residual outliers	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Observations	4568	4568	4568	4568	4568	4568	4568
Number of firms	523	523	523	523	523	523	523
Adjusted R ²	0.35	0.35	0.35	0.34	0.39	0.38	0.28
Wald Test	664 [0.000]	693 [0.000]	699 [0.000]	603 [0.000]	796 [0.000]	837 [0.000]	437 [0.000]
Specification tests for random effects							
Lagrange Multiplier test for RE	7506 [0.000]	7415 [0.000]	7368 [0.000]	7768 [0.000]	7141 [0.000]	7080 [0.000]	7872 [0.000]

Variables	Industry-Adjusted Total Leverage	Industry-Adjusted Total Leverage	Industry-Adjusted Total Leverage	Industry-Adjusted Total Leverage	Industry-Adjusted Total Leverage	Industry-Adjusted Total Leverage	Total Leverage
	Eq.1	Eq.2	Eq.3	Eq.4	Eq.5	Eq.6	Eq.7
Hausman Specification Test	21 [0.214]	45 [0.000]	44 [0.001]	15 [0.102]	62 [0.000]	50 [0.002]	61 [0.000]

Notes: Robust standard errors are in parentheses, p values are in brackets; *** pb0.01, ** pb0.05, * pb0.1; GLS: Generalized Least Squares; FGLS: Feasible Generalized Least Squares. The number of observations in these regressions is 4568 and not 5094 because the models use some explanatory variables that need data for two years to be calculated, such as the board turnover ratio. The table displays the random-effects regression (Breusch & Pagan, 1980; Hausman, 1978) results using as dependent variable the leverage measures (total leverage and Industry-adjusted total leverage) and as independent variable the set of family involvement and control variables. Columns 1 to 6 use industry-adjusted total leverage and column 7 uses non-adjusted total leverage. Column 4 presents a reduced equation from the original model. Columns 5 to 7 incorporate a dummy for residual outliers. Finally, columns 6 and 7 incorporate additional variables related with corporate governance. All regressions have a year dummy for 1999 controlling for a Colombian economic recession and standard errors corrected by heteroscedasticity (White, 1980).

Table 4 summarizes overall partial effects derived from the regression coefficients of direct family involvement variables reported in the random-effects regressions. The table sorts the results by firm age (young firms, average-aged firms, and old firms) and management type (founder and heirs). The partial derivatives for firm's age are evaluated at the cutoff points for whether a given firm is young (5th percentile, 2 years), average-aged (50th percentile, 25 years), or old (95th percentiles, 76 years). The first four rows in each panel show the single effect of each involvement variable (management, direct and indirect ownership, and board presence). To evaluate the involvement effect attributed to family control through the board, the table considers the partial derivative of the leverage ratio with respect to the control that the family exerts as board directors taking the median of the family board ratio, which equals 16.6 percent, that is

$$\frac{\partial Lev1}{\partial Family_director_ratio} = \beta_{Family_director_ratio} * 0.166 \quad (2)$$

The next three rows in each panel show the pairwise combined effects among management, ownership and control. The last row measures the overall effect of family involvement.

Several results are worth highlighting from Table 4. First, the greatest negative effect of firm leverage occurs when the founder is the CEO of a young firm.

The effect of founder and heirs diminishes as the firm ages and becomes positive for old firms. Second, families that are majority or controlling shareholders have a positive effect on the firm's debt level regardless of firm age. Third, firm leverage is lower when family members exert control by participating on the board of directors suggesting a substitution effect between direct family control and indirect creditors' control, as well as a higher risk aversion for family directors. Fourth, the effect of a family CEO on firm leverage changes in sign and magnitude for the older firms in the sample.

Taken together, these results are consistent with the theoretical arguments of Fama and Jensen (1983). They argue that there is a dynamic relation between management, ownership and control as firms develop through time. This study shows that families are less willing to take on debt during the early stages (risk aversion), but as the firm grows, families tend to increase firm leverage not only to finance larger and more complex growth opportunities but also to retain control.

TABLE 4
PARTIAL EFFECTS OF FAMILY INVOLVEMENT ON CAPITAL STRUCTURE

Family involvement	Family CEO	Founder CEO	Heir CEO
Panel A: young firms			
Management	-0.04	-0.20	-0.05
Direct Ownership	0.09	0.09	0.09
Indirect Ownership	0.04	0.04	0.04
Board Control	0.00	0.00	0.00
Management and ownership	0.08	-0.06	0.09
Management and control	-0.05	-0.20	-0.05
Ownership and control	0.12	0.13	0.13
Management, ownership and control	0.04	-0.10	0.05
Panel B: median age firms			
Management	-0.01	-0.05	-0.01
Direct Ownership	0.08	0.08	0.08
Indirect Ownership	0.04	0.04	0.04
Board Control	0.00	0.00	0.00
Management and ownership	0.10	0.07	0.10
Management and control	-0.02	-0.05	-0.02
Ownership and control	0.11	0.11	0.11
Management, ownership and control	0.06	0.04	0.07

Family involvement	Family CEO	Founder CEO	Heir CEO
Panel C: old firms			
Management	0.06	0.28	0.06
Direct Ownership	0.05	0.05	0.05
Indirect Ownership	0.04	0.04	0.04
Board Control	0.00	0.00	0.00
Management and ownership	0.15	0.37	0.14
Management and control	0.06	0.28	0.05
Ownership and control	0.09	0.08	0.08
Management, ownership and control	0.11	0.33	0.11

Notes: This table shows the partial effects of the different levels of family involvement over the firms' capital structure taking the results of Columns (2) and (3) in Table 3. Panel A shows the "family effect" for young firms; Panel B shows the "family effect" for median age firms; and Panel C, shows the "family effect" for old firms. Firm age was evaluated at the variable distribution fifth percentile in Panel A. Panel B uses the 50th percentile, and Panel C uses the 95th percentile. The 5th, 50th and 95th percentiles for firm age are 2, 25 and 76 years, respectively.

7.5. Robustness

Studies reported in the empirical corporate governance literature are subject to endogeneity among independent variables. To tackle this problem, a common practice relies on estimates of instrumental variables or lagging by one period the right-hand side endogenous variable. The empirical model reported here has at least two endogeneity problems. The first is the causality between leverage and performance (measured as the industry-adjusted ROA). On one hand, better performance could lead to a lower debt level, consistent with the pecking order hypothesis, but on the other hand the tradeoff theory states that high leverage increases the costs of financial distress and leads to lower ROAs. **Table 5** displays the main estimating results. When ROA (industry-adjusted) is instrumented (Eq. 1) or lagged (Eq. 2), the random-effects regression coefficients keep the signs, and the overall statistical significance remains unchanged.

The second endogeneity concern is the causality between leverage and family ownership. Previous regression equations showed a positive relation between leverage and family ownership, which may be attributable to indirect supervision by creditors and the risk of losing control. Direct family ownership uses a firm's degree of financial leverage (as a measure of risk) and the lagged direct family ownership as instruments, plus the other exogenous variables included in the

instrumented equation. The choice of these instruments finds support in the literature. Zhou (2001) highlights that managerial ownership typically changes slowly from year to year within a firm. Following his findings, it is natural to expect that family ownership behave in a similar manner. In this study, family ownership does not change or changes very slowly over time. In addition and considering firm risk (Demsetz and Lehn, 1985; Himmelberg, Hubbard and Palia, 1999), the degree of financial leverage is a ratio summarizing the effect that a particular amount of financial leverage has on a company's net profits. The higher the degree of financial leverage, the more volatile net profits will be. As shown in regression Eq. 3 the estimating results are robust with respect to the original specification in terms of signs, magnitude and statistical significance. For completeness, the table includes the total leverage ratio in the random-effects regressions when controlling for industry dummies as alternative robustness checks (Eqs. 4 and 5). The sign and significance of regression coefficients remain unchanged. The econometric analysis includes other model specifications by using the alternative measures for leverage: long-term debt (*lev2*) and financial debt (*lev3*) as dependent variables (not shown). These estimates are similar to those reported in Table 3. In addition, and recognizing that families could own a large but not necessarily the largest block of equity, the model uses an alternative measure for direct family ownership that equal to one if the family is one of the four largest blockholders (not shown). The original variable shows a family involvement in direct ownership for the 19% of firms in the sample, but this new definition shows a family involvement in direct ownership for the 29% of firms in the sample. These estimates are similar to those reported in Table 3.

TABLE 5
ENDOGENEITY AND OTHER ROBUSTNESS CHECKS

	Instrumental Variables - IA Return on Assets	Lagged IA Re- turn on Assets	Instrumental Va- riables - Family Ownership	Initial speci- fication	Initial specifi- cation
Variables	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leverage	Total Leve- rage	Total Leve- rage
	Eq.1	Eq.2	Eq.3	Eq.4	Eq.5
Family CEO	.	.	.	-0.05*** (7.6E-03)	.
Int: Family CEO*age	.	.	.	1.2E-03*** (1.9E-04)	.

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

	Instrumental Variables - IA Return on Assets	Lagged IA Re- turn on Assets	Instrumental Va- riables - Family Ownership	Initial speci- fication	Initial specifi- cation
Variables	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leverage	Total Leve- rage	Total Leve- rage
	Eq.1	Eq.2	Eq.3	Eq.4	Eq.5
Founder CEO	-0.20*** (2.4E-02)	-0.21*** (2.4E-02)	-0.21*** (2.4E-02)	.	-0.20*** (2.4E-02)
Int: founder*age	6.0E-03*** (7.8E-04)	6.5E-03*** (7.7E-04)	6.5E-03*** (7.7E-04)	.	5.7E-03*** (8.5E-04)
Heir CEO	-0.05*** (7.5E-03)	-0.04*** (7.5E-03)	-0.04*** (7.5E-03)	.	-0.05*** (7.7E-03)
Int: heir*age	1.3E-03*** (1.8E-04)	1.3E-03*** (1.8E-04)	0.0013*** (1.8E-04)	.	1.2E-03*** (1.9E-04)
Direct Family owner- ship	0.09*** (9.2E-03)	0.09*** (9.2E-03)	.	0.05*** (1.1E-02)	0.05*** (1.1E-02)
Direct Family owners- hip - IV	.	.	0.07*** (9.0E-03)	.	.
Indirect family ow- nership	0.04*** (4.5E-03)	0.04*** (4.5E-03)	0.03*** (4.2E-03)	0.03*** (4.3E-03)	0.03*** (4.3E-03)
Int: family manage- ment *own*control	-0.03*** (7.4E-03)	-0.03*** (7.4E-03)	-0.03*** (7.4E- 03)	-0.04*** (8.5E-03)	-0.03*** (8.5E-03)
Family directors ratio	-0.01** (6.8E-03)	-0.02*** (6.8E-03)	-0.02** (6.7E-03)	-0.02** (7.3E-03)	-0.01* (7.3E-03)
Int: Family ownership*age	-4.6E-04*** (1.8E-04)	-4.7E-04*** (1.8E-04)	-4.7E-04*** (1.7E-04)	-3.6E-04** (1.8E-04)	-4.0E-04*** (1.8E-04)
Industry-Adjusted Return on Assets	.	.	-0.47*** (2.0E-02)	-0.49*** (2.3E-02)	-0.49*** (2.3E-02)
Lagged Industry- Adjusted ROA	.	-0.43*** (2.1E-02)	.	.	.
IV - Industry-Adjus- ted ROA	-0.81*** (3.9E-02)	.	.	.	.
Firm age	-1.8E-03*** (1.9E-04)	-1.9E-03*** (1.9E-04)	-2.0E-03*** (1.9E-04)	-8.1E-04*** (2.0E-04)	-8.1E-04*** (1.9E-04)
Firm Age Squared	8.8E-06*** (1.7E-06)	9.9E-06*** (1.7E-06)	9.6E-06*** (1.7E-06)	3.2E-06* (1.7E-06)	3.2E-06** (1.6E-06)
Firm size	5.3E-03*** (4.8E-04)	4.1E-03*** (4.6E-04)	4.5E-03*** (4.5E-04)	5.5E-03*** (5.1E-04)	5.8E-03*** (5.0E-04)
Tangibility	0.18*** (9.8E-03)	0.19*** (9.7E-03)	0.19*** (9.8E-03)	0.28*** (1.2E-02)	0.28*** (1.2E-02)

Family Firms and Financial Performance: The cost of growing

	Instrumental Variables - IA Return on Assets	Lagged IA Re- turn on Assets	Instrumental Va- riables - Family Ownership	Initial speci- fication	Initial specifi- cation
Variables	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leverage	Total Leve- rage	Total Leve- rage
	Eq.1	Eq.2	Eq.3	Eq.4	Eq.5
Volatility	1.0E-07 (4.1E-07)	-2.9E-08 (4.1E-07)	-5.3E-08 (3.8E-07)	-8.4E-08 (3.6E-07)	-1.3E-07 (3.6E-07)
Public/private status dummy	-0.04*** (4.9E-03)	-0.04*** (4.9E-03)	-0.05*** (4.8E-03)	-0.04*** (4.4E-03)	-0.04*** (4.3E-03)
Foreign directors ratio	0.07*** (1.7E-02)	0.07*** (1.7E-02)	0.05*** (1.6E-02)	0.04** (1.5E-02)	0.04** (1.5E-02)
Board turnover ratio	0.04*** (7.2E-03)	0.04*** (7.2E-03)	0.03*** (7.2E-03)	0.02** (7.2E-03)	0.02** (7.2E-03)
CEO-board dummy	0.00 (3.7E-03)	0.00 (3.7E-03)	0.01 (3.6E-03)	0.00 (3.5E-03)	0.00 (3.6E-03)
Contestability index	-0.03*** (2.8E-03)	-0.03*** (2.8E-03)	-0.02*** (2.6E-03)	-0.02*** (2.8E-03)	-0.02*** (2.8E-03)
Group affiliation dummy	-0.44*** (6.7E-03)	-0.43*** (6.7E-03)	-0.44*** (6.7E-03)	0.00 (6.3E-03)	0.00 (6.4E-03)
Group diversification	-1.2E-03*** (2.2E-04)	-1.3E-03*** (2.2E-04)	-1.4E-03*** (2.2E-04)	-1.7E-03*** (2.2E-04)	-1.6E-03*** (2.2E-04)
Constant	0.28*** (1.2E-02)	0.30*** (1.2E-02)	0.31*** (1.1E-02)	0.02* (1.3E-02)	0.02* (1.3E-02)
Regression	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS	RE - FGLS
1999 Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industrial sector dum- mies	No	No	No	Yes	Yes
Dummy for residual outliers	No	No	No	No	No
Observations	4568	4568	4568	4568	4568
Number of firms	523	523	523	523	523
R ² - overall	0.35	0.35	0.35	0.33	0.33
Adjusted R ²	0.34	0.34	0.34	0.33	0.33
Wald Test	661 [0.000]	661 [0.000]	688 [0.000]	699 [0.000]	706 [0.000]

	Instrumental Variables - IA Return on Assets	Lagged IA Re- turn on Assets	Instrumental Va- riables - Family Ownership	Initial speci- fication	Initial specifi- cation
Variables	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leverage	Industry- Adjusted Total Leverage	Total Leve- rage	Total Leve- rage
	Eq.1	Eq.2	Eq.3	Eq.4	Eq.5
Specification tests for random effects					
Lagrange Multiplier test for RE				7267 [0.000]	7237 [0.000]
Hausman Specifica- tion Test				74 [0.000]	46 [0.002]

Notes: Robust standard errors are in parentheses, p values are in brackets; ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1; FGLS: Feasible Generalized least Squares. The number of observations in these regressions is 4568 and not 5094 because the models use some explanatory variables that need data for two years to be calculated, such as the board turnover ratio. To tackle the endogeneity concerns between leverage and performance, equation in column 1 run instrumental variables 2SLS regression with the instrumented industry-adjusted ROA using as instruments growth opportunities and the lagged industry-adjusted ROA plus the other exogenous variables included in the instrumented equation (vector Z). Equation in column 2 uses a lagged adjusted ROA. Column 3 shows the result of the instrumented family ownership variable to tackle the endogeneity concerns between leverage and family ownership. Family ownership uses firm's degree of financial leverage (as a measure of firm risk) and the lagged family ownership as instruments plus the other exogenous variables included in the instrumented equation (vector Z). All regressions have a year dummy for 1999 controlling for a Colombian economic recession and standard errors corrected by heterocedasticity (White, 1980). Regression Columns (4) and (5) use non-adjusted total leverage as dependent variable, and dummy variables for industry sector as alternative robustness checks.

7.6. Conclusion

This study analyzes the impact of family involvement on Colombian firms' capital structure, looking at mostly unlisted companies with controlling family blockholders. The empirical results reveal significant differences in leverage levels when the founding family is involved with the firm. This involvement is analyzed in three different areas: management, ownership and control. The estimates suggest a negative family effect for young and median-age firms when the founder or heirs are in charge. This negative relation is stronger for the founder's presence; however, for old firms, this family effect changes and becomes positive. When considering direct and indirect ownership (but not management involvement) the family-debt relation is positive, and when family members serve on the board of directors (but are not involved in management) debt levels tend to be lower. The results contribute to the literature in stressing

the tradeoff between two distinct motivations for family firms when deciding their capital structure. Risk aversion pushes firms toward lower debt levels, but needs to finance growth and the risk of losing control cause family firms to employ higher debt levels.

6.7. References

- [1]. Almeida, H., Wolfenzon D. 2006. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, *J Finance* 61(6):2637–2680.
- [2]. Anderson R., Reeb D. 2004. Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms, *Adm Sci Q* 49(2):209–237.
- [3]. Anderson, R., Reeb D. 2003. Founding family ownership Corporate Diversification, and Firm Leverage, *J Law Econ* 46(2): 653–684.
- [4]. Anderson, R. Mansi S., Reeb D. 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt, *J Financ Econ* 68(2):263–285.
- [5]. Basu, N., Dimitrova L. Paeglis I. 2009. Family control and dilution in mergers, *J Bank Finance* 33(5):829–841.
- [6]. Bertrand, M., Schoar A. 2006. The Role of Family in Family Firms, *J Econ Perspect* 20(2):73–96.
- [7]. Booth, L, Aivazian, V, Demirguc-Kunt, A, Maksimovic, V., 2001, Capital structures in Developing Countries, *J Finance* 56(1):87–130.
- [8]. Brenes, E., Madrigal, K., Requena, B. 2010. Corporate governance and family business performance, *J Bus Res* 64(3):280–285.
- [9]. Breusch, T., Pagan A. 1980. The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics, *Rev Econ Stud* 47(1), 239–253.
- [10]. Céspedes, J., González M., Molina C. 2010. Ownership and capital structure in Latin America, *J Bus Res* 63(3): 248–254.
- [11]. Demsetz, H., Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *J Polit Econ* 93:1155–1177.
- [12]. Desai, M. A.; Foley F.; Hines J.R. 2004. A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets, *J Finance* 59(6):2451–2487.

- [13]. Fama, E., Jensen M. 1983. Separation of ownership and control, *J Law Econ* 26(2):301–325.
- [14]. Ferris, S., Jagannathan, M., Pritchard, A.C. 2003. Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments, *J Finance* 58(3):1087–1111.
- [15]. Friend, I., Lang L. 1988. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure, *J Finance* 43(2):271–281.
- [16]. Gutierrez, L., Pombo C., Taborda R. 2008. Corporate ownership and control in Colombian corporations, *Q Rev Econ Finance* 48(1):22–47.
- [17]. Gutierrez, L., Pombo C. 2009. Corporate ownership and control contestability in emerging markets: The case of Colombia, *J Econ Bus* 61(2):112–139.
- [18]. Helwege J., Packer F., 2009, Private matters, *Journal of Financial Intermediation* 18(3):362–383.
- [19]. Himmelberg, C., Hubbard G. R, Palia D., 1999, Understanding the determinants of managerial ownership, *J Financ Econ* 53(3):353–384.
- [20]. Huizinga, H., Laeven, L., Nicodeme, G. 2008. Capital structure and international debt shifting, *J Financ Econ* 88(1): 80–118.
- [21]. Jensen, M., Meckling W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *J Financ Econ* 3(4):305–360.
- [22]. Jara-Bertin, M., López-Iturriaga F., López-de-Foronda O., 2008, The Contest to the Control in European Family Firms: How Other Shareholders Affect Firm Value, *Corp Gov Int Rev* 16(3):146–159.
- [23]. Kim W. S., Sorensen E. 1986. Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy, *J Financ Quant Anal* 21(2):131–144
- [24]. La Porta, R., López de Silanes F., and Shleifer A. 1999. Corporate Ownership Around the World, *J Finance* 54(2):471–517.
- [25]. Manos, R.; Murinde V., Green C. 2007. Leverage and business groups: Evidence from Indian firms, *J Econ Bus* 59(5):443–465.
- [26]. Morck, R., Wolfenzon D. Yeung B. 2005. Corporate governance, economic entrenchment, and Growth, *J Econ Lit* 43(3):655–720.

- [27]. Myers, S. Majluf, N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *J Financ Econ* 13(2):187–221.
- [28]. Pombo, C. Gutierrez, L.H. 2011. Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups, *J Econ Bus*, forthcoming.
- [29]. Rajan, R. G., Zingales L. 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *J Finance* 50(5):1421–1460.
- [30]. Schulze, W., Lubatkin, M., Dino, R. 2003. Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms, *Acad Manag J* 46(2):179–194.
- [31]. Shleifer, A., Vishny R. 1997. A Survey of Corporate Governance, *J Finance* 52 (2):737–783.
- [32]. Stulz R. 1988. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, *J Financ Econ* 20(1–2):25–54.
- [33]. Titman, S., Wessels, R. 1988. The determinants of capital Structure Choice, *J Finance* 43(1):1–19.
- [34]. Villalonga, B., Amit R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value?, *J Financ Econ* 80(2):385–417.
- [35]. Villalonga, B., Amit R. 2009. How Are U.S. Family Firms Controlled?, *Rev Financ Stud* 22(8):3047–3091.
- [36]. White, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity, *Econom* 48(4):817–838.
- [37]. Wiwattanakantang, Y. 1999. An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms, *Pac Basin Finance J* 7(3–4):371–403.
- [38]. Zhou, X., 2001, Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: comment, *Journal of Financial Economics* 62(3):559–571.

8. DIAGNÓSTICO DE GOBIERNO CORPORATIVO COMO MECANISMO EN LA PREVENCIÓN DEL FRAUDE EN EMPRESAS FAMILIARES¹⁻²⁻³

Resumen

Mediante un diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo, se pueden determinar debilidades y fortalezas en esta materia; en el caso de las debilidades, estas afectan directamente el ambiente de control interno de las organizaciones, como los conflictos de intereses, la inexistencia de políticas y de códigos de conducta y la falta de cultura organizacional.

Las falencias en las prácticas de gobierno corporativo han generado los escenarios para la comisión de fraudes en las organizaciones; el riesgo de fraude es una realidad a la que están expuestas las empresas y como todo riesgo debe ser administrado y, en este caso, mitigado y prevenido.

1 Este artículo fue publicado originalmente en la Revista Cuadernos de Contabilidad. La referencia bibliográfica es la siguiente: Baracaldo-Lozano, Natalia (2013a). Diagnóstico de gobierno corporativo como mecanismo en la prevención del fraude en empresas familiares (aplicación de método de casos). Cuadernos de Contabilidad 14(35): 581-615.

2 Trabajo de investigación derivado de la tesis para optar como magíster en gestión contable y auditoría, Universidad Santiago de Chile.

3 Natalia Andrea Baracaldo-Lozano. Contadora pública de la Universidad de la Salle. Especialista en auditoría forense de la Universidad Externado de Colombia. Magíster en gestión contable y auditoría de la Universidad Santiago de Chile. Profesora de planta de la Pontificia Universidad Javeriana. [nbaracaldo@javeriana.edu.co].

En el presente artículo, se hace una contextualización de dos aspectos de suma importancia para el desempeño y sostenibilidad de las empresas de familia; por un lado, las prácticas de gobierno corporativo y por otro, el fraude.

Para demostrar que las inadecuadas prácticas de gobierno corporativo son una causa directa de la comisión de fraudes en las organizaciones, se expondrá el caso del Grupo Mikarena de Colombia (grupo de empresas de familia), en el que se utilizó la siguiente metodología: a) cuantificación de los casos de fraude ocurridos en el interior de cinco de sus organizaciones derivados de inadecuadas prácticas de gobierno corporativo, b) diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo, incluyendo un aparte de administración del riesgo de fraude y, c) resultado cuantificado del diagnóstico con observaciones y recomendaciones.

Hay una relación directa entre el fraude y el gobierno corporativo; las inadecuadas prácticas de gobierno corporativo son una oportunidad para la comisión de fraudes; la manera de saber si las organizaciones tienen inadecuadas prácticas de gobierno corporativo es un diagnóstico, que permitirá conocer la situación actual, recibir recomendaciones y finalmente optimizar la gestión de las organizaciones.

Palabras clave

Empresas de familia, gobierno corporativo, fraude, diagnóstico de gobierno corporativo.

Clasificación JEL: M19, M49

8.1. Introducción

Los diversos casos de fraude y escándalos financieros, como los de Enron y Parmalat; la crisis financiera de 2008 o el reciente caso colombiano Interbolsa dejan en evidencia cómo las falencias de control interno y las inadecuadas prácticas de gobierno corporativo abren la puerta a la comisión de actos ilícitos del orden económico en las organizaciones.

El gobierno corporativo está en auge en los países latinoamericanos y en el ámbito mundial, se han presentado muchos estudios y aplicaciones sobre el tópico; sin embargo, en Colombia es un tema reciente, sobre todo para aquellas compañías nacionales que no tienen la cobertura de las regulaciones y los marcos normativos internacionales.

Este trabajo de investigación pretende demostrar cómo los conceptos de fraude y gobierno corporativo son inversamente proporcionales: a mayor calidad en las prácticas de gobierno corporativo, menor posibilidad de comisión de fraude. Esto se soportará con el método de casos aplicado al Grupo Mikarena de Colombia (nombre utilizado para efectos académicos), en el que se evidenciará cómo un diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo permite a las empresas familiares ver su situación actual en esta materia e implementar estrategias de mejora, lo que se traduce en menores oportunidades para la comisión de fraudes en las empresas familiares.

La estructura de este artículo busca contextualizar al lector en aspectos teóricos, en los numerales 1, 2 y 3 (8.2, 8.3 y 8.4 en esta reimpresión) se encuentran los antecedentes y la importancia del gobierno corporativo; el gobierno corporativo en la estructura de control interno y el riesgo de fraude en las empresas familiares; por otro lado, en los numerales 4, 5 (8.5 y 8.6 en esta reimpresión) se demuestra cómo el riesgo de fraude está presente dentro de la estructura organizacional de las empresas familiares y cómo el gobierno corporativo se vuelve una estrategia para mitigarlo.

Por último, en los capítulos 6 y 7 (8.7 y 8.8 en esta reimpresión) se expone la importancia del diagnóstico de gobierno corporativo y el caso del grupo de empresas familiares Mikarena, sobre el cual se realizó la investigación; en este estudio se refleja de manera cuantitativa el estado actual de sus prácticas, las oportunidades de mejora y las recomendaciones que le permitirán optimizar sus prácticas de gobierno corporativo, control interno y disminuir el riesgo de fraude.

8.2. Antecedentes e importancia del gobierno corporativo

El concepto de gobierno corporativo se ha venido desarrollando a la par con teorías administrativas, por medio de los procesos evolutivos que se han presentado en las organizaciones nacionales e internacionales. En el transcurso del tiempo, la gobernanza en las organizaciones ha ido adquiriendo mayor trascendencia. Esta se genera a partir del concepto de propiedad que, de acuerdo a uno de los significados que da el Diccionario de la Real Academia Española (RAE), es el “derecho o facultad de poseer alguien algo y poder disponer de ello dentro de los límites legales”. El establecimiento de esos límites se vuelve complejo, pues hay que definir el alcance de los administradores para poder disponer de los recursos de los inversionistas.

La falta de establecimiento de límites de los administradores o directores y la falta de sentido de pertenencia son problemas examinados por varios autores desde Adam Smith (1776), quizá el primero en hablar del tema, al indicar en su libro *La riqueza de las naciones*: No es razonable esperar que los directivos de estas compañías, al manejar mucho más dinero de otras personas que de ellos mismos, lo vigilen con el mismo ansioso cuidado con el que frecuentemente vigilan el suyo, los socios de una empresa particular. En consecuencia, el manejo de los negocios de esas compañías siempre está caracterizado en alguna medida por la negligencia y la prodigalidad (pp. 695-696).

Muchos autores hablaron acerca de este fenómeno; sin embargo y no porque no sean importantes, no los mencionaré; simplemente, se hace relevante nombrar a Smith, porque desde tiempos inmemorables este problema de que los intereses de unos estén siendo administrados por otros —claramente, el conflicto de agencia— ha estado latente.

El problema de la agencia es un riesgo al cual las organizaciones siempre estarán expuestas y de acuerdo con lo que indican John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry B. Hansmann, Gérard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Reinier Kraakman y Edward B. Rock (2009), de la Universidad de Oxford, se debe recurrir a herramientas que ayuden a mitigar este conflicto, entre las cuales están las estratégicas y las administrativas, que son la base del gobierno corporativo.

Producto de toda la problemática originada por la teoría de la agencia surge la necesidad inicial del gobierno corporativo, que como lo define la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE): “Es el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas, y cuya estructura especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la empresa, tales como la junta directiva, los accionistas y otros agentes económicos que mantienen algún interés en la empresa. El gobierno corporativo también proporciona la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento del desempeño de la compañía” (Johnston, 2004).

No todo se limita al problema de agencia. Los grandes escándalos financieros y económicos, de los cuales se hablará más adelante, han redefinido los objetivos del gobierno corporativo, que está establecido para ser una salvaguarda para los accionistas, propender su trato justo, afianzar la transparencia de la información, aumentar la responsabilidad social, garantizar la sostenibilidad y aumentar la inversión en las organizaciones.

8.3. El gobierno corporativo dentro de la estructura de control interno

De acuerdo a la definición del *Committee Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO), el control interno de la organización es el:

“proceso, efectuado por el consejo de administración, la dirección y el resto del personal de una entidad, diseñado con el objeto de proporcionar un grado de seguridad razonable en cuanto a la consecución de objetivos dentro de las siguientes categorías:

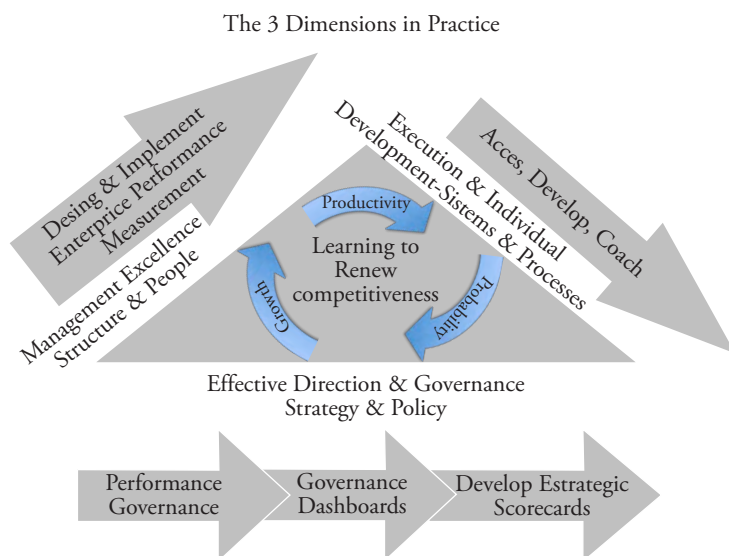
1. Eficacia y eficiencia de las operaciones
2. Fiabilidad de la información financiera
3. Cumplimiento de leyes y normas que sean aplicables.”

El gobierno corporativo está presente en cada uno de los elementos que componen COSO y actúa de manera transversal dentro de toda la organización, partiendo de los accionistas, la junta directiva o consejo de administración, la alta gerencia, los mandos medios y operativos; quienes junto con los demás stakeholders de la organización, alcanzan unos objetivos conjuntos y son usuarios de la información.

Para que el gobierno corporativo se articule de manera transversal a la estructura de control interno de la organización, es importante que se conozcan sus tres dimensiones que, de acuerdo con Alireza Tourani-Rad y Coral Ingley (2011), son el diseño, que se asocia al diseño de procesos, procedimientos y reglas que dan la estructura a la organización; el desarrollo, que direcciona las relaciones entre la junta directiva y el CEO e indica que las organizaciones deben disponer de canales adecuados para que haya efectividad en la comunicación y en las disposiciones; y el desempeño, que es la situación real de las prácticas de gobierno corporativo en la organización; esta medición o diagnóstico presenta la realidad de la organización en cuanto a estas prácticas se refiere.

Las dimensiones mencionadas en el párrafo anterior nos permiten ver el gobierno corporativo en un panorama de 3D, en el que se proponen estrategias, se desarrollan y se evalúan, tal como vemos a continuación:

FIGURA 1
LAS TRES DIMENSIONES DEL GOBIERNO CORPORATIVO



Tomado de Handbook on Emerging Issues in Corporate Governance (2011)

Las adecuadas prácticas de gobierno corporativo están intrínsecamente relacionadas con los sistemas de gestión de las organizaciones, con alcanzar sus objetivos y con garantizar la sostenibilidad de las corporaciones; esto no es otra cosa que el control interno organizacional. Los objetivos organizacionales pueden verse afectados por riesgos que, como lo define el Estándar Australiano AS/NZS 4360:1999, son aquellas situaciones que tendrían un impacto sobre la consecución de estos.

Los riesgos no pueden evitarse; los riesgos pueden prevenirse y administrarse. Este es uno de los componentes que propone el modelo COSO, La administración de riesgos, para darles respuesta oportuna por medio de acciones como los controles.

Hay diversos tipos de riesgos en las organizaciones: financieros, reputacionales, operativos, entre otras clasificaciones. Sin embargo, es de suma importancia resaltar el riesgo de fraude que, de acuerdo a la definición que se dará en el punto siguiente, es un riesgo para el cual las organizaciones deben estar permeadas por diversos controles que eviten su probabilidad y ocurrencia.

El gobierno corporativo es una salvaguarda para mitigar los riesgos en las organizaciones, es un as bajo la manga que optimiza el desempeño, garantiza

la permanencia de las empresas en los mercados y está íntimamente articulado con el sistema de administración de riesgos en las organizaciones que, a su vez, hace parte del control interno.

8.4. El riesgo de fraude en las empresas familiares

Sería necesario efectuar una precisión acerca de cómo define el American Institute of Certified Public Accountants, AICPA, “el fraude. Indicando lo siguiente: de acuerdo con el SAS 99 emitido por AICPA en el 2002, el fraude se distingue del error es por la intencionalidad: el fraude es un acto intencional que resulta en un error material en los estados financieros que son objeto de una auditoría”, esto finalmente desencadenará que se presente ante los inversionistas, analistas y/o mercado una situación no realista de la compañía, con el fin de cumplir las expectativas de alguno o algunos de los grupos de interés.

En el ámbito internacional, la NIA 240 Responsabilidad del auditor de considerar el fraude y error en una auditoría de estados financieros, emitida por la Federación Internacional de Contadores (IFAC, en inglés), el término fraude se refiere a un acto intencional por parte de uno o más individuos entre la administración, los empleados o terceras partes, que da como resultado una representación errónea de los estados financieros.

Uno de los riesgos más significativos que enfrentan las organizaciones actualmente, de acuerdo al Instituto de Auditores Internos, IIA (Reding, Sobel, Anderson, Head & Ramamoorti, 2009), es el de fraude, ya que cuando un caso de fraude sale a la luz, ya sea fraude interno, fraude de terceros o fraude colusorio, es probable que la organización afectada sufra un impacto financiero significativo, además de un grave daño en su reputación.

La Asociación de Examinadores de Fraude Certificados, ACFE (2006), indica que el fraude ocupacional es “aprovechar el puesto de trabajo propio para el enriquecimiento personal por medio del uso indebido o el mal empleo de los recursos o los activos de la organización empleadora”.

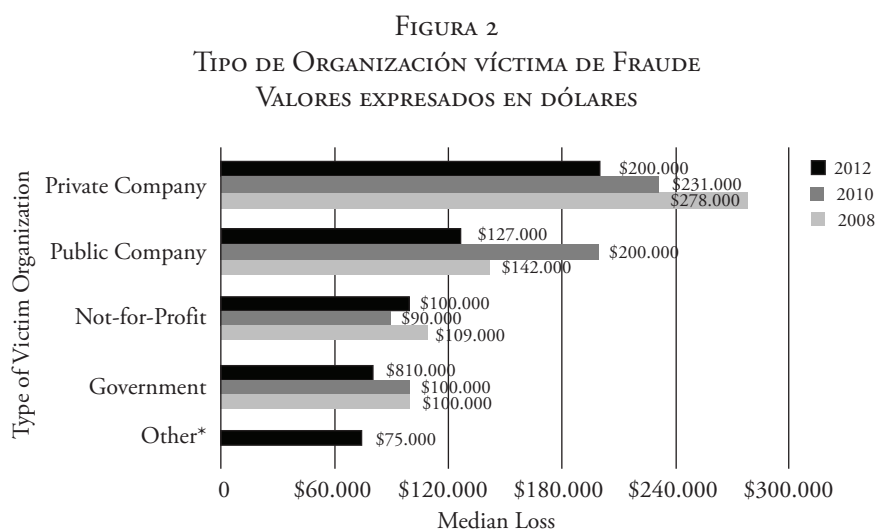
De estas definiciones se resalta que todas ellas confluyen en la intención de cometer actos ilícitos, con engaño e indebidos, de los que claramente ninguna organización está exenta.

Acerca del fraude, la teoría El triángulo del fraude, desarrollada por el profesor Donald R. Cressey (1961), está compuesta de tres elementos: motivación: existencia de una necesidad económica personal o familiar, real o artificial, del

defraudador; racionalización, el defraudador tiene que encontrar una justificación psicológica para sus actos, es la necesidad de no verse como un delincuente; oportunidad, la cual contempla dominio y conocimiento de eventuales debilidades o ausencias en el sistema de control interno, acceso a posiciones claves y la capacidad para organizar todos estos factores o elementos.

En las empresas familiares —al igual que en todas las organizaciones de la economía—, el fraude es un riesgo latente; por ello, se las debe proveer de todos aquellos mecanismos que les permitan reducir y minimizar este riesgo. Como se describió en el punto 2 de este artículo, el gobierno corporativo es una salvaguarda y una medida de mitigación para un riesgo tan importante e impactante, como el de fraude.

El riesgo de fraude no es aislado o exclusivo de determinados sectores; tipologías como malos manejos, malversación de activos, casos de corrupción y estados financieros fraudulentos se presentan en todos los sectores de la economía; de acuerdo con el Reporte a las naciones de fraude ocupacional y abuso, de 2012, emitido por la Asociación de Examinadores de Fraude Certificados, ACFE, el impacto en millones de dólares por sectores es el siguiente:



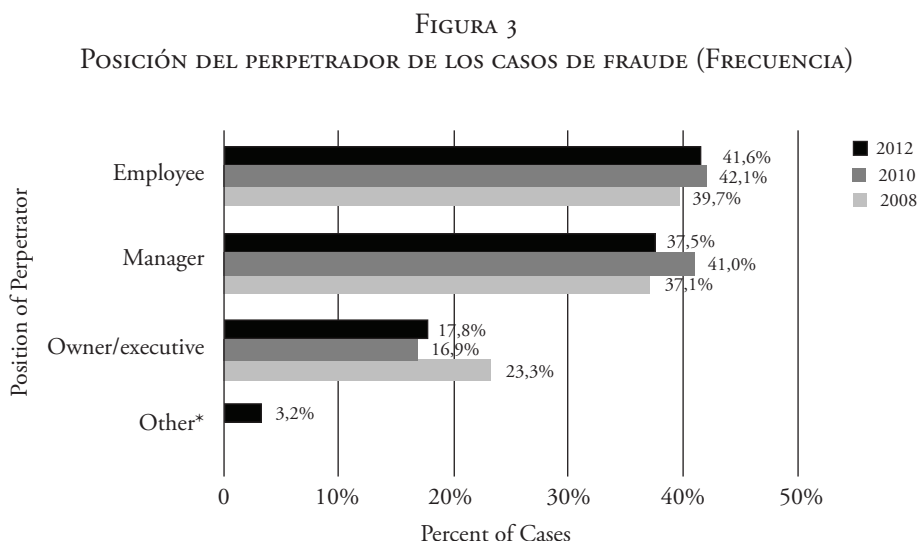
Fuente: Association of Certified Fraud Examiners (2012)

De acuerdo al estudio de ACFE, ningún sector está exento; aunque el sector privado fue el más susceptible durante los años 2008, 2010 y 2012, también hay una amplia participación del sector público, el gobierno y otro tipo de empresas.

Si bien son los empleados quienes más fraudes cometen (frecuencia), los cometidos por los propietarios, los altos ejecutivos y los directivos ubicados en la cúpula de las organizaciones, tienen más impacto monetario sobre las organizaciones, como muestra ACFE en el mismo estudio.

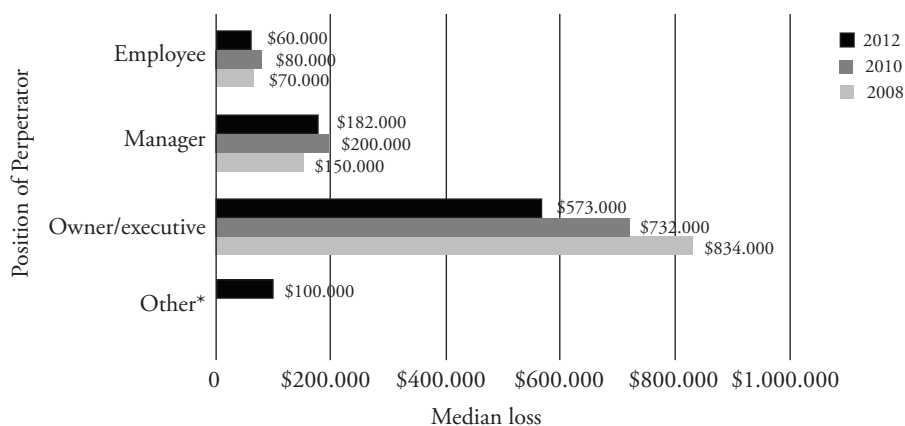
El fraude trae consecuencias nefastas que afectan todas las dimensiones de las organizaciones. La encuesta realizada por ACFE con corte a 2012, por tamaño de las organizaciones y número de empleados, evidencia también su impacto en millones de dólares sobre las organizaciones.

El fraude ataca tanto las organizaciones de clase mundial, como las pequeñas y medianas empresas; entre ellas, las empresas familiares. Como decía anteriormente, las empresas deben blindarse con herramientas como el buen gobierno corporativo, definido tradicionalmente en códigos de conducta, la responsabilidad de la junta directiva de las organizaciones respecto a su comportamiento transparente en todas sus actuaciones y decisiones. Por ello, deben tomar todas las medidas necesarias.



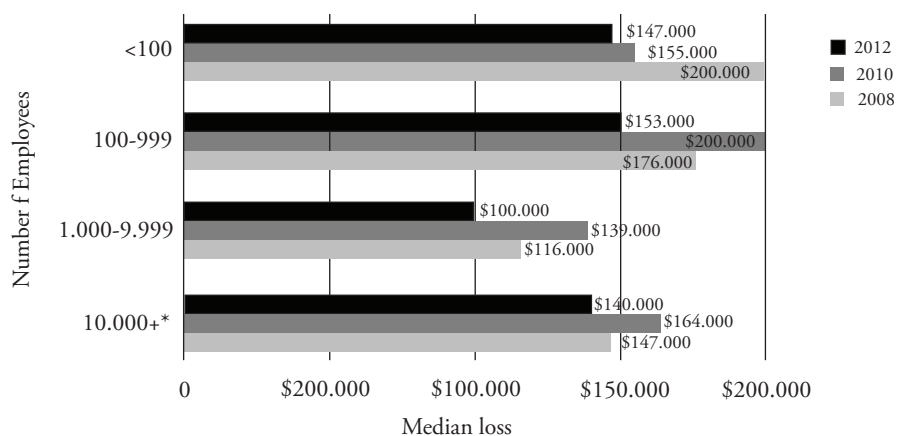
Fuente: Association of Certified Fraud Examiners (2012)

FIGURA 4
POSICIÓN DEL PERPETRADOR DE LOS CASOS DE FRAUDE (VALORES)



Fuente: Association of Certified Fraud Examiners (2012)

FIGURA 5
TAMAÑO DE LA ORGANIZACIÓN VÍCTIMA DEL FRAUDE
VALORES EXPRESADOS EN DÓLARES



Fuente: Association of Certified Fraud Examiners (2012)

8.5. Gobierno corporativo en empresas familiares

Con respecto a las empresas familiares, hay divergencia de opiniones. Ha habido estudios en cuanto a su desempeño financiero, otros en cuanto a la viabilidad de las opciones de inversión y así, en cada uno de los temas que puedan desarrollarse

dentro de estas estructuras de negocio; por ejemplo, un estudio de Thomson Financial (2003) indica que las empresas familiares superan a las no familiares en términos de ventas y ganancias. Por otro lado, en materia de inversión, el pensamiento que tienen los miembros de una familia es generar sostenibilidad de su organización en el largo plazo y heredar una empresa a las generaciones venideras, por ello se tiene un pensamiento orientado al futuro (James, 1999).

Por otro lado, autores como Eugene Fama y Michael Jensen (1983) indican que lo que impulsa a las empresas familiares son los sentimientos, como el compromiso, la continuidad del conocimiento, la confiabilidad y el orgullo. Maximiliano González, Carlos Pombo, María Andrea Trujillo y Alexander Guzmán (2012) resaltan el tema de los sentimientos, pues afirman que cuando la gerencia está a cargo de un descendiente familiar, el tema de la remuneración pasa a un segundo plano, porque la satisfacción personal es el primer beneficio buscado en su gestión. Las empresas familiares en particular, enfrentan grandes retos en materia de la administración de sus recursos. En el estudio realizado por Rüdiger Fahlenbrach (2009), se ha determinado que la gestión es más efectiva cuando la empresa es dirigida por su fundador, ya que este pone todo el empeño en la adquisición de nueva tecnología, activos fijos e investigaciones, todo ello para buscar la optimización del desempeño. Otros análisis demuestran lo contrario. Fred Neubauer y Alden Lank (1998) indican que una de las características de las empresas familiares es que en algunos casos no son sostenibles en el largo plazo. Según estos autores, casi dos tercios de las empresas familiares colapsan o son vendidas por el fundador(es) durante su propio período. Solo entre el 5 y el 15% continúan hasta la tercera generación de los descendientes del fundador(es).

En el caso colombiano, el reciente estudio de González, Pombo, Trujillo y Guzmán (2012) indica que las empresas familiares prefieren adquirir deuda antes que perder el control de las compañías frente a nuevos socios externos, ya que son paternalistas en cuanto al tema de la propiedad y no desean ceder lo que con tanto esfuerzo han adquirido.

Según William Schulze, Michael Lubatkin, Richard Dino y Ann Buchholtz (2009):

...Una empresa familiar típica provee a los miembros familiares una estabilidad laboral o seguro de desempleo, independientemente del desempeño de los individuos, así como beneficios que no recibirían en otra empresa. Además, los autores destacan el hecho de que los miembros familiares en ocasiones encuentran complicado disciplinarse y supervisarse a sí mismos, puesto que la

propensión de los padres a proteger a los hijos les dificulta tomar acciones que puedan afectar el bienestar de los miembros de la familia...

Las empresas familiares son un escenario diferente en el panorama empresarial, ya que, por su misma estructura, traen consigo conflictos de interés entre los propietarios y la administración, un panorama totalmente diferente en cuanto a la teoría de la agencia se refiere. Esto hace que deban tener unos controles y prácticas de gobierno corporativo adicionales a las que tienen las empresas con un patrimonio no familiar.

Para tener unos adecuados principios de gobierno corporativo, es importante tomar como referencia los emitidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE, para ofrecer normas y buenas prácticas que buscan fortalecer la estructura empresarial. Como el objeto de este artículo son las empresas familiares en Colombia, revisaremos uno a uno los principios y cómo estos impactan estas empresas directamente.

Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo

Como lo define la OCDE: “El marco para el GC deberá ser la base originaria de transparencia y eficacia en la información, el marco del gobierno corporativo debe establecerse sobre el marco reglamentario y legal; la organización debe estar alineada con la observancia de las leyes” (Johnston, 2004).

Para alinearse adecuadamente con un marco regulatorio, las organizaciones deben conocer el sector al cual pertenecen y el entorno en todas sus dimensiones: económica, social, tributaria y ambiental; esto con el objetivo de cumplir todos aquellos requerimientos de taxativa aplicación. En el marco eficaz del gobierno corporativo, se ha venido tocando un tema de amplia difusión y aplicación en los últimos tiempos como el cumplimiento, que en palabras simples, consiste en que las operaciones administrativas, financieras, operativas y de todo tipo de una entidad se realicen conforme a las normas legales, reglamentarias, estatutarias y de procedimientos que le son aplicables.

Este es el andamiaje del gobierno corporativo, ya que da una estructura de legalidad a la organización, lo cual garantiza que los demás principios enumerados por la OCDE estén basados en principios legales.

En el ámbito colombiano, el tema normativo en materia de gobierno corporativo ha tenido un avance paulatino, de acuerdo con Abel María Cano-Morales (2006) hasta 1995 en Colombia, “el funcionamiento de las sociedades, incluidas aquellas que negocian sus títulos en el mercado de valores, estaba regido bási-

camente por el Código de Comercio, que es un decreto expedido hace ya más de treinta años (Decreto ley 410 de 1971)". El avance ha sido progresivo, de acuerdo con los sectores de la economía; el primer ente misor de un código de gobierno corporativo fue la Superintendencia de Valores en 2001, con lo cual se salvaguardó la rentabilidad de los fondos de pensión, mediante la Resolución 275 de 2001; en 2007, la Superintendencia Financiera emitió la Circular 028 de 2007, que es la originaria del Código País. Por otro lado, la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, Confecámaras, por medio del programa Gobierno Corporativo, ha liderado la sensibilización y concientización de los empresarios sobre estos temas.

Los sectores financieros y de valores llevan la delantera en estos temas. Esto nos hace pensar: ¿qué pasa con las empresas del sector real?

Y más en concreto, ¿qué pasa con las empresas de familia? De acuerdo con la Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia (2009):

Es evidente que la economía colombiana está compuesta por sociedades cerradas. Inclusive, en el sector financiero colombiano, más del 60% de las sociedades tienen características propias de las sociedades de familia. En el sector real, de acuerdo con las cifras de la Superintendencia de Sociedades, de las 19.109 empresas que enviaron reportes financieros a diciembre del 2005, el 70% son sociedades de familia, considerando las mismas como aquellas en donde existe entre dos o más socios un parentesco de consanguinidad hasta el segundo grado (padre, madre, hijos y hermanos) o único civil padre o madre adoptante e hijo adoptivo), o están unidos entre sí matrimonialmente, siempre y cuando los socios así relacionados ejerzan sobre la sociedad un control económico, financiero o administrativo.

Como lo evidencia la Superintendencia de Sociedades, la participación en la economía de las empresas de familia es bastante impactante. Por ello es tan importante centrar parte de la atención en este sector de la economía.

Los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad

El marco para el gobierno corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.

- Garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros.
- Todos los accionistas deben tener la oportunidad de realizar un recurso efectivo en caso de violación de sus derechos.

Este principio es una salvaguarda a los accionistas, ya que garantiza sus derechos. Es vital que se estipule que los inversionistas tienen derechos; que como define la RAE la palabra Derecho, se refiere a la “facultad de hacer o exigir todo aquello que la ley o la autoridad establece en nuestro favor, o que el dueño de una cosa nos permite en ella”.

La OCDE (1999) indica que “Este principio se refiere a que el marco en el cual se desarrolla el gobierno corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas, la participación de estos les permite disfrutar de los beneficios de la sociedad y ejercer influencia sobre esta. El derecho de los accionistas a influir en la sociedad se centra en determinadas cuestiones fundamentales, como la elección de los miembros del Consejo u otras formas de influir en la composición del mismo, los cambios en los estatutos de la sociedad, la aprobación de transacciones extraordinarias y otras cuestiones básicas que se establecen en el Derecho de sociedades y en los estatutos internos de la compañía. Esta sección puede considerarse como una declaración de los derechos más básicos de los accionistas”.

La OCDE deja claro que no se espera de los accionistas que asuman ninguna responsabilidad en el ámbito de la gestión de las actividades de la sociedad. La responsabilidad en relación con la estrategia y las operaciones de la empresa se deja, por lo general, en manos del Consejo; sin embargo, esto en las empresas familiares no aplica del todo, ya que ellos son los accionistas, en algunos casos miembros del Consejo y en ocasiones también hacen parte de la nómina de las organizaciones.

Las estructuras en las empresas de familia se pixelan, de acuerdo con Andrés Bernal (2006), en el caso de las empresas cerradas y de familia, el panorama sobre la Teoría de la Agencia —como se definió al inicio de este artículo— se puede desdibujar, ya que el concepto tradicional de “donde unos manejan el dinero de otros” no es del todo aplicable, porque en la mayoría de los casos los dueños tienen una importante participación en la estructura de negocios de las organizaciones, con lo que los gerentes y los accionistas en muchas oportunidades son las mismas personas.

Tratamiento equitativo de los accionistas

Así como los accionistas tienen unos derechos adquiridos, lo cual es su salvaguarda, se debe garantizar el trato igualitario a los accionistas sin diferenciar o excluir la confianza de los inversores en que el capital que aportan será protegido frente a un posible uso o apropiación indebida por parte de los directivos de la sociedad, los miembros del Consejo o los accionistas con poder de control. Este es un factor importante dentro de los mercados de capital. Los miembros del Consejo de una sociedad, sus directivos y accionistas con poder de control pueden tener la oportunidad de realizar operaciones que redunden en su interés propio a expensas de los accionistas carentes de poder de control.

La guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia (2009) indica que el 67,60% de las compañías NO cuenta con procedimientos documentados para responder solicitudes, cuestionamientos, sugerencias o comentarios efectuados por los socios o accionistas. Con esto se evidencia que a los accionistas en la actualidad no se les está haciendo valer sus derechos de manera equitativa y formal.

Ese tratamiento equitativo a los accionistas, en el caso de las empresas familiares debería incluir entre otras cosas, que es necesario prohibir la celebración de operaciones entre accionistas, con base en información confidencial con la cual solo contaban los accionistas involucrados en la celebración del negocio que corresponda.

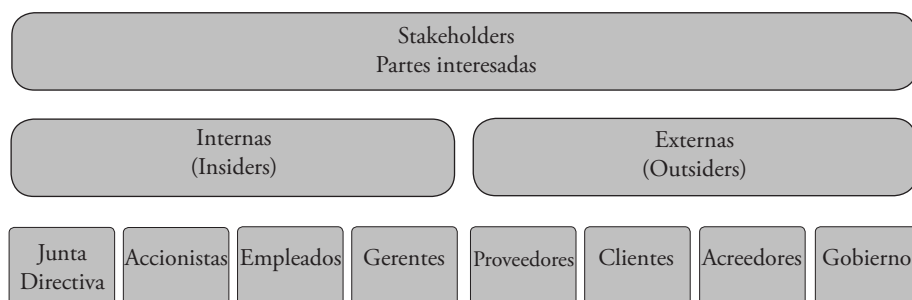
El papel de las partes interesadas en el gobierno corporativo

El concepto gobierno corporativo involucra las relaciones entre la administración de la empresa, sus directivos, sus accionistas y demás agentes económicos que mantengan algún vínculo o interés en la empresa. Estos agentes económicos se denominan stakeholders, que puede definirse como “quienes pueden afectar o son afectados por las actividades de una empresa”.

En su Código marco de buen gobierno corporativo para pequeñas y medianas empresas, Confecámaras indica que las partes interesadas involucran todos los ámbitos y personas sobre las cuales tiene influencia la sociedad. Se consideran grupos de interés, entre otros, los asociados, empleados, consumidores, competidores, tenedores de títulos, organismos reguladores de control y vigilancia, comunidad y proveedores de bienes y servicios de la sociedad. Son los stakeholders. Entre los grupos de interés se encuentran los consumidores, los proveedores; los organismos de reguladores, de control y vigilancia del Estado,

que tengan injerencia sobre el desarrollo de la empresa; los competidores, los empleados de la sociedad, la localidad en donde está ubicada la empresa y los tenedores de títulos de deuda privada.

FIGURA 6
LAS PARTES INTERESADAS TÍPICAS DE UNA EMPRESA



Fuente: elaboración propia

En la figura 6, las partes interesadas internas se conocen como *insiders* y las partes interesadas externas son *outsiders*.

La iniciativa del gobierno corporativo en las compañías debe nacer de las partes interesadas internas (*insiders*), ya que es responsabilidad de los accionistas, la junta directiva, la gerencia y los empleados llevar a cabo todas las dimensiones del gobierno corporativo mencionadas en el punto No. 2 de este artículo (diseño, desarrollo y desempeño). Mediante la creación y la puesta en marcha de estrategias adecuadas, todos los miembros de las compañías generan sinergia.

Aunque las partes interesadas internas crean valor, ellas mismas obtendrán los beneficios mediante una mayor valoración de la empresa, confianza, transparencia en la información, reconocimiento y reputación en el mercado.

Las partes externas se verán beneficiadas también, en materia de conocimiento de la información de la organización, reportes financieros y de procesos y, a su vez, los clientes y proveedores se sentirán motivados a realizar operaciones con la organización teniendo en cuenta el sello que le imprime el gobierno corporativo.

Las responsabilidades del consejo

En el ámbito colombiano, la figura del consejo se refiere a las juntas directivas: “La Ley establece que los administradores, entre ellos los miembros de junta directiva, deben obrar de buena fe, con lealtad y con la debida diligencia de un buen hombre de negocios” (artículo 23, Ley 222 de 1995).

La junta directiva en Colombia busca que no haya conflictos de intereses entre los miembros que la componen, cuyo número mínimo es de cinco (5) miembros y el máximo es de nueve (9). Esta debe estar compuesta por diferentes representantes de los accionistas mayoritarios y al menos uno de los accionistas minoritarios, de los tenedores de títulos y miembros independientes. Sus funciones deben ser ejercidas durante el término de un año y sus miembros podrán ser reelegidos de conformidad con la evaluación de la gestión que realice la asamblea general de accionistas.

• ***Funciones de la junta directiva***

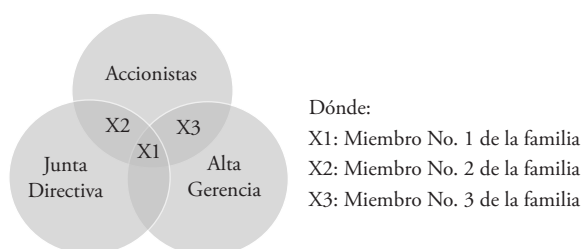
“La junta directiva es el máximo responsable de la obtención de resultados razonables para los asociados y de la supervisión del rendimiento de los ejecutivos clave. A su vez, está encargada de prevenir los conflictos y equilibrar los intereses de los distintos grupos”.

La junta directiva se vuelve un componente vital de la estructura de gobierno corporativo, es la representación de los accionistas en las organizaciones y, a su vez, la representación de toda la organización, incluyendo su eficiencia y efectividad ante los accionistas.

Sin embargo, retomando la idea expuesta por Andrés Bernal (2006), en el escenario de las empresas familiares esto se desfigura, totalmente, ya que un mismo accionista (integrante de la familia X) puede ser miembro de junta directiva y, a su vez, estar empleado en la compañía dentro de la alta gerencia u otro cargo.

Gráficamente, la cosa sería más o menos así:

FIGURA 7
ESTRUCTURA DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EMPRESAS FAMILIARES



Fuente: elaboración propia

Esto nos permite evidenciar que, además del esfuerzo que las compañías cerradas de tipo familiar deben hacer en la adopción de prácticas de gobierno corporativo estándar, deben también implementar salvaguardas frente a la estructura que manejan; esta protección frente a este tipo de estructura, no sería otra herramienta, sino los protocolos de familia, de los cuales hablaremos más adelante.

En aras de optimizar su gestión, las juntas directivas designan comités; estos serán conformados por miembros de la junta directiva y personas externas idóneas para los temas asignados. A estos, a su vez, les son encargadas tareas específicas, como la contratación de ejecutivos clave, la remuneración de sus empleados, la responsabilidad ambiental, la implementación de normas, etc. De todos estos comités, hay uno que conviene mencionar en materia de información financiera, control interno y transparencia de la información, pues es un comité de gran importancia: el comité de auditoría.

Este comité es de obligatorio cumplimiento para todas aquellas empresas reguladas por la SEC (*Securities and Exchange Commission*) y que cotizan en el mercado de valores de Estados Unidos. Esta obligatoriedad se originó a partir de la aparición de la Ley Sarbanes Oxley en 2002, que fue incitada por todos los casos internacionales de fraude, como:

TABLA 1
CASOS DE FRAUDE ANTERIORES A 2002
(AÑO DE PROMULGACIÓN DE LA LEY SARBANES-OXLEY, SOX)

Compañía	Descripción del caso	Cuantificación	Año
Mercado accionario norteamericano	Colapso de la Bolsa de Nueva York evidenció prácticas fraudulentas y abusivas en las sociedades emisoras de valores.	Desempleo del 50%	1930
Caso Watergate	Un buen número de las principales corporaciones de EEUU habían realizado contribuciones políticas domésticas ilegales y pagos cuestionables o ilegales, incluyendo sobornos a directivos gubernamentales extranjeros.	Costo reputacional	1973
Salomon Brother	Salomon Brother anuncia una provisión antes de impuesto para cubrir años de errores contables	217 millones de dólares	1994

Compañía	Descripción del caso	Cuantificación	Año
Banco Barings	Fue el primer gran escándalo financiero de la era moderna. Leeson, el trader estrella de Barings en Asia, tomó “prestados” 1.000 millones de dólares del banco sin que nadie lo supiera y los invirtió en derivados sobre divisas con un enorme apalancamiento. El banco, entre cuyos clientes estaba la reina Isabel de Inglaterra, no pudo hacer frente a los compromisos y quebró.	1.4 billones de dólares	1995
Daiwa Bank	Por 11 años se falsificaron documentos para ocultar pérdidas de la oficina en NY por ventas de bonos, propiedad del banco y de clientes, sin contar con las autorizaciones expresas	1.1 billones de dólares de pérdidas y \$340 millones de dólares de multa	1995
TYCO International	Global Crossing demandó a la filial de cable submarino de Tyco Internacional por fraude y robo de secretos comerciales. Tyco, que se había comprometido a construirle una red de submarina de fibra óptica, se apropió después de los planes para desarrollar la misma red pero con Telefónica. Así mismo emisión de facturas falsas y el intento de extorsión para conseguir más dinero amenazando con detener las obras críticas del proyecto.	1.200 millones de dólares.	1999
MERCK	Por tres años se registraron ventas inexistentes de su filial en México.	12,400 millones de dólares	2001
World Com	Se violaron algunas reglas de preparación de la información financiera. Años de bonanza que acostumbró a los accionistas a recibir resultados positivos, poco volátiles y en línea con las expectativas planteadas. Planes de compensación de ejecutivos basados en resultados de corto plazo	3 mil 800 millones de dólares	2001
Peregrine Systems	Un ejecutivo de la organización, se enteró de la renuncia de su presidente ejecutivo Stephen Gardner, y la de su CFO, Matthew Gless. La junta directiva había emprendido una investigación sobre una falsificación de ingresos. La condición de la empresa pronto se tornó peor de lo imaginable.	Medio billón de dólares	2001

Compañía	Descripción del caso	Cuantificación	Año
Health South	Falsificación de los reportes de las ganancias de la compañía durante décadas con el objetivo de cumplir con las expectativas de los inversionistas y controlar el precio de la acción. Se estima que las ganancias de HealthSouth fueron falsamente infladas por \$1.4 mil millones, los cuales, representaban más del 10 por ciento de los activos totales de la empresa.	1.4 mil millones de dólares	2001
ENRON	Ocultamiento de deudas y registro de utilidades mayores a las reales, a efecto de generar un mayor flujo de efectivo y mantener confianza de inversionistas. Inadecuada aplicación de principios contables, alterando de manera intencional las cifras del negocio, manteniéndose ventas de acciones, bonos a ejecutivos bajo una perspectiva financiera incorrecta.	Pérdidas reconocidas por los accionistas 638 millones de Euros; impacto en el sistema pensional y Económico a nivel internacional con pérdidas incalculables.	2001

Fuente: elaboración propia

La Ley Sarbanes Oxley, SOX, fue una respuesta a estos repetidos casos de fraudes y escándalos financieros en Estados Unidos; la SOX buscó, entre otras cosas, establecer nuevos estándares de contabilidad y penas para los gerentes de las compañías, instaurar nuevos estándares para las firmas de auditoría y la creación y formalización de los comités de auditoría.

En las juntas directivas, los comités de auditoría son los responsables de la supervisión de los procesos de contabilidad, emisión y auditoría de los informes financieros; esto en aras de la transparencia de la información y la reducción del riesgo de fraudes en los estados financieros.

Sin embargo, la obligatoriedad de la Ley Sarbanes Oxley se centra en aquellas compañías reguladas por la SEC. En el caso colombiano, esto se reduce a unas pocas compañías de gran envergadura y tamaño que decidieron incursionar en mercados de valores internacionales. Pero según las cifras de la Superintendencia de Sociedades (2009), el 70% de las compañías de nuestro país es de naturaleza familiar y no está regulado por la SEC. Por tanto, no están obligadas a contar con comités de auditoría.

Sin embargo, la no existencia obligatoria de Comités de Auditoría no es exclusiva del caso colombiano, como se evidencia en el libro Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, de Alexander Guz-

mán y María Andrea Trujillo (2012), publicado por el CESA con el apoyo de Confecámaras. En el ámbito internacional, Simon S. M. Ho y Kar Shun Wong (2001) encuentran que la existencia de comités de auditoría voluntarios está relacionada positivamente con la cantidad de información que revelan las empresas de manera voluntaria.

Con lo anterior, se podría decir que para las empresas de tipo familiar, los comités de auditoría deberían ser una práctica voluntaria; sin embargo, las juntas directivas estarían dispuestas a realizar esta función en la medida en que la información sea transparente y objeto de revelar sin ningún reparo.

Revelación de datos y transparencia

Ya desde el punto anterior se viene hablando de la transparencia y este tema es vital, ya que se centra en la verdad y, en particular en la verdad contable, que se ha visto afectada por los escándalos financieros que impactan la confianza y la credibilidad en la información.

Este principio apunta a asegurar que la información presentada por la organización sea veraz, precisa, oportuna y diáfana. Las empresas presentan dos tipos de información, la financiera y la no financiera. Entre la financiera se encuentran los estándares de contabilidad, balances y estados de resultados, información eventual (como una nueva inversión, pérdida repentina, etc.); control sobre otras sociedades o cambio de control de la sociedad y los sistemas de compensación de los administradores. Y la no financiera se refiere a la información sobre la evaluación de los ejecutivos clave; objetivos, misión y visión de la sociedad, estructura de gobierno corporativo; sistema de control interno y auditoría y derechos y procedimientos de votación e información eventual como el nombramiento y remoción de ejecutivos, cambios en la estrategia corporativa, etc.

En Colombia, el artículo 20 de la Constitución Política “consagra para todas las personas, como derecho fundamental, la libertad de informar y de recibir información veraz e imparcial”. Este derecho se hace extensivo a las relaciones contractuales y al ámbito de los negocios.

“El artículo 1344 del Código de Comercio Colombiano establece una clara obligación de información en cabeza de los corredores y frente a terceros. En adición al deber de información que el derecho comercial impone a los corredores frente a sus eventuales clientes la legislación bursátil prevé otras manifestaciones del deber de información de las entidades cuyos títulos se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, frente a la Superintendencia de

Valores y al mercado de valores, en general. Las resoluciones 400 del 22 de mayo de 1995 y 1200 del 21 de diciembre de 1995 prevén la información periódica y la eventual que debe ser suministrada a la Superintendencia de Valores y al mercado y la responsabilidad que se deriva de dicho suministro de información artículos 1.1.3.1 de la Resolución 400 de 1995 y 1.1.4.1 de la Resolución 1200 de 1995). En el mismo sentido, la Ley 964 de 2005 ha introducido para las sociedades emisoras de valores, entre otros principios de buen gobierno corporativo (i) el deber de divulgar los acuerdos de accionistas inmediatamente sean suscritos y (ii) la responsabilidad, en cabeza de los representantes legales de los emisores de valor, en el sentido de dar cumplimiento a la obligación de establecer y mantener sistemas adecuados de revelación y control de la información financiera” (Muñoz-Tamayo, 2006, p. 45 citado en Confecámaras, s.f.).

Entre los Principios y Marco de referencia para la elaboración de un código de buen gobierno corporativo, Confecámaras (2004) indica que: “A pesar de todos los esfuerzos que hace el país para ejercer control y motivar a las entidades a cumplir con una norma de transparencia en cuanto a la información, son muchas las empresas que han implantado como un ‘antivalor’ aceptado socialmente, la asimetría de la información para el logro de beneficios directos e indirectos a la organización”. Por esta razón, muchos Gobiernos Corporativos dejan de cumplir su objetivo principal. “El Gobierno Corporativo incluye acciones tomadas por las Juntas Directivas y comités de auditoría para asegurar la confiabilidad de los reportes financieros [...] hay presencia de factores de riesgo que indican que las juntas directivas o los comités de auditoría pueden ser ineficaces para tomar dichas acciones”.

Sin embargo, se ha demostrado que las empresas que cuentan con comités de auditoría poseen una confiabilidad de la información mayor a las otras: “Investigaciones empíricas anteriores suministran alguna evidencia de una relación positiva entre la calidad del gobierno corporativo y la confiabilidad de los estados financieros. Por ejemplo, las compañías que no tienen comité de auditoría es más probable que tengan reportes financieros fraudulentos”.

El fraude es también más probable entre compañías que tengan pocos miembros independientes en la junta directiva y en el comité de auditoría. Estos estudios implican que cuando este elemento clave de supervisión no existe, es más probable que haya consecuencias en términos de la calidad de los reportes financieros.

Estas investigaciones empíricas demuestran el valor de los sistemas de control y vigilancia que deben tener las organizaciones para poder cumplir los estándares mínimos de prácticas de buen gobierno corporativo.

Otros lineamientos del gobierno corporativo que impactan a las empresas familiares

Adicional a los principios indicados por la OCDE mencionados en los puntos anteriores, hay otros puntos de suma importancia que deberían ser tenidos en cuenta por las empresas familiares:

- Los protocolos de familia

Un protocolo de familia busca establecer de manera formal y documentada, los lineamientos que permitan mantener dentro del ámbito empresarial en las empresas familiares la cultura y los valores, haciendo explícitas su misión y visión, su historia, los planes de sucesión y los valores familiares. Además, la Corporación Andina de Fomento, CAF, afirma:

La asamblea de familia es el órgano con carácter informativo y sin facultades decisoras que aglutina a todos los miembros de la familia que tengan cierta edad (18 años), trabajen o no en la empresa, con carácter periódico (normalmente anual), sean socios o no. Es un foro para mantener a la familia al tanto de la marcha de la empresa, definir las relaciones entre empresa y familia y fomentar el intercambio de las opiniones entre los miembros de la familia. El consejo de familia es el órgano en que la familia toma decisiones sobre las relaciones empresa y familia.

Es el órgano que aplica las normas y contenidos de la empresa familiar. Es preciso que en él estén representadas las ramas familiares a través de sus cabezas y que se reúna tres o cuatro veces al año (CAF, 2006, p. 53).

- Administración y resolución de controversias

Las sociedades colombianas adoptarán sistema de administración y resolución de controversias para los siguientes casos: frente a los terceros aportantes de recursos; resolución interna de conflictos en la sociedad y solución de controversias derivadas del gobierno corporativo. Después del análisis de los siete principios antes mencionados, enmarcados en la OCDE, Colombia estableció alianza con el CIPE (Centro para la Empresa Privada Internacional), filial de la Cámara de Comercio de Estados Unidos, que apoya y fomenta las actividades de Confecámaras en su propósito de fortalecer la transparencia, la responsabilidad financiera, la competitividad y los principios de Corporate Governance en Colombia.

El interés que ha mostrado América Latina en la elaboración de códigos de buen gobierno corporativo, apunta más hacia el sector privado, en razón a la creciente respuesta de procesos de privatización de empresas gubernamentales.

El sector privado está incrementando el bienestar social de la región, en materia de empleo y de competitividad.

8.6. Gobierno corporativo como estrategia en la reducción de fraude en las empresas familiares

“En los últimos 10 años, la ejecución de los diferentes códigos de buen gobierno que se han desarrollado en diversos países, ha logrado reformar e impactar el mundo empresarial. Pues este modelo está orientado a definir una serie de tácticas y estrategias empresariales que bajo los principios de ‘transparencia, eficiencia y probidad en las empresas’ busca atraer capitales, asegurar el buen manejo y la administración de las sociedades, especialmente de aquellas que emiten títulos en el mercado público de valores; así como proteger los derechos de todos los grupos de interés con los que interactúa la organización y fomentar la confianza en los mercados financieros promoviendo la competitividad” (Marulanda, 2003, p. 9).

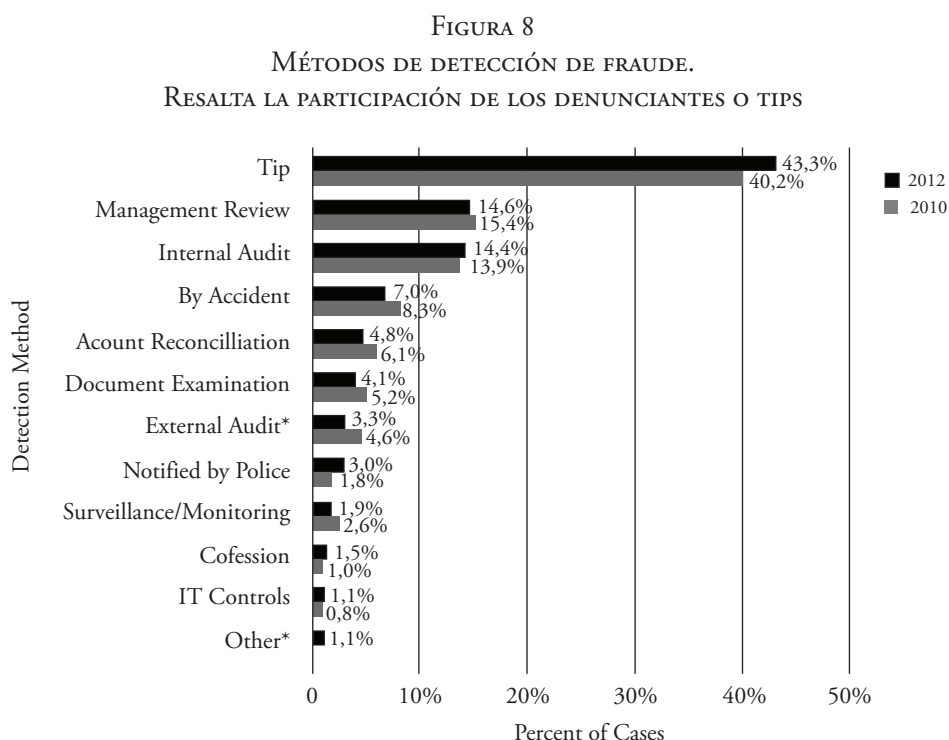
Así mismo, el CIPE “se ha involucrado al esfuerzo mundial para combatir la corrupción y promover economías democráticas, basadas en el mercado, a través de un gobierno corporativo sano. El CIPE y sus socios globales han desarrollado e implementado estrategias innovadoras que invitan al sector privado a instituir sistemas de gobierno corporativo efectivos, basados en los principios internacionales y las realidades locales” (Sullivan, 2003).

De acuerdo al IIA (Reding, Sobel, Anderson, Head & Ramamoorti, 2009), el punto de partida para estrategias de blindaje en temas de fraude, debe ser coherente con un enfoque aceptado, como el enfoque integrado de control interno COSO, ya que es necesario crear un ambiente de control que se base en la cultura organizacional, generando sensibilización sobre el fraude. También es importante elaborar una política formal para investigar posibles casos de fraude. Todo lo anterior lleva a que los stakeholders tengan la percepción de que la compañía toma este asunto muy en serio. Tim V. Eaton y Michael D. Akers (2007) exponen en *The CPA Journal*, la revista profesional contable estadounidense, editada por la profesión contable en Estados Unidos, que para desarrollar un programa antifraude efectivo, se deben desarrollar los siguientes componentes claves:

- Un programa formal de evaluación del riesgo de fraude: no hay un método estándar para que una empresa implemente su evaluación del riesgo de fraude,

pero como mínimo debe adherir a un marco de control aceptado y recibir supervisión considerable de la gerencia. Debe evaluar en forma sistemática los factores de riesgo, detectar posibles artimañas y escenarios de fraude, y priorizar los riesgos de fraude identificados.

- Un programa de denuncias anónimas: no basta con un número de teléfono para dar información o con una grabadora. Las empresas deben demostrar la eficacia de su programa de denuncias anónimas en términos de educación y capacitación de los empleados, facilidad de uso, control y seguimiento. Además, se debe tener cuidado con la protección de información personal y documentos electrónicos. De acuerdo con la encuesta de fraude ocupacional de ACFE de 2012, los canales de denuncia o hotline tienen una amplia eficacia entre las prácticas de mitigación del riesgo de fraude; por ello, se debe motivar a los informantes a denunciar; la encuesta de ACFE indica que el 43% de los fraudes se detectó por canales de denuncias, como se visualiza a continuación:



Fuente: Association of Certified Fraud Examiners, Inc. (2012)

- Un código de conducta/política antifraude: el código de conducta o de ética de una empresa es la primera línea de comunicación relativa a su filosofía sobre la prevención del fraude y, por tanto, se considera obligatorio para crear un fuerte ambiente de control interno (y para prevenir el fraude). De acuerdo con la encuesta de ACFE 2012, tener un código de conducta en compañías con menos de cien empleados, reduce el riesgo de fraude en 50,00% y en aquellas que tienen más de 100 empleados, en 89,81% (ver figura 9).

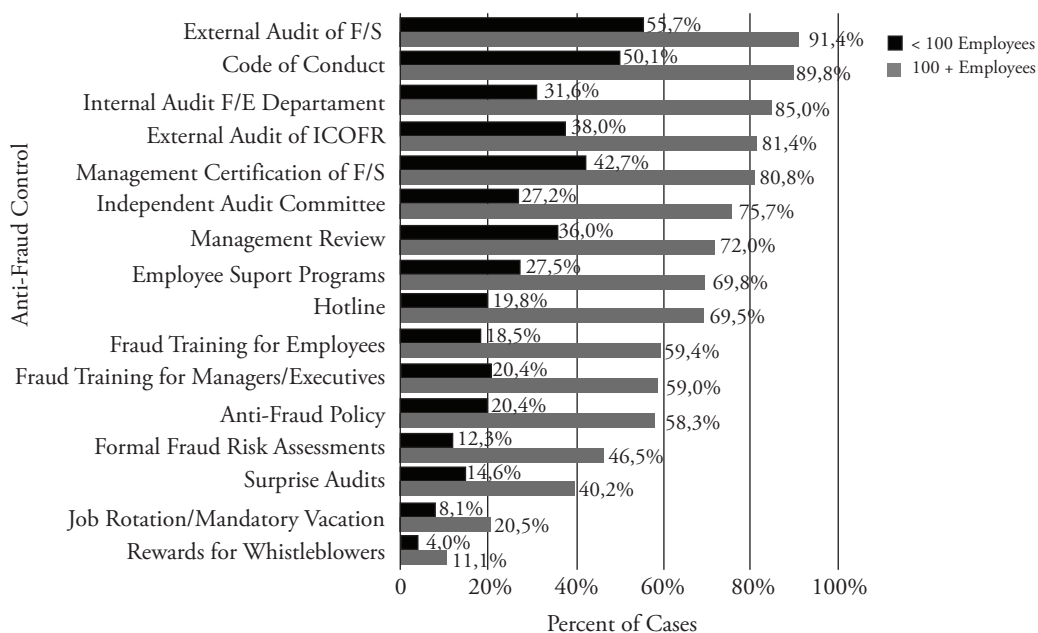
El IIA (Reding, Sobel, Anderson, Head & Ramamoorti, 2009) indica que los encargados del gobierno (habitualmente el comité de auditoría u órgano equivalente) deben supervisar la eficacia de los programas antifraude y las actividades de control, mediante pruebas periódicas de esas actividades de control a cargo de la auditoría interna. Es vital que haya una constante retroalimentación.

Fallas en las prácticas de gobierno corporativo en empresas de clase mundial, como Enron, WorldCom, Merck, Nortel, WorldCom, Global Crossing, AIG o Ahold, que llevaron a la creación de leyes como Sarbanes Oxley, reflejan que la ausencia de buenas prácticas de gobierno en las organizaciones pueden terminar en su fracaso. Esto lo podemos visualizar en la tabla 1, Casos de fraude anteriores a 2002 (año de promulgación de la Ley Sarbanes-Oxley, SOX). Toda esta base teórica del gobierno corporativo permite sustentar que es necesario fortalecer la confianza, al suministrar instrumentos de salvaguarda y supervisión aptos para alinear los intereses de los insiders (el equipo directivo y el grupo de control) con los intereses de los outsiders (los accionistas minoritarios y proveedores de financiamiento externo) (Arens, Elder & Beasley, 2004, p. 15).

Los estudios teóricos existentes —como lo menciona la Cámara de Comercio de Bogotá (2009)— indican que demostrar que para la prevención del fraude en una empresa, se necesita la adopción de adecuadas prácticas de gobierno corporativo, la aplicación de recursos económicos, humanos y de conocimientos para satisfacer sus exigencias de seguridad con el fin de mitigar los riesgos, teniendo en cuenta que debe haber una adecuada relación costo/beneficio (un control antifraude nunca debería ser más costoso que la cuantificación económica producto de la prevención lograda). La importancia de optimizar prácticas de gobierno se manifiesta de manera relevante, a raíz de casos de fraude derivados de malas conductas por parte de miembros del consejo y la alta dirección de grandes compañías nacionales e internacionales. Algunos ejemplos de la afirmación anterior corresponden a los enumerados en la tabla 1, Casos de fraude anteriores a 2002 (año de promulgación de la Ley Sarbanes-Oxley, SOX), pero puntualizando en temas relacionados con el gobierno corporativo:

FIGURA 9
CONTROLES ANTIFRAUDE.

RESALTA LA PARTICIPACIÓN DEL CÓDIGO DE CONDUCTA



Fuente: Association of Certified Fraud Examiners, Inc. (2012)

- El 3 de febrero de 2002, Financial Times indicó: “Enron era una compañía virtual con beneficios virtuales que aplicó una combinación de contabilidad agresiva, operaciones fuera de balance e intimidaciones a empleados y asesores”. Para conseguir este fin, la alta dirección de Enron presionó a los mandos intermedios de la compañía y, de manera especial, al auditor externo Arthur Andersen, por ese entonces una de las firmas más reputadas del mundo. En síntesis, no solo Enron defraudó al inversor sino que el sistema de control sobre el que descansaba la fiabilidad de los mercados de valores fracasó estrepitosamente.

- Al igual que Enron, WorldCom manipuló su contabilidad para aparentar unos beneficios que no había obtenido realmente y falseó la realidad de la empresa, lo cual afectó las decisiones y los intereses de los inversores y de otras partes interesadas.

- Otro caso en el que se vieron ampliamente afectados fue el sonado Esquema Ponzi, en el que se dieron pagos de intereses a inversionistas con su propio dinero invertido. Esta estafa consiste en que las ganancias de los primeros inversionistas

son generadas gracias al dinero aportado por ellos mismos o por otros nuevos inversores que caen engañados por las promesas de obtener, en algunos casos, grandes beneficios. Este esquema es muy similar al caso colombiano DMG; estas estafas afectan directamente a los inversionistas, y tienen un impacto social tan amplio que las prácticas de gobierno corporativo se han visto fuertemente cuestionadas. Por ello, se hace necesario retomar el tema de la ética empresarial, ya que el fraude no está reservado a las grandes multinacionales. El riesgo de fraude puede ser mitigado en un grado razonable con adecuadas prácticas de gobierno corporativo.

La implementación de mecanismos de prevención del fraude corporativo optimiza el ambiente de negocios, minimiza las conductas impropias y los actos deshonestos que vulneran la confianza de inversionistas, clientes y socios estratégicos.

Uno de estos mecanismos para la prevención del riesgo de fraude es un diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo, que representa el profundo compromiso para introducir elementos de competitividad internacional a las empresas colombianas. Este diagnóstico es una forma de monitorear la introducción de los elementos del concepto de Corporate Governance en Colombia, herramienta gerencial e instrumento de competitividad indispensable para la introducción de nuestras sociedades en los procesos de integración.

El diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo es un elemento de suma importancia en materia de reducción de fraude. Esta corta encuesta permite determinar si:

- ¿El ambiente organizacional fomenta la conciencia de control?
- ¿Se han establecido metas y objetivos organizacionales realistas?
- ¿Hay políticas escritas como código de conducta que describan actividades prohibidas?
- ¿Se han establecido y se mantienen políticas de autorización adecuadas?
- ¿Se cuenta con políticas, prácticas, procedimientos, informes y otros mecanismos para supervisar las actividades y proteger los activos, particularmente en las áreas de alto riesgo?
- ¿Los canales de comunicación proporcionan información adecuada y confiable a la dirección?

8.7. Método de casos: diagnóstico en materia de prácticas de gobierno corporativo como estrategia en la prevención del fraude para el grupo Mikarena de Colombia

Cuantificación de los casos de fraude dentro del grupo Mikarena de Colombia

TABLA 2
CASOS DE FRAUDE EN EL GRUPO MIKARENA,
ASOCIADOS A INADECUADAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Compañía	Descripción del caso	Valor en pesos	Año	Inadecuadas prácticas de control interno y G.C.	Consecuencias
Empresa No. 5	Un empleado con Usuario Master dentro del Sistema y a las Entidades Financieras en el momento de efectuar el pago de la nómina realizó transferencias a sus cuentas personales dentro de seis (6) meses consecutivos.	60 millones de pesos	2003	* Inadecuada segregación de funciones. * Políticas inadecuadas en materia informática en materia de usuarios y accesos.	* Pérdidas irrecurables * Costos administrativos y judiciales.
Empresa No. 1	Personal de la planta de producción sustrajo medicamentos en las cajas de los refrigerios durante cuatro (4) años de consecutivos.	150 millones de pesos	2004	* Inadecuados controles en materia de seguridad al personal de la planta en el ingreso y la salida. * Inexistencia de un Código de Ética que regule el comportamiento de los empleados.	* Pérdidas irrecurables * Costos administrativos y judiciales. * Comercialización de productos adulterados de mala calidad lo que podría acarrear pérdida de credibilidad.
Empresa No. 2	La Gerencia de ventas del distrito de Medellín se encargaba de hacer los recaudos de manera personal, dentro de los clientes, con esto se realizó jineteo y cuando el faltante era considerable la persona ya no lo pudo cubrir.	120 millones de pesos	2005	* Inadecuados controles dentro de los procedimientos existentes. * Inexistencia de un Código de Ética que regule el comportamiento de los empleados.	* Pérdidas irrecurables * Costos administrativos y judiciales.

Investigación sobre Gobierno Corporativo en Colombia

Compañía	Descripción del caso	Valor en pesos	Año	Inadecuadas prácticas de control interno y G.C.	Consecuencias
Empresa No. 5	Robo de mercancía en la Bodega de Producto Terminado injustificado en un fin de semana.	25 millones de pesos	2009	* Inadecuados controles en materia de seguridad al personal de la planta en el ingreso y la salida. Así mismo inexistencia de monitoreo a través de cámaras. * Inexistencia de un Código de Ética que regule el comportamiento de los empleados.	* Pérdidas irrecuperables * Costos administrativos y judiciales. * Comercialización de productos adulterados de mala calidad lo que podría acarrear pérdida de credibilidad.
Empresa No. 1	Un jefe de área con autorización a solicitar Bono Sodexo Pass, utilizó varios a su nombre para gastos personales.	30 millones de pesos	2008	* Inadecuada segregación de funciones. * Inexistencia de un Código de Ética que regule el comportamiento de los empleados.	* Pérdidas irrecuperables * Costos administrativos y judiciales.
Empresa No. 2	La Gerencia de Mercadeo que era la encargada de autorizar la compra de material promocional, escogía por lo general una compañía cuyo Representante Legal es el Esposo de la Gerente de Mercadeo, generando así Conflicto de Intereses.	1.200 millones pesos	2006, 2007, 2008 y 2009	* Inadecuados procesos de cotización. * Inexistencia de un Código de Ética que regule los casos de conflicto de interés que se puedan presentar.	* Mayores costos pagados por el material comprado a este proveedor.

Fuente: Comité de Auditoría del Grupo Mikarena de Colombia

Mikarena de Colombia es un importante grupo económico, conformado por empresas familiares, que ha logrado consolidarse en el sector farmacéutico y veterinario de la industria colombiana. El ambiente de negocios dentro del grupo se ha visto afectado por conductas impropias y actos deshonestos que vulneran la confianza de inversionistas, clientes y socios estratégicos. En este sentido, resulta necesario conocer con detalle el impacto y costo que han tenido estos ilícitos entre las empresas que operan dentro del grupo. A continuación, se detallan los casos de fraude que se han presentado en el grupo, asociados a inadecuadas prácticas de gobierno corporativo:

Metodología utilizada para la realización del diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo en el grupo Mikarena

Para realizar este diagnóstico, se tomó como base la encuesta desarrollada en 2008, por la Superintendencia de Sociedades. Este modelo permite determinar el estado de las prácticas en las sociedades del sector real e incluye las siguientes categorías:

1. Reunión ordinaria del máximo órgano social.
2. Desarrollo de las reuniones que realizó el máximo órgano social.
3. Procedimientos de selección, inducción y remuneración de representantes legales y ejecutivos claves.
4. Procedimientos de designación, evaluación y funcionamiento de la junta directiva.
5. Comités de la junta directiva.
6. Manejo del conflicto de intereses.
7. Transparencia de la información para socios o accionistas.
8. Manejo de la revisoría fiscal.
9. Estructura de propiedad.
10. Protocolo de familia.
11. Medidas relacionadas con los procesos de sucesión de la compañía.
12. Política frente a los altos ejecutivos.
13. Relaciones con la comunidad.
14. Prácticas relacionadas con el medio ambiente.
15. Prácticas relacionadas con el ámbito laboral.
16. Prácticas relacionadas con productos nuevos
17. Prácticas relacionadas con la sociedad y la competencia.

Además de la encuesta de la Superintendencia de Sociedades, se tomó como base la metodología El fraude check up, de prevención y detección del riesgo de fraude, desarrollada por ACFE. Esta herramienta permite ver aspectos relacionados con la administración del riesgo de fraude y el gobierno corporativo de las organizaciones. La metodología de ACFE incluye:

- a. La supervisión del riesgo de fraude.
- b. La propiedad del riesgo de fraude.
- c. La valoración del riesgo de fraude.
- d. La tolerancia al riesgo de fraude y la política de gestión de riesgos.
- e. Los niveles en los procesos de controles antifraude y reingeniería.
- f. Los controles antifraude en todos los niveles del ambiente organizacional.
- g. La detección proactiva del fraude.

Todos estos puntos se agruparon en la categoría 18 de la encuesta aplicada al grupo Mikarena, denominada 18. Políticas antifraude.

Resultado del diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo practicado al grupo Mikarena

Con base en la metodología descrita en el punto anterior, se realizaron encuestas en cinco (5) organizaciones del grupo Mikarena. Estas organizaciones son las mismas sobre las cuales se efectuó la cuantificación de fraudes; las encuestas se aplicaron a las siguientes instancias:

- Accionistas
- Miembros de junta directiva (en algunos casos, los accionistas también pertenecen al directorio)
- Representante legal
- Altas gerencias
- Gerencias intermedias
- Revisor fiscal
- Auditor interno

Para cada una de las premisas que establecen las encuestas de gobierno corporativo, a continuación se presenta la información tabulada de una manera resumida y se califica de 1 a 5 (1 es la calificación más baja), así:

TABLA 3
TABULACIÓN DE LOS RESULTADOS DE LAS ENCUESTAS PRACTICADAS
EN EL GRUPO MIKARENA DE COLOMBIA

Calificación		Compañía				
Categoría	No. 1	No. 2	No. 3	No. 4	No. 5	Total grupo
1. Reunión ordinaria del Máximo Órgano Social	2,33	2,33	2,33	2,33	3,00	2,47
2. Desarrollo de las reuniones que realizó el Máximo Órgano Social	4,67	4,67	4,67	5,00	4,67	4,73
3. Procedimientos de selección, Inducción y Remuneración de Representantes Legales y Ejecutivos Claves	3,25	3,75	3,25	5,00	4,00	3,85
4. Procedimientos de designación evaluación y funcionamiento de la Junta Directiva	4,24	4,12	4,24	4,24	4,35	4,24
5. Comités de la Junta Directiva	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00

Calificación		Compañía				
Categoría	No. 1	No. 2	No. 3	No. 4	No. 5	Total grupo
6. Manejo de conflicto de intereses	1,00	5,00	1,00	5,00	1,00	2,60
7. Transparencia de la información para socios o accionistas	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
8. Manejo de la Revisoría Fiscal	1,00	1,00	1,00	2,33	1,00	1,27
9. Estructura de Propiedad	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
10. Protocolo de Familia	5,00	1,00	1,00	1,00	5,00	2,60
11. Medidas relacionadas con procesos de sucesión de la compañía.	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
12. Política es en cuanto a altos ejecutivos	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33
13. Relaciones con la comunidad	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
14. Prácticas Relacionadas con el Medio Ambiente	4,33	4,00	4,17	4,17	4,33	4,20
15. Prácticas Relacionadas con el Ámbito Laboral	4,33	4,44	4,33	4,33	4,56	4,40
16. Prácticas Relacionadas con el Productos nuevos	4,40	4,40	4,20	4,20	4,40	4,32
17. Prácticas Relacionadas con la Sociedad y la Competencia	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
18. Políticas Antifraude	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Total grupo	3,43	3,63	3,36	3,75	3,54	3,54

Fuente: elaboración propia.

8.8. Situación actual y recomendaciones de gobierno corporativo para el grupo Mikarena de Colombia

Con base en cada una de las 18 categorías expuestas en la tabla 3, se expondrá el estado actual de este grupo económico. En aquellos casos en los que se evidenciaron debilidades, se especifica qué prácticas serían pertinentes para mejorar el gobierno corporativo en el grupo Mikarena:

1. Máximo órgano social: calificación 2,47

- A la fecha de nuestro diagnóstico, la empresa No. 5 era la única compañía poseedora de un reglamento de funcionamiento del máximo órgano social. Es necesario establecer para las demás empresas este tipo de documentos.

- El proceso de divulgación de la convocatoria debe efectuarse para todas las compañías de una manera mucho más formal; se pueden utilizar para ello las páginas web de las organizaciones.
- 2. Desarrollo de las reuniones que realizó el máximo órgano social: calificación 4,73
- En todas las compañías, para el desarrollo de las reuniones del máximo órgano social, es necesario que se lleve a cabo un proceso de inspección de documentación, que se acoja a lo indicado por la normatividad colombiana que indica que se tiene un término de quince (15) días para la inspección de documentos. Con esto, se tendrá una mayor documentación para el desarrollo de las reuniones.
- Debe crearse un procedimiento para la presentación y verificación de poderes para los casos en los cuales un socio no asista y deje un poder para ser representado por alguien más.
- 3. Procedimientos de selección, inducción y remuneración de representantes legales y ejecutivos claves: calificación 3,85
- En el grupo Mikarena, la única compañía que cuenta con un procedimiento documentado para la selección objetiva de ejecutivos clave es la empresa No. 4; por lo anterior, es necesario que las otras cuatro empresas creen el suyo.
- •Para las empresas No. 1, No. 2 y No. 3, es preciso crear una política de remuneración de representantes legales y ejecutivos claves.

4. Procedimientos de designación, evaluación y funcionamiento de la junta directiva: calificación 4,24

- Para la designación de integrantes de las juntas directivas de las compañías del grupo, es oportuno redactar un documento en el que se especifiquen los parámetros que se requieren para su selección.
- Como herramienta de medición a la gestión de la junta directiva, en las empresas del grupo Mikarena se deben crear mecanismos de evaluación para ella.

5. Comités de la junta directiva: calificación 2,00

- Para optimizar la labor de las juntas directivas del grupo Mikarena, es necesario crear comités dentro de ellas, como el de nombramientos y remu-

neraciones, el de prácticas de gobierno corporativo, el de responsabilidad social y el de ética.

6. Manejo de conflicto de intereses: calificación 2,60

- Para las sociedades del Grupo que no han establecido procedimientos para la revelación y administración de los conflictos de intereses (empresas No. 3, No. 5 y No. 1), es importante crear manuales de administración de estos.
- Deben crearse de manera formal procedimientos que faciliten la retroalimentación de sugerencias y comentarios de los asociados sobre las compañías del grupo Mikarena.

7. Transparencia de la información para socios: calificación 2,5

- Es necesario optimizar los canales de información para la difusión de los informes a los socios, que deben conocer y analizar con antelación los reportes y no como en la actualidad se está realizando, que es entregar los informes a los socios el mismo día de la reunión para su verificación.
- Optimizar la utilización de las páginas web de las compañías del grupo Mikarena, mediante la inclusión de información como los estatutos de la compañía y, una vez sean creados, el código de gobierno corporativo y el informe anual de gobierno corporativo.

8. Manejo de la revisoría fiscal: calificación 1,27

- Evaluar la contratación de servicios con los revisores fiscales diferentes a los inherentes a la naturaleza de su ejercicio, como asesorías financieras y tributarias, para revisar la opción de delegarlos a terceros.
- El comité de auditoría debe garantizar la independencia de los revisores fiscales, al crear políticas de tiempo de rotación de los mismos e indicar adecuadamente el alcance de sus funciones.

9. Estructura de propiedad: calificación 5,00

- La estructura de propiedad está adecuadamente definida, no se tienen recomendaciones al respecto.

10. Protocolo de familia: calificación 2,60

- Crear protocolos de familia para aquellas empresas que aún no los tienen (empresas No. 2, No. 3 y No. 4).

11. Medidas relacionadas con procesos de sucesión de la compañía: calificación 3,00

- En la actualidad, ninguna de las compañías cuenta con un proceso de sucesión estipulado de manera formal; estos procedimientos son de manera verbal y se han tenido líneas de sucesión, pero es necesario que se cree una política clara y expresa sobre este tema.

12. Política frente a los altos ejecutivos: calificación 4,33

- Es preciso instaurar procedimientos y mecanismos encaminados a preparar las condiciones necesarias para los candidatos que podrían reemplazar al presidente, socio fundador y ejecutivos clave de cada una de las empresas del grupo Mikarena.

13. Relaciones con la comunidad: calificación 4,00

- Para este punto, falta documentación de políticas formales y difusión por la página web de la organización.

14. Prácticas relacionadas con el medio ambiente: calificación 4,20

- Para este punto, falta documentación de políticas formales y difusión por la página web de la organización.

15. Prácticas relacionadas con el ámbito laboral: calificación 4,40

- Este punto es bastante fuerte en el grupo Mikarena: se tienen políticas definidas en cuanto a manuales de funciones y procedimientos se refiere, reglamento interno de trabajo y procedimientos para los empleados; así mismo, varias de las empresas del grupo están incluidas dentro del Great Place to Work. El punto de mejora estaría enfocado en una mayor difusión en las políticas.

16. Prácticas relacionadas con productos nuevos: calificación 4,32

- Las prácticas, políticas y procedimientos relacionados con el tema de productos nuevos están adecuadamente estructurados y cumplen la normatividad del Instituto Nacional de Vigilancia de Medicamentos y Alimentos, INVIMA; además, están alineados con la responsabilidad social.

17. Prácticas relacionadas con la sociedad y la competencia: calificación 5,00

- Sobre este punto, no se tienen observaciones para el grupo Mikarena de Colombia.

18. Políticas antifraude: calificación 1,00

- Es necesario crear un programa formal de evaluación del riesgo de fraude; como mínimo, el grupo Mikarena debe adherir a un marco de control aceptado y recibir supervisión considerable de la gerencia. Debe evaluar en forma sistemática los factores de riesgo, detectar posibles artimañas y escenarios de fraude y priorizar los riesgos de fraude identificados.
- El grupo Mikarena debe demostrar la eficacia de su programa de denuncias anónimas en términos de educación y capacitación de los empleados, facilidad de uso, control y seguimiento.
- Un proceso de presentación de informes, por medio del comité de auditoría y de la junta de directores u otro organismo de gobierno de la organización: para demostrar que supervisa las actividades antifraude, el comité de auditoría —u otro organismo de gobierno— debe ir más allá de la mera revisión y pedir a la gerencia que identifique los riesgos de fraude y se preocupe de la eficacia de las actividades de control. El comité de auditoría también debe asegurar que la empresa haya implementado un programa eficaz de cumplimiento ético, el cual debe revisar periódicamente.
- Por último, todas las prácticas de gobierno corporativo deberán quedar documentadas en un código de buen gobierno corporativo.

8.9. Conclusiones

El gobierno corporativo ha surgido como salvaguarda a los intereses de las partes interesadas; sus objetivos se han ido redefiniendo a lo largo del tiempo, teniendo en cuenta la evolución de las estructuras empresariales y los escándalos financieros que se han presentado.

Los conceptos de gobierno corporativo y control interno son totalmente vinculantes, puesto que las prácticas de gobierno corporativo se incorporan de manera transversal a cada uno de sus componentes, en el ambiente de control, la valoración de riesgos, las actividades de control, la información y la comunicación y el monitoreo.

De acuerdo con la Superintendencia de Sociedades, las empresas de familia representan un amplio porcentaje en la economía nacional; estas se caracterizan por sus estructuras particulares, que si no son adecuadamente controladas, se podrían presentar conflictos de interés entre los integrantes de las familias, malos manejos, casos de fraude que podrían poner en riesgo la sostenibilidad organizacional.

El gobierno corporativo es una herramienta que reduce el riesgo de fraudes, porque lleva implícito el sello de transparencia cuando es establecido y utilizado en las organizaciones; minimiza la aparición de actuaciones fraudulentas, por el enfoque ético que representa.

Las empresas familiares deben permearse con diversos controles y estrategias organizacionales; una de ellas es un diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo, que le permitirá conocer si situación actual, conocer sus fortalezas y debilidades en esta materia; e implementar oportunidades de mejora.

Este diagnóstico puede ser utilizado como un modelo de referencia por otras compañías en Colombia, en cuanto a la recolección, tabulación y representación gráfica de los resultados. Esta metodología que podrá ser aplicada a otras empresas consiste en los siguientes pasos básicos:

- Cuantificación de los casos de fraude dentro de las compañías.
- Determinación de las inadecuadas prácticas de gobierno corporativo que generaron los fraudes y de las consecuencias que estos pueden traer.
- Diagnóstico de todas las prácticas de gobierno corporativo en la organización por medio de encuestas.

Generación de recomendaciones sobre las prácticas que podrán ser implementadas en las organizaciones.

En el caso correspondiente al grupo Mikarena de Colombia, el diagnóstico de prácticas de gobierno corporativo arrojó de manera cuantitativa, calificaciones de varios criterios, en una escala de uno a cinco. Sobre aquellas que se obtuvo calificación baja, se emitieron recomendaciones; estas a su vez generaron valor agregado y ayudarán a optimizar la gestión de las empresas.

8.10. Referencias

- [1]. American Institute of Certified Public Accountants, AICPA (2002). Statements on Auditing Standards. SAS 99; *fraude y error*. Disponible

- en: <http://www.aicpa.org/Research/Standards/AuditAttest/DownloadableDocuments/AU-00316.pdf>
- [2]. Arens, Alvin A.; Elder, Randal J. & Beasley, Mark S. (2004). *Auditing and Assurance Services: An Integrated Approach*. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education, Pearson Prentice Hall.
 - [3]. Armour, John; Davies, Paul; Enriques, Luca; Hansmann, Henry B.; Hertig, Gérard; Hopt, Klaus J.; Kanda, Hideki; Kraakman, Reinier & Rock, Edward B. (2009). *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press.
 - [4]. Association of Certified Fraud Examiners, ACFE (2006). *Informe a la Nación sobre abuso y fraude laboral*. Austin, Texas: Association of Certified Fraud Examiners, ACFE. Disponible en: http://www.acfe.com/uploadedFiles/ACFE_Website/Content/documents/2006-rttn.pdf
 - [5]. Association of Certified Fraud Examiners, ACFE (2010). *El fraude*. Disponible en: Association of Certified Fraud Examiners, <http://www.cfenet.com>
 - [6]. Association of Certified Fraud Examiners, ACFE (2012). *Report to the Nations on Occupational Fraud and Abuse*. Austin, Texas: Association of Certified Fraud Examiners, ACFE. Disponible en: <http://www.acfe.com/rttn.aspx>
 - [7]. Bernal, Andrés (2006). Colombia Corporate Governance as an Instrument of Competitiveness. En *Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets*, 159-162. OECD Publishing. Disponible en: http://www.oecd-ilibrary.org/fr/governance/corporate-governance-of-non-listed-companies-in-emerging-markets/colombia-corporate-governance-as-an-instrument-of-competitiveness_9789264035744-9-en
 - [8]. Cano-Morales, Abel María (2006). Gobierno corporativo, un desafío reciente para la gerencia estratégica empresarial. *Contribuciones a la Economía, agosto 2006*. Disponible en: <http://www.eumed.net/ce/2006/acm.htm>
 - [9]. Colombia (1991). *Constitución Política*. Disponible en: <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=4125>
 - [10]. Colombia (1995). Ley 222 de 1995, por la cual se modifica el Libro II del Código de Comercio, se expide un nuevo régimen de procesos

- concuriales y se dictan otras disposiciones. *Diario Oficial*, 42.156, 20 de diciembre de 1995. Disponible en: http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/1995/ley_0222_1995.html
- [11]. Committee Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, COSO (s.f.). *Informe COSO. Control de gestión*. Disponible en: [http://www.unap.cl/~setcheve/cdeg/CdeG%20\(2\)-38.htm](http://www.unap.cl/~setcheve/cdeg/CdeG%20(2)-38.htm)
- [12]. Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, Confecámaras (2002). *Ley de Transparencia en la gestión de gobierno*. Disponible en: <http://www.confecamaras.org.co>
- [13]. Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, Confecámaras, Ministerio de Comercio, Industria y Turismo (2003). Código marco de buen gobierno corporativo para pequeñas y medianas empresas. Bogotá: Confecámaras.
- [14]. Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, Confecámaras (s.f.). *Perspectivas legales del gobierno corporativo en Colombia*. Bogotá: Confecámaras. Disponible en: <http://www.confecamaras.org.co/gobiernocorporativo/166-una-herramienta-que-precave-y-controla-los-conflictos>
- [15]. Cressey, Donald R. (1961). *The Prison: Studies in Institutional Organization and Change*. New York: Holt, Rinehart & Winston.
- [16]. Eaton, Tim V. & Akers, Michael D. (2007). Whistleblowing and Good Governance. *The CPA Journal Online*, 1 (15), 72-78. Disponible en: <http://www.nysscpa.org/cpajournal/2007/607/essentials/p58.htm>
- [17]. Fahlenbrach, Rüdiger (2009). Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44 (2), 439-466.
- [18]. Fama, Eugene & Jensen, Michael (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325. Disponible en: <http://are.berkeley.edu/~cmantinori/prclass/FamaJensen.pdf>
- [19]. González, Maximiliano; Pombo, Carlos; Trujillo, María Andrea & Guzmán, Alexander (2012). Family Firms and Debt: Risk Aversion versus Risk of Losing Control. *Journal of Business Research, Forthcoming*.

- [20]. Guzmán, Alexander & Trujillo, María Andrea (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo*. Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración, CESA, Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, Confecámaras.
- [21]. Ho, Simon S. M. & Wong, Kar Shun (2001). A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10, 139-156. Disponible en: http://ac.els-cdn.com/S1061951801000416/1-s2.0-S1061951801000416-main.pdf?_tid=3025175e-0460-11e3-be75-00000aab0f6c&acdnat=1376429872_528d31a8d624c42666b6b668d1ff1fd3
- [22]. Institute of Internal Auditors Research Foundation, IIARF (2012). *International Professional Practices Framework (IPPF)*, XIX, 156 p. International Standard on Auditing, ISA (s.f.). *Norma Internacional de Auditoría NIA-11 Sección 240; Fraude y Error*. Disponible en International Federation of Accountants, IFAC: <http://www.ifac.org>
- [23]. James, Harvey S. (1999). Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm. *International Journal of Economics of Business*, 6 (1), 41-55.
- [24]. Joint Technical Committee OB-007, Risk Management (1999, 2004). *AS/NZS 4360:1999, Joint Australian/New Zealand Standard, Risk management*. Disponible en: http://www.mwds.com/AS4me_files/AS-NZS%204360-2004%20Risk%20Management.pdf
- [25]. Johnston, Donald J. (2004). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE [Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos]*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE. Disponible en: <http://www.oecd.org>, <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- [26]. Marulanda-Gómez, Eugenio (2003). Buen gobierno. *Revista del Centro Nacional de Gobierno Corporativo*, 9. <http://www.ccb.org.co/contenido/contenido.aspx?catID=95&conID=899>
- [27]. Neubauer, Fred & Lank Alden G. (1998). *La empresa familiar. Cómo dirigirla para que perdure*. Bilbao: Ediciones Deusto S.A.

- [28]. Reding, Kurt F.; Sobel, Paul G.; Anderson, Urton L.; Head, Michael J. & Ramamoorti, Sridhar (2009). *Auditoría interna: servicios de aseguramiento y consultoría*. The Institute of Internal Auditors Research Foundation.
- [29]. Reynolds, John I. (1985). *Méthode des cas et formation au management*. Ginebra: Organización Internacional del Trabajo, OIT.
- [30]. Ruiz-López, Hernando; Campo-Saavedra, María Fernanda & Marulanda-Gómez, Eugenio (2009). *Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia*. Bogotá: Superintendencia de Sociedades; Cámara de Comercio de Bogotá, CCB; Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, Confecámaras. Disponible en: <http://camara.ccb.org.co>, <http://www.supersociedades.gov.co/web/documentos/guia%20colombiana%20de%20gobierno%20corporativo.pdf>
- [31]. Schulze, William; Lubatkin, Michael; Dino, Richard & Buchholtz, Ann (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science*, 12 (2), 99-116.
- [32]. Smith, Adam (1776, 1994). *La riqueza de las naciones*. Madrid: Alianza Editorial.
- [33]. Sullivan, John D. (2003). *En busca de buenos directores: Una guía hacia la formación del gobierno corporativo en el siglo 21*. Washington: Centro para la Empresa Privada Internacional, CIPE.
- [34]. Superintendencia de Valores (2001). *Resolución 275 de 2001, por la cual se establecen los requisitos que deben acreditar las personas jurídicas públicas y privadas que pretendan ser destinatarias de la inversión de recursos de los fondos de pensiones*.
- [35]. Superintendencia Financiera de Colombia (2007). *Circular externa 028 de 2007, adopción encuesta de mejores prácticas corporativas*. 11 de mayo de 2007. Disponible en: <http://www.superfinanciera.gov.co/NormativaFinanciera/Paginas/circularesexternas07.htm>
- [36]. Thomson Financial (2003). Governança Corporativa perpetua boas práticas de gestão e disclosure. *RI - Relações com Investidores, Rio de Janeiro*, 66. Disponible en: http://www.b2i.cc/document/1628/art_gestaoedisclosure2003.pdf
- [37]. Tourani-Rad, Alireza & Ingley, Coral (2011). *Handbook on Emerging Issues in Corporate Governance*. Auckland University of Technology, New Zealand: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.

8.11. Referencias sugeridas

- [38]. Álvarez, Carlos (1998). *Glosario de términos para la administración y gestión de los servicios sanitarios*. Madrid: Ediciones Díaz de Santos, S.A.
- [39]. Amat i Salas, Oriol (2010). *Aprender a enseñar: una visión práctica de la formación de formadores*. Madrid: Profit Editorial.
- [40]. Berrizbeitia, Luis Enrique (2006). *Institucionalidad y desarrollo. Ética y gobierno corporativo en América Latina*. XXXVI Congreso Internacional de Conindustria. Corporación Andina de Fomento, CAF. Disponible en: <http://w3old.conindustria.org/web2005/rcc/congreso2006/berrizbeitia.pdf>
- [41]. Cuesta-González, Martha de la & Muñoz-Torres, María Jesús (2010). *Introducción a la sostenibilidad y la RSC*. La Coruña: Netbiblo.
- [42]. Mantilla, Samuel A. (1998). *Control interno: estructura conceptual integrada*. Bogotá: ECOE Ediciones.
- [43]. Múnera-Alemán, José Luis & Rodríguez-Escudero, Ana Isabel (2000). *Estrategias de marketing para un crecimiento rentable*. Madrid: ESIC Editorial.
- [44]. Núñez, Georgina; Oneto, Andrés & Paula, Germano Mendes de (coords.) (2009). *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL, Mayol Ediciones, Corporación Andina de Fomento, CAF. Disponible en: http://www.eclac.cl/washington/noticias/noticias/3/40233/Gobernanza_corporativa_final.pdf.

9. ¿ES GARANTE DEL PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA LA IMPLEMENTACIÓN DE NORMAS INTERNACIONALES EN COLOMBIA?¹⁻²⁻³

Resumen

La transparencia —como lo define la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE— garantiza la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluidos la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa; así mismo, es uno de los puntos que The International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS Foundation) busca desarrollar, promover y proveer dentro del conjunto único de normas de información financiera que se reflejan en los

1 Este artículo fue publicado originalmente en la Revista *Cuadernos de Contabilidad*. La referencia bibliográfica es la siguiente: Baracaldo-Lozano, Natalia (2013b). ¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales en Colombia?. *Cuadernos de Contabilidad* 14(36): 1097-1120.

2 El artículo se deriva del trabajo formal de investigación *Adecuadas prácticas de gobierno corporativo como estrategia de prevención del fraude*, inscrito ante la Universidad Santiago de Chile como trabajo de grado para optar por el título de maestría en gestión contable y de auditoría, año 2011.

3 Natalia Andrea Baracaldo-Lozano. Contadora pública, Universidad de la Salle. Especialista en auditoría forense, Universidad Externado de Colombia. Magíster en gestión contable y auditoría, Universidad Santiago de Chile. Profesora de planta, Pontificia Universidad Javeriana. nbaracaldo@javeriana.edu.co

Estados Financieros y que, finalmente, sirven de base para la toma de decisiones a las partes interesadas.

En el presente artículo se contextualiza la transparencia en dos escenarios; en primera medida como un principio de gobierno corporativo y, en segunda instancia, como una cualidad de la información financiera, de acuerdo a la Ley 1314 de 2009. Por otro lado, se presentan los estados financieros fraudulentos, en los que por lo general se ha dado el concepto de contabilidad creativa, con lo que se pretende demostrar que, aunque la situación financiera se revelaba mediante Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), estas no fueron una salvaguarda absoluta de que no ocurriesen este tipo de actuaciones malintencionadas y delictivas.

El objetivo de este artículo es demostrar que la transparencia no solo se logra aplicando las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y las Normas Internacionales de Auditoría (NIA), sino que hay otros aspectos de suma relevancia que deben ser tenidos en cuenta, como un adecuado modelo de control interno, políticas contables, auditorías periódicas, difusión de la información; en últimas, adecuadas prácticas de gobierno corporativo.

Palabras clave

Transparencia, implementación de normas de información financiera, fraude, contabilidad creativa.

Clasificación JEL: M14, M41

9.1. Introducción

La transparencia es un concepto organizacional tan amplio que es necesario analizarlo desde dos dimensiones; la primera, como uno de los principios de gobierno corporativo y, la segunda, como una cualidad inherente a la información contable. Aunque se aborda desde dos puntos de partida diferentes, ambas convergen en lo mismo: oportunidad, datos fidedignos y revelaciones que generen confianza a los grupos de interés.

En el ámbito nacional y en el internacional, ha habido varios escándalos financieros, de enormes cuantías, en los cuales se ha visto falseada la transparencia de las cifras contables. La transparencia es un principio de gobierno corporativo, emitido por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos,

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

OCDE (2004), que habla de la verdad contable y de cómo la información debe generar confianza para todas las partes interesadas.

La transparencia es un factor preponderante en el proceso de convergencia a Normas Internacionales de Información Financiera y estas en sí deberían convertirse en un canal para lograrla; sin embargo, convertirse en salvaguarda de la transparencia no es una función de estos estándares.

En este trabajo de investigación se pretende demostrar cómo las compañías en Colombia, además de efectuar el proceso de conversión a Normas Internacionales de Información Financiera y Auditoría, deberán optimizar aspectos como el control interno, las políticas contables, la difusión de sus estados financieros y las prácticas de gobierno corporativo para salvaguardar la transparencia.

La estructura de este artículo busca contextualizar al lector en aspectos teóricos. En los numerales del 1 al 5 (9.2 a 9.6 en esta reimpresión) están los temas relacionados con la transparencia como un principio del gobierno corporativo; por otro lado, dado que los casos de fraude por medio de estados financieros fraudulentos han atentado contra la transparencia, se examinan los antecedentes que ratifican la importancia de la transparencia y cómo este principio del gobierno corporativo se ha convertido en una cualidad de la información contable.

Finalmente, en el numeral 6 (9.7 en esta reimpresión), se evidencia que adicional al proceso de convergencia a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y Aseguramiento (NIA), para salvaguardar la Transparencia, las organizaciones tienen otros retos en materia de control interno y divulgación de la información, lo cual se articula en adecuadas prácticas de gobierno corporativo.

9.2. La transparencia definida como un principio del gobierno corporativo

En el mundo moderno, el ritmo de los negocios es apresurado y se alinea a los requerimientos de la globalización y la competitividad; sin embargo, por este movimiento acelerado de los negocios, no se deben perder los objetivos, la misión y la visión para los cuales fueron creados. Por el contrario, cuando hay cambios, estos cambios y toda la estructura organizacional deben permanecer en el tiempo. Esta permanencia es lo que se conoce como *sostenibilidad*.

Uno de los elementos necesarios para asegurar la sostenibilidad y optimizar el cumplimiento de los objetivos empresariales es el gobierno corporativo. Este,

como lo define la OCDE: “Abarca un conjunto de relaciones entre la dirección de la compañía, su consejo, sus accionistas y otras partes interesadas. El gobierno corporativo también proporciona la estructura a través de la cual se definen los objetivos de la compañía y se determina el medio para alcanzarlos y para supervisar el desempeño”.

El esquema que la OCDE propone en materia de gobierno corporativo, está constituido por seis principios; uno de estos está relacionado con la Revelación de Datos y la Transparencia, que esta entidad conceptualiza de la siguiente manera: “Cifras y datos diáfanos que nos dan veracidad y confianza en los informes; el mejorar el acceso a los mercados financieros, la objetividad y la competitividad en la gestión administrativa” (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 2004; Ustáriz-González, 2004; Bhagat & Bolton, 2007).

De acuerdo a la OCDE, sobre la transparencia es importante resaltar algunos aspectos que deben ser tenidos en cuenta para revelar y divulgar, no solo en relación con la información financiera, sino en materia operativa, de objetivos, control y riesgo, que se enumeran a continuación:

- Los resultados financieros y de explotación de la sociedad.
- Los objetivos de la sociedad.
- La titularidad de los grandes grupos de acciones y de derechos de voto.
- La política de remuneraciones aplicada a los miembros del consejo directivo y a los directivos principales; además de la información relativa a los miembros del consejo, incluidos sus méritos, el proceso de selección, los cargos directivos desempeñados en otras empresas y si el consejo los considera o no independientes.
- Operaciones de partes vinculadas.
- Factores de riesgo previsibles.
- Cuestiones relativas a los empleados y otras partes interesadas.
- Estructuras y políticas de gobierno corporativo y, en particular, el contenido de cualquier código o política de gobierno corporativo y el proceso empleado para su implantación.

Con lo anterior se evidencia que la transparencia incluye muchos más temas que la información financiera: aspectos de tipo estratégico, del sistema de control interno y de las partes interesadas, que están íntimamente relacionados con el gobierno corporativo, deberían ser también revelados.

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

Teniendo en cuenta que a pesar de que la transparencia no se consigue únicamente por medio de la información financiera, a continuación, se hará referencia a aquellas normas utilizadas para la preparación de información (NIIF) y de aquellas normas para su examen o evaluación (NIA):

Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y Auditoría (NIA) como uno de los medios para conseguir la transparencia

NIIF

La OCDE puntualiza: “La información deberá ser elaborada y divulgada con arreglo a normas de alta calidad en materia de contabilidad y revelación de información financiera y no financiera”.

Lo anterior es el eje de este artículo, ya que es importante determinar cuáles serían los estándares de alta calidad que deberían ser utilizados.

Para argumentar que los estándares de alta calidad para la revelación de información financiera serían las NIIF, es importante mencionar varios conceptos y entidades que indican que el marco adecuado de regulación internacional para revelar información financiera serían estas:

a.) Nueva arquitectura financiera: el concepto nueva arquitectura financiera inter- nacional (NAFI) es un conglomerado de organizaciones, buenas prácticas y estándares cuyo objetivo es alcanzar una estabilidad financiera internacional y reducir la ocurrencia de crisis internacionales.

De acuerdo con Barry Eichengreen (1999), el objetivo de la NAFI es “re- formar las instituciones, las estructuras y las políticas con objeto de predecir, prevenir y resolver mejor las crisis financieras”.

El objetivo de la NAFI es bastante ambicioso y en aras de lograrlo, se han diseñado políticas que son la esencia de esta finalidad; estas, a su vez, están divididas en tres grandes grupos:

- Política macroeconómica y de transparencia de datos.
- Políticas de supervisión y regulación del sector financiero.
- Infraestructura institucional y de mercado.

Las políticas definidas por la NAFI están desarrolladas en una estructura de principios y no de normas, lo cual da lineamientos y no reglas de taxativo cumplimiento. Entre estas es importante resaltar la política macroeconómica y

de transparencia de datos, ya que esta define todo lo relacionado con la transparencia y la de infraestructura institucional y de mercado, teniendo en cuenta que esta comprende los lineamientos de gobierno corporativo y las relativas a información financiera.

De acuerdo con la política macroeconómica y de transparencia de datos emitida por el Fondo Monetario Internacional (1999), “La transparencia consiste en que se den a conocer al público en forma comprensible, accesible y oportuna los objetivos de la política, el marco jurídico, institucional y económico de la misma, las decisiones de política y sus fundamentos, los datos y la información relacionada con las políticas monetarias y financieras y los términos en que los organismos deben rendir cuentas”.

En la política de infraestructura institucional y de mercado se resaltan las medidas que a gobierno corporativo se refieren, todas ellas en consonancia con lo que indica la OCDE; y por otro lado, todo lo relacionado con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y las Normas Internacionales de Auditoría (NIA).

De acuerdo a la Arquitectura Financiera Internacional, es necesario utilizar un estándar de contabilidad de aplicación homogénea en todo el mundo; este objetivo se ha ido logrando gracias a la gestión de algunas entidades: por un lado, la IASB (International Accounting Standards Board), que es un organismo independiente del sector privado que desarrolla y aprueba las Normas Internacionales de Información Financiera; y, por otro lado, IASCF, la Fundación del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad, que supervisa y apoya la IASB.

b.) International Accounting Standards Board, IASB: la IASB lleva a cabo las acciones necesarias para el desarrollo de estándares de alta calidad. The Due Process Handbook for the IASB da los procedimientos detallados para el establecimiento de normas; en este se destacan la transparencia, la accesibilidad a la información y la rendición de cuentas.

c.) Securities and Exchange Commission, SEC: por medio de los comunicados 33-9109 y 34-64578, la SEC ha sentado su posición y ha mostrado su apoyo al proceso de convergencia en Estados Unidos de US GAAP a NIIF, al sostener: “La incorporación de los IFRS en el sistema de información financiera de los emisores de los Estados Unidos requiere tener en cuenta el impacto en los inversores. Esta consideración indica que en la medida en que las normas de contabilidad y el proceso de elaboración de normas promueven la presentación de información financiera transparente y útil para apoyar a los inversores en su proceso de toma de decisiones de inversión... Además, esta consideración

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

requiere una evaluación de la comprensión de los inversores y la educación en relación con las NIIF, como los principales beneficios para los inversionistas de un conjunto único de alta calidad mundialmente que generarán confianza en la base de los informes sobre resultados”.

d.) Financial Stability Board, FSB: por otro lado, la FSB, cuya finalidad es promover la estabilidad financiera internacional mediante el aumento de intercambios de información y cooperación en la supervisión y vigilancia financieras, publicó el 9 de enero de 2010 FSB Framework for Strengthening Adherence to International Standards, un documento claro y contundente que insiste en tres elementos centrales: liderazgo mediante el ejemplo, revisiones periódicas a cargo de pares y medidas para fomentar la adherencia a los estándares internacionales.

La FSB está comprometida en fortalecer la adherencia a los estándares internacionales financieros. Con estos, se busca que haya estabilidad en el funcionamiento de la estructura financiera a nivel global. El asunto es clave y el principal efecto negativo que se busca contrarrestar es ‘el efecto dominó’, esto es, que las crisis o las fallas que ocurran en un lugar o en una institución se propaguen y generen mayores crisis en otros lugares o en otras instituciones.

Ello no es sencillo porque en una economía de libre empresa y de mercados, cada quien busca maximizar su propio interés y no siempre le interesa proteger los intereses de los demás.

El objetivo que se pretende alcanzar es que no se afecte la estabilidad financiera. En otras palabras, que se respeten las reglas del juego.

Los estándares internacionales, que para este efecto tienen una naturaleza netamente financiera, son un medio clave para ello y se busca que tanto las diferentes prácticas como las distintas regulaciones y cuerpos normativos se ajusten a ellos (Mantilla, 2010).

La transparencia es la veracidad, claridad, comparabilidad y entendimiento de la información; esta debe ser comprendida de manera fácil; los rubros y las revelaciones de los mismos deben ser leídos de manera rápida, como una herramienta para la toma de decisiones por parte de los inversores y las fuentes de financiación, entre otras partes interesadas.

e.) Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE: de acuerdo a la OCDE (Johnston, 2004), la transparencia corporativa es un componente particularmente importante de la buena gobernanza por medio de la protección de los accionistas individuales e institucionales. En Principios de gobierno corporativo de la OCDE, este organismo recomienda de manera

expresa que las buenas prácticas de gobierno corporativo sean responsabilidad del Consejo de Administración, para supervisar la divulgación, la transparencia y la comunicación corporativa. Velar por la correcta aplicación de las NIIF es una importante responsabilidad.

Como sostiene el Tratado de Auditoría Forense, de Raúl R. Sacconi, de KPMG, de 2012: “El mayor avance realizado por las IFRS para convertirse en el estándar global ha sido la decisión de la Unión Europea (UE) de establecer la obligatoriedad de su aplicación para los estados contables consolidados de todas las empresas de la Unión que coticen en Bolsa, desde el año 2005, con el fin de garantizar la protección de los inversores. El objetivo era mantener la confianza en los mercados financieros mediante la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad, al tiempo que se facilitaba la negociación transfronteriza e internacional de valores”.

De acuerdo con Leandro Cañibano-Calvo y Fernanda Pedrosa-Alberto (2009, p. 46): “El nuevo contexto informativo en la Unión Europea, caracterizado por la búsqueda de la armonización de la información financiera a través de la aplicación obligatoria (para algunas empresas) de las NIC/NIIF, tenía la finalidad de lograr el desarrollo de un mercado único y eficiente de capitales que estuviera en condiciones de competir con el estadounidense”.

Como lo expresan Ana Zorio-Grima, Pascual Garrido, María Dolores Poch-Vilaplana, Ramón Poch-Vilaplana y Ramón Poch y Torres (1999): “No es posible que el éxito del proceso de armonización contable internacional se base en que finalmente un único conjunto de normas tenga validez en un entorno global. La culminación de un proceso tan ambicioso solo puede conseguirse cuando en los mercados de valores más desarrollados del mundo se acepten las cuentas anuales de empresas de cualquier lugar, elaboradas conforme a una única normativa de corte supranacional”.

NIA

Como también indica la OCDE (2004), en materia de transparencia y que está relacionado con el tema de Aseguramiento o Auditoría, es importante resaltar que:

“Es un auditor independiente, competente y cualificado quien deberá llevar a cabo una auditoría anual, con el fin de ofrecer a los miembros del Consejo y a los accionistas una garantía externa y objetiva de que los estados financieros reflejan fielmente la situación financiera y los resultados de la empresa en todos sus aspectos materiales.

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

Los auditores externos deberán responder ante los accionistas, y asumen frente a la sociedad el compromiso de aplicar la diligencia profesional debida en la realización de la auditoría” (pp. 22-23).

Las anteriores apreciaciones emitidas por la OCDE apuntan directamente al ejercicio del Aseguramiento, que en la normatividad inter- nacional debería ser realizado con base en las Normas Internacionales de Auditoría (NIA).

Estas normas son emitidas por la International Federation of Accountants, IFAC, por medio del International Auditing and Assurance Standards Board o Consejo de Normas Internacionales de Auditoría y Aseguramiento (IAASB). Este, de acuerdo con la definición de la IFAC: “Es un organismo emisor de normas independiente que sirve al interés público mediante el establecimiento de normas internacionales de alta calidad para la auditoría, el control de calidad, la revisión, el aseguramiento y otros servicios relacionados, así como el apoyo a la convergencia de las normas nacionales e internacionales. De esta forma, el IAASB mejora la calidad y la uniformidad de las actividades en todo el mundo, y fortalece la confianza pública en la profesión de auditoría y aseguramiento mundial”.

Como se vio en el párrafo anterior, hay dos puntos de suma relevancia entre las funciones del IAASB; por un lado, el establecimiento de normas de alta calidad y, por otro lado, fortalecer la confianza pública. Como se mencionará en el punto 2 de este artículo, los temas relacionados con escándalos financieros, estados financieros fraudulentos y distorsión de las cifras hacen que la veracidad y la transparencia de la información contable se vean en entredicho, que la reputación de los auditores también esté siendo cuestionada y, que en sí, toda la profesión contable se vea afectada.

9.3. Estados financieros fraudulentos: un atentado contra la transparencia

Las situaciones delictivas y fraudulentas en las organizaciones alrededor del mundo, han dejado en entredicho el principio de transparencia; estas actuaciones generan cuestionamientos sobre si realmente hay información fidedigna con la cual los *stakeholders* puedan tomar decisiones; se generan un gran interrogante: ¿a pesar de que los estados financieros están preparados con estándares de alta calidad y haber sido examinados por un auditor independiente pueden considerarse confiables?

La confianza y la transparencia han sido atacadas por el fraude, que la NIA 240, emitida por el IAASB, de la IFAC, define de la siguiente manera: “El

fraude en los estados financieros consiste en la publicación intencionada de información falsa en cualquier parte de un estado financiero”.

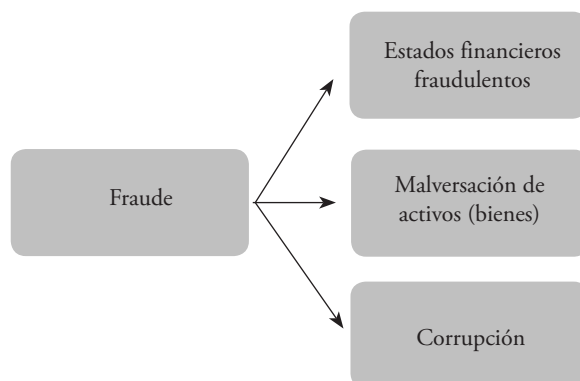
Esta intencionalidad de la que habla la NIA 240 es la principal diferencia entre *fraude y error*, puesto que, el primero posee toda esta intención o dolo y el segundo carece del mismo.

La información financiera fraudulenta puede hacer que una persona interesada en los estados financieros tome decisiones erradas. Por ejemplo: los estados financieros que muestran utilidades cuando en la realidad la compañía está generando pérdidas significativas, pueden hacer que un tercero decida invertir en una compañía o que un banco apruebe un crédito cuando la empresa no cuenta con los recursos para efectuar los pagos.

Normalmente, los fraudes financieros buscan desorientar a inversionistas, acreedores, accionistas, al Estado y a la sociedad en general, al distorsionar los estados financieros, para generar información falsa, la cual no sería útil en el momento de tomar decisiones.

Esta distorsión de información es una preocupación para una entidad internacional, como la Association of Certified Fraud Examiners, ACFE, la organización profesional que rigelos examinadores de fraude profesionales. Esta entidad es líder en la producción de información sobre prevención y detección del fraude, herramientas y capacitación. La ACFE es una organización que lucha contra el fraude. La ACFE ha diseñado El árbol del fraude, que tipifica estas operaciones de la siguiente manera:

FIGURA I
ÁRBOL DEL FRAUDE



Fuente: Association of Certified Fraud Examiners, ACFE

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

En los estados financieros fraudulentos, a su vez, hay varias tipologías, que se diagraman de la siguiente manera:

FIGURA 2
LOS ESTADOS FINANCIEROS FRAUDULENTOS EN EL ÁRBOL DEL FRAUDE



Fuente: Association of Certified Fraud Examiners, ACFE

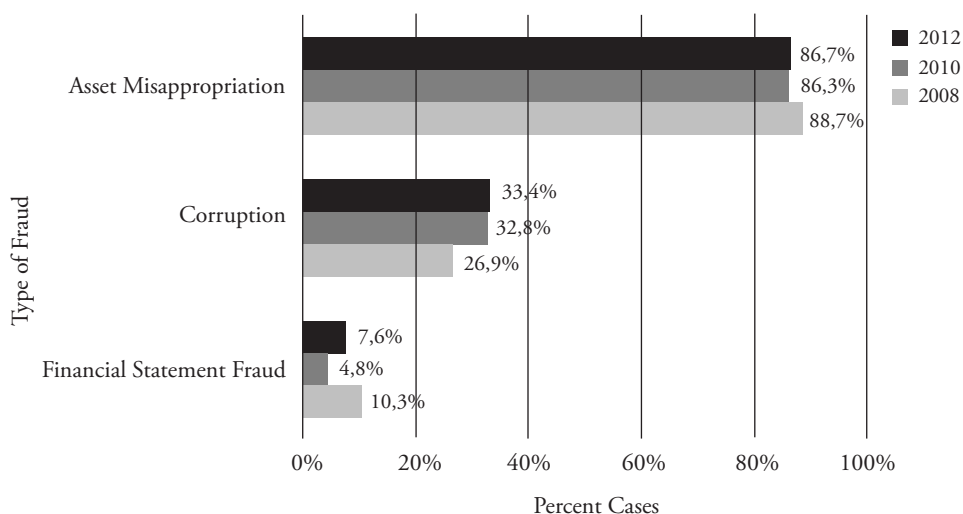
Como se puede ver en los diagramas propuestos por ACFE, los estados financieros no corresponden únicamente a cifras fraudulentas, sino también a temas relacionados con documentación falsa o valoraciones inadecuadas, realizadas de manera intencional con el objetivo de distorsionar o falsear la realidad financiera de una organización.

Como lo define ACFE: “El fraude en estados financieros consiste en que intencionalmente se causa una declaración falsa u omisión de información relevante en los informes financieros de la organización (por ejemplo, el registro de ingresos ficticios, subestimando los gastos reportados o inflar artificialmente los activos registrados)”.

En *Reporte a las naciones de fraude y abuso ocupacional*, la encuesta realizada por la ACFE, con corte al año 2012, se tocan varios temas relacionados con estados financieros fraudulentos, entre ellos:

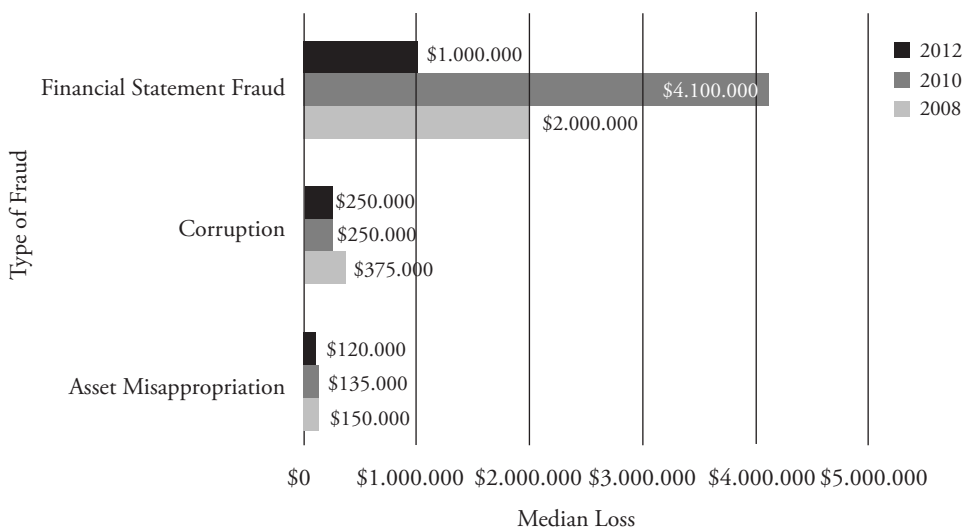
- Los estados financieros fraudulentos son la forma más costosa de fraude ocupacional.
- Por frecuencia, los estados financieros fraudulentos son el tipo de fraude que menos ocurre; sin embargo, su impacto financiero es el que mayor repercusión tiene en las organizaciones, como se ve en las siguientes gráficas:

FIGURA
TIPOS DE FRAUDE OCUPACIONAL POR FRECUENCIA



Fuente: Association of Certified Fraud Examiners, ACFE.

FIGURA 4
TIPOS DE FRAUDE OCUPACIONAL POR IMPACTO ECONÓMICO

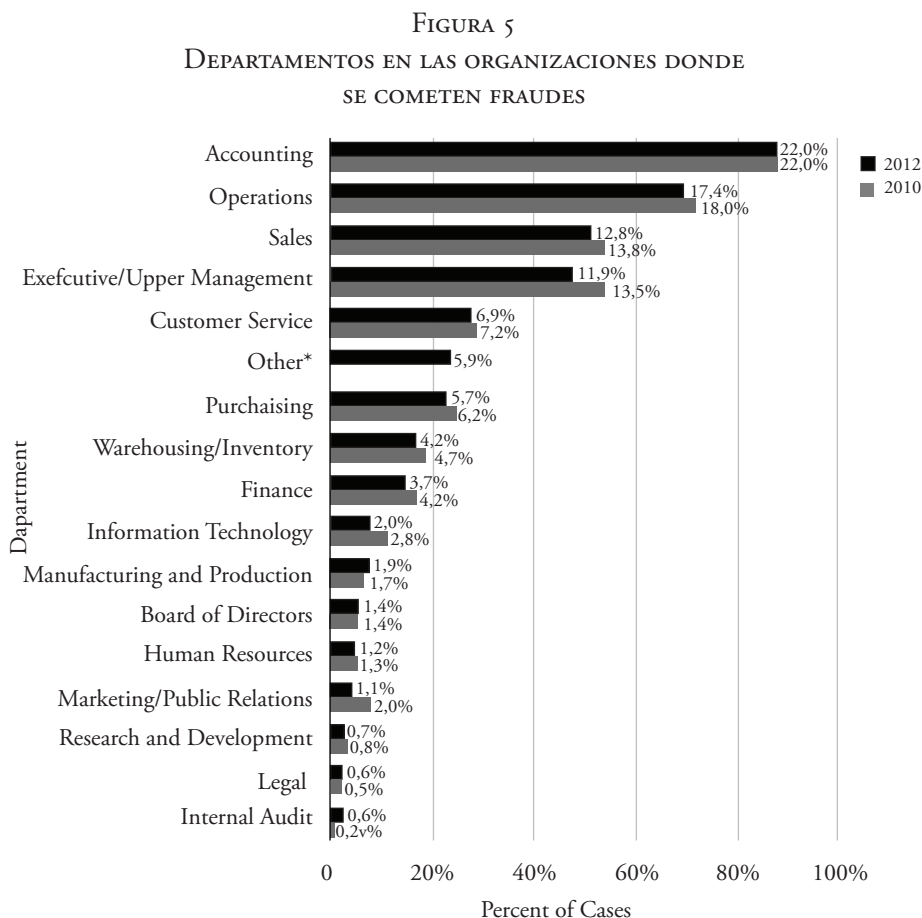


Fuente: Association of Certified Fraud Examiners, ACFE

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

Esta relación inversamente proporcional es de suma relevancia, ya que aun cuando los estados financieros fraudulentos son la situación en materia de fraude que menos ocurre en las organizaciones, el impacto de un solo caso – o de algunos pocos que ocurran en las organizaciones – es tan fuerte que podría tener repercusiones económicas funestas e, incluso, podría provocar el cierre de la compañía.

Otro aspecto importante a tener en cuenta, con base en la encuesta realizada por ACFE, es que los departamentos de las organizaciones en los cuales ocurren más casos de fraude son los de contabilidad; es decir, es el personal que trabaja en estas áreas el más propenso a crear situaciones de manera intencional para falsear la realidad de las cifras contables. Lo anterior se evidencia en la siguiente gráfica:



Fuente: Association of Certified Fraud Examiners, ACFE

Todo lo anterior evidencia cómo la información financiera es susceptible –y vulnerable– de ser falseada y, definitivamente, cuando estos datos son objeto de fraude pueden tener consecuencias nefastas para las organizaciones.

9.4. Antecedentes que denotan la importancia de la veracidad contable o transparencia

El tema de la transparencia es un punto vital, ya que se centra en la verdad y en particular en “la verdad contable”, que se ha visto afectada por los escándalos financieros que en últimas han impactado la confianza y la credibilidad en la información. Como se evidenció en el punto anterior con el *Reporte a las naciones*, de ACFE con corte al año 2012, la información financiera es susceptible de ser manipulada; si en los departamentos de contabilidad se presentan situaciones fraudulentas en la información, es porque se utilizan varios métodos para manipular las cifras de los estados financieros, uno de ellos corresponde al concepto *contabilidad creativa*, del que hablaremos en el capítulo 4 de este artículo.

A partir de la crisis de 1929, se han presentado varios casos en los cuales la transparencia de la información se ha visto violentada. Esto generó reacciones como legislaciones y orientaciones para salvaguardar a los accionistas:

TABLA I
PRINCIPALES INCIDENTES EN LOS NEGOCIOS DE ESTADOS UNIDOS
Y LA LEGISLACIÓN RESULTANTE

Principales incidentes en los negocios	Legislación / orientación
En 1929, la crisis bursátil de Estados Unidos y las quiebras de varias corporaciones importantes debido al fraude precipitaron la necesidad de restaurar la confianza de los inversores. El objetivo de las regulaciones resultantes era proporcionar igualdad de condiciones para los inversores con una comunicación pública coherente, oportuna, cabal y relevante de la información financiera.	Ley de valores de 1933
	Ley del mercado de valores de 1934
Tras la investigación de Watergate a comienzos de la década de 1970, más de 450 compañías estadounidenses fueron denunciadas por pagar sobornos o realizar pagos cuestionables a funcionarios de gobiernos extranjeros o partidos políticos.	Ley para prevenir prácticas de corrupción en el extranjero (Foreign Corrupt Practices Act, FCPA) de 1977.

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

Principales incidentes en los negocios	Legislación / orientación
En la década de 1980, hubo varios casos de informes financieros inexactos, incompletos o falsos.	Informe de la Comisión Nacional sobre Informes Financieros Fraudulentos (Informe de la Comisión Treadway) 1987.
Entre 1980 y 1990, varias instituciones de ahorro y préstamo necesitaron una operación de rescate del gobierno federal, lo cual puso en tela de juicio, entre otras cosas, la fortaleza de su sistema de controles internos.	Ley de mejoras de la Corporación federal de seguros de depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act, FDICIA) de 1991.
Tras el inicio del nuevo siglo, varias corporaciones de Estados Unidos estaban asediadas por el fraude y la quiebra (WorldCom, Enron Corp., TYCO).	Ley Sarbanes-Oxley de 2002, que enmienda las leyes de valores de 1933 y 1934.
	Normas para cotizar en bolsa de Estados Unidos (NYSE, AMEX, NASDAQ).

Fuente: Instituto de Auditores Internos IIA (2009)

Lo anterior evidencia cómo los grandes escándalos de categoría mundial por lo general involucran temas de carácter financiero y de transparencia.

La mayoría de estos casos corresponde a empresas multinacionales que usaban estándares internacionales de contabilidad para el registro de sus operaciones y hechos económicos. Esto podría llevar a una conclusión preliminar: los estándares de contabilidad en sí no son garantía de veracidad contable y transparencia.

9.5. El concepto de contabilidad creativa en las normas de contabilidad

El *Tratado de Auditoría Forense*, de KPMG, de 2012, destaca “que no puede existir una verdadera armonización de información financiera sin la efectiva aplicación de un cuerpo normativo único y de calidad (las NIC/NIIF) y sus correspondientes interpretaciones (SIC/CINIIF). Sin embargo, el éxito de la armonización depende también de la existencia de mecanismos que impulsen su correcta aplicación, especialmente debido a la orientación de las NIC/ NIIF basada en principios más que en reglas precisas, lo que implica captar la sustancia económica de las transacciones. Esto hace que los mecanismos mencionados adquieran aún más protagonismo. Tras esta primera experiencia de la Unión Europea, el resto de los países del mundo se han encaminado hacia la generalización de las IFRS” (Saccani, 2012).

Independientemente de los principios contables que sean empleados en la preparación de información financiera, estos siempre van a requerir cierta

flexibilidad para adaptarse a las operaciones de una organización derivadas de su actividad económica; esta postura no se puede ir al extremo, es decir, no es adecuado que en ocasiones esta flexibilidad sea utilizada por los directivos con fines oportunistas para “gestionar” o manipular el resultado que dan a conocer a los usuarios de la información financiera. Lo anterior está muy relacionado con el término *contabilidad creativa*, que describe (de acuerdo al *Tratado de auditoría forense*, de KPMG Argentina, 2012) el proceso mediante el cual se explotan las “zonas grises” y las flexibilidades de las normas contables para manipular las figuras reflejadas en las cuentas de una empresa.

La SEC siempre ha mostrado su preocupación por el creciente número de casos en los que se manipula la calidad de los estados financieros, mediante la manipulación de cifras y la presentación de fotografías sesgadas de la situación financiera de las compañías; de hecho, un importante número de trabajos evidencia que la práctica de contabilidad creativa está ligada principalmente al mundo anglosajón, donde se denomina “*earings management*”.

De acuerdo con Michael Jameson (1988), la contabilidad creativa es “darles la vuelta a las normas” hasta conseguir una forma deseada de representar la situación económica de la empresa, con base en la flexibilidad y las omisiones existentes en la normativa contable. Desde el punto de vista de la contabilidad, agrega que: “El proceso contable consiste en tratar con diferentes tipos de opinión y en resolver conflictos entre aproximaciones diferentes, para la presentación de los resultados de los hechos y transacciones financieras; (...) esta flexibilidad facilita la manipulación, engaño y tergiversación. Estas actividades practicadas por los elementos menos escrupulosos de la profesión contable empiezan a ser conocidas como *contabilidad creativa*”.

Otros autores como Juan Monterrey-Mayoral (1997) y José Juan Blasco (1998) sostienen que la contabilidad creativa es producto de la manipulación de la información financiera, al valerse de la flexibilidad, la imprecisión o la inexistencia de las normas contables que son utilizadas, individualmente o en conjunto, para obtener y presentar los valores deseados. Así mismo, manifiestan que tales prácticas exigen el cumplimiento de las reglas contables que fundamentan el marco normativo.

Garantizar la transparencia de la información se convierte entonces en un reto para quienes funjan como contadores y preparadores de los reportes financieros, ya que, para utilizar los mejores estándares para preparación de la información, por un lado, requieren el aprendizaje, aplicación y entendimiento de los estándares de Información Financiera; y en el caso de quienes ofrecen servicios de

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

aseguramiento sobre esta información, además de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) tienen que aprender las Normas Internacionales de Auditoría (NIA).

Sin embargo, la transparencia financiera no se limita a los estándares con los cuales se prepara y audita la información financiera, pues contempla las mejoras en el control interno de las organizaciones para que no den cabida a las prácticas de “contabilidad creativa” y, en cambio, optimicen las políticas contables y una serie de temas que se hablarán en el siguiente numeral.

9.6. La transparencia como cualidad de la información financiera en Colombia

De acuerdo con el Decreto 2649 de 1993, las cualidades que se habían definido para la información contable eran las siguientes:

Artículo 4. Cualidades de la información contable. Para poder satisfacer adecuadamente sus objetivos, la información contable debe ser **comprensible y útil**. En ciertos casos se requiere, además, que la información sea **comparable**.

La información es comprensible cuando es clara y fácil de entender.

La información es útil cuando es pertinente y confiable.

La información es pertinente cuando posee valor de realimentación, valor de predicción y es oportuna.

La información es confiable cuando es neutral, verificable y en la medida en la cual represente fielmente los hechos económicos.

La información es comparable cuando ha sido preparada sobre bases uniformes.

Con la entrada en vigencia de la Ley 1314 de 2009 se adicionó como cualidad la transparencia, introducida por el artículo 1, así: “... Los estados financieros, brinden información financiera comprensible, transparente y comparable, pertinente y confiable, útil para la toma de decisiones económicas por parte del Estado, los propietarios, funcionarios y empleados de las empresas, los inversionistas actuales o potenciales y otras partes interesadas, para mejorar la productividad, la competitividad y el desarrollo armónico de la actividad empresarial de las personas naturales y jurídicas, nacionales o extranjeras”.

Como se ha mencionado a lo largo del documento, la transparencia es un principio de gobierno corporativo que, con la entrada en vigor de la Ley 1314 de 2009, se convirtió en cualidad de la información financiera. Este principio y cualidad – a la vez – apunta a asegurar que la información presentada por la organización sea veraz, precisa, oportuna y diáfana.

Cuando hablamos de cualidad, es adecuado remitirse al significado que le da el Diccionario de la Lengua Española (RAE), el cual indica que es: “Cada uno de los caracteres, naturales o adquiridos, que distinguen a las personas, a los seres vivos en general o a las cosas”. Es decir, si vemos el principio de *transparencia* como una cualidad, esto se traduciría en que debería ser *inherente* a la información de las organizaciones.

La transparencia como cualidad es una condición tan importante, que se convierte en la base para presentar la información financiera y organizacional, para que así mismo esta genere confianza entre los *stakeholders*.

La transparencia juega un papel esencial en el acceso a capital externo, ya que reduce el coste del capital, porque minimiza el riesgo de la información, esto quiere decir que se debe tener disponibilidad de la información o sobre la misma no debe haber incertidumbre.

Siendo el principio de transparencia una cualidad, una condición y un sello que debería tener la información de manera implícita, las organizaciones en Colombia deben generar estrategias que permitan preservarla y mantenerla; para ello, es necesario enfatizar que no solo mediante el proceso de convergencia a Normas Internacionales de Contabilidad y Auditoría se logrará esta cualidad de la información contable.

El proceso de convergencia a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y a Normas Internacionales de Auditoría (NIA) dará un lenguaje universal y homogéneo; sin embargo, por se estos estándares no son garantes del principio de transparencia como cualidad de la información.

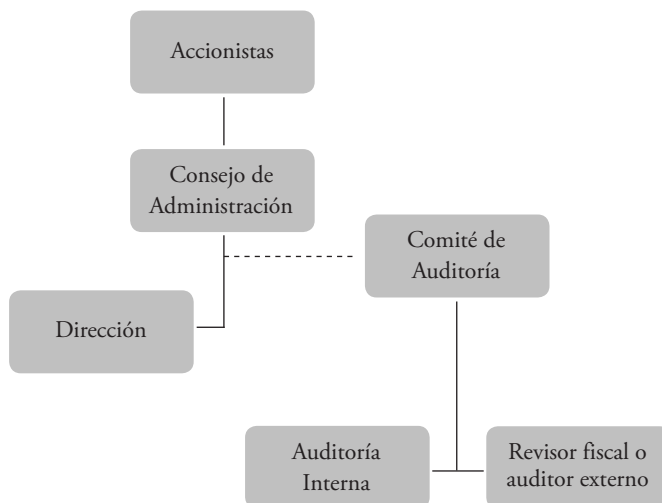
9.7. El reto de la transparencia financiera para las organizaciones colombianas

La transparencia financiera es un asunto transversal en las organizaciones y no se puede limitar únicamente a la implementación de Estándares Internacionales de Información Financiera (NIIF) y Normas Internacionales de Auditoría (NIA).

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

La transparencia como principio de gobierno corporativo es responsabilidad de todos los responsables del gobierno de la entidad. La estructura de gobierno con todos sus actores se grafica de la siguiente manera:

FIGURA 6
ESTRUCTURA DEL GOBIERNO CORPORATIVO



Fuente: elaboración propia

La transparencia es responsabilidad de todos los integrantes de la estructura del gobierno corporativo y no exclusivamente de los preparadores de información financiera que aplican las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), ni tampoco de quienes la auditan (auditores internos, revisor fiscal, auditor externo), que serían los encargados de evaluarla para finalmente emitir una opinión, que supeditarían al cumplimiento de Normas Internacionales de Auditoría (NIA).

Como sostiene el Instituto de Auditores Internos IIA (2009): “El gobierno comienza con el consejo de administración y sus comités. El consejo funciona como el paraguas de supervisión del gobierno de toda la empresa. Proporciona instrucciones a la dirección, le otorga la facultad de emprender acciones y supervisa los resultados generales de las operaciones”.

Lo anterior es una afirmación sobre el empoderamiento que debería tener el consejo de administración sobre el gobierno corporativo y sus principios y, en el caso puntual que le atañe a este artículo, el principio de transparencia.

Este punto es vital, porque mediante el consejo de administración se deben gestionar las estrategias para garantizar la transparencia en la información de las organizaciones.

El consejo debe vislumbrar los requerimientos y las necesidades de las partes interesadas en materia de información; la labor del consejo como lo describe el IIA (2009) es una labor estratégica y de supervisión a todo el gobierno de la entidad.

En materia de transparencia, el consejo de administración tiene una responsabilidad muy grande, es de tanta relevancia que de acuerdo con la Ley Sarbanes-Oxley (SOX), el consejo debería empoderar al comité de auditoría como el responsable de proteger a los grupos de interés (*stakeholders*) mediante:

- *La supervisión de la revelación precisa y a tiempo de la situación financiera de las organizaciones.* En este punto está implícito el principio de la transparencia, ya que la revelación precisa de información a la que se refiere la Ley SOX se traduce no solo en oportunidad sino en que la situación de la empresa se revele de manera adecuada en los estados financieros.
- *Responsable de la supervisión de las labores de auditoría en la entidad.* El comité de auditoría es responsable de temas como la selección, compensación y monitoreo de los auditores internos y externos; por otro lado, de garantizar su independencia, supervisar sus informes y, por último, de adoptar procedimientos para el manejo de los informes.

Con estos dos puntos, la ley SOX resalta las obligaciones que debería tener el consejo de administración en cabeza del comité de auditoría.

Como menciona el IIA (2009), el consejo proporciona el paraguas de supervisión; sin embargo, es la dirección la que realiza las actividades diarias, la que administra las operaciones, la que ejecuta los lineamientos impartidos por el consejo.

En la organización, estas actividades deben estar alineadas con un modelo de control interno adecuado; en la actualidad, hay varios modelos de control interno de amplia aceptación, entre estos se encuentran por ejemplo COSO, COCO y Turnbull. Todos ellos incluyen definiciones de este proceso; sin embargo, todas convergen en que solo brindan un grado de seguridad razonable para el logro de los objetivos organizacionales en categorías específicas como eficacia y eficiencia de las operaciones, cumplimiento de las leyes y regulaciones y, por último, lo que es objeto de nuestro artículo:

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

La confiabilidad de los informes financieros

La confiabilidad de los informes financieros, inherente al principio de transparencia, no depende únicamente de los estándares contables que se utilicen para la preparación de la información financiera ni de los que se apliquen para las labores de auditoría. La confiabilidad de los informes financieros debe ser un objetivo de las empresas, que depende, entre otras cosas, de un adecuado sistema de control interno.

Como todo objetivo, los informes financieros confiables se pueden ver impactados por riesgos; para contrarrestarlos, se hace necesario que las organizaciones identifiquen y analicen los eventos que pudiesen afectar la transparencia y confiabilidad de la información.

Los eventos que podrían impactar la transparencia de la información estarían relacionados con el *riesgo de fraude* que, como se describió en el punto 2 de este artículo (9.3 en esta reimpresión), puede impactar de manera contundente a las organizaciones.

En el riesgo de fraude, la información financiera fraudulenta debe ser mitigada mediante estrategias, como reportes periódicos, políticas y controles. Los controles financieros desempeñan un papel importante para garantizar la exactitud de la información.

Básicamente, las políticas contables son estándares internos que generan homogeneidad en los distintos aspectos del proceso contable de las transacciones de las organizaciones. Su aplicación deberá conducir a que las cuentas empresariales, formuladas con claridad, expresen la situación financiera y económica de la empresa. Es decir, adicional a la aplicación de los Normas Internacionales de Información Financiera, las compañías deben crear normas que den uniformidad a sus transacciones, para disminuir el riesgo de información financiera fraudulenta generada por la aplicación de malas prácticas contables o contabilidad creativa, la cual se mencionó en el punto 4 de este artículo (9.5 en esta reimpresión).

Las políticas contables deben dar claridad “sobre el deber ser” en el proceso de registro, ajuste, emisión y presentación de informes. Las reglas contables dentro de las empresas colombianas deben proveer un conocimiento de las actividades económicas de la entidad, de su entorno, del riesgo de aplicación de prácticas de contabilidad creativa, la periodicidad de los informes y, en últimas, todos aquellos aspectos que tuvieran un efecto sobre la revelación y la transparencia de la información.

Adicional al control interno y a las políticas contables, contar con una evaluación independiente genera imparcialidad e independencia sobre los resultados de las operaciones y la situación financiera de una empresa. En el caso colombiano, la utilización de las auditorías depende de la obligatoriedad y de la estructura organizacional.

Los auditores que realicen estas evaluaciones independientes, deberían rotar en el ejercicio de su práctica. En 2011, la Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB, emitió una publicación de concepto sobre la independencia del auditor y la rotación de la firma de auditoría, que centra en la carencia de independencia y de objetividad y en el escepticismo profesional las causas raíces de las deficiencias de auditoría y consideran la rotación obligatoria como un medio para abordar estas potencia- les causas raíces.

Lo anterior son solo algunos elementos adicionales que deberían ser utilizados por las empresas colombianas en aras de garantizar la transparencia. Falta hablar de un punto muy importante que complementa de manera armónica todas las estrategias que deberían ser utilizadas para este fin. Este punto es el de las adecuadas prácticas de gobierno corporativo.

Como lo describe la OCDE (2004), hay seis (6) principios fundamentales para articular el gobierno corporativo; sin enfatizar en cada uno de ellos, cabe mencionar que uno de estos principios es la transparencia, la cual ha sido objeto de este artículo, y los otros, incluyendo la transparencia, son:

- Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo.
- Los derechos de los accionistas y las funciones clave en el ámbito de la propiedad.
- El tratamiento equitativo de los accionistas.
- El papel de las partes interesadas en el gobierno corporativo.
- Las responsabilidades del consejo.
- *La revelación de datos y transparencia.*

Estos principios no son excluyentes. Por el contrario, funcionan como un engranaje en el que cada pieza, en últimas, genera “la estructura a través de la cual se definen los objetivos de la compañía y se determina el medio para alcanzarlos y para supervisar el desempeño”. Lo anterior es parte de la definición de la OCDE para gobierno corporativo.

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

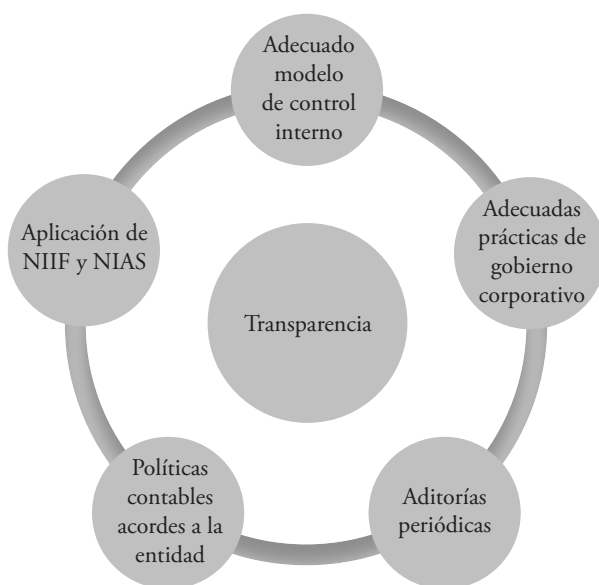
Para garantizar estos seis principios, hay diversas prácticas que optimizan el desempeño y que, en consonancia con el control interno de la organización, permiten alcanzar los objetivos organizacionales. Entre estas prácticas se destacan las siguientes:

- **Convocatorias y actas de las reuniones de los accionistas:** para la difusión de la información y crear un entorno más seguro y estable para la inversión a largo plazo.
- **Adecuado ambiente ético organizacional:** aunque la ética sea entendida como algo filosófico de cada persona, las organizaciones deben contar con adecuados sistemas morales y de conducta, en los que indiquen los valores y qué tipo de comportamiento podría llegar a ser castigado. Esto dará una guía sobre el comportamiento que los empleados pueden tener en las organizaciones.
- **Difusión de la información entre los empleados de la organización:** los empleados informados en sus organizaciones se sentirán más conectados con el desempeño de la compañía y serán más productivos.
- **Procedimientos de designación, evaluación y funcionamiento del consejo de administración:** esto generará formalidad al desempeño del consejo de administración y hará medible su gestión.
- **Formalidad de los comités del consejo de administración:** para los comités existentes en el consejo de administración, debe haber funciones específicas, descritas en estatutos y manuales. Esto en el caso puntual del comité de auditoría debería estar ceñido a la Ley Sarbanes Oxley.
- **Rotación de los auditores:** de acuerdo con el documento emitido por la PCAOB, “La rotación obligatoria de la firma de auditoría puede no ser la manera más eficiente para fortalecer la independencia del auditor y la calidad de la auditoría, considerando los costos financieros adicionales y la pérdida de conocimiento institucional que el auditor anterior tiene”. No obstante, es adecuado que las organizaciones definan una política para que sus auditores roten de manera periódica; hay normas internacionales que hablan del tema, pero en el caso colombiano es importante que la entidad lo defina como una adecuada práctica de gobierno corporativo.
- **Políticas antifraude:** el riesgo de fraude debe ser administrado, con medidas de prevención, que disminuirán y mitigarán el riesgo de fraude; entre ellas, cabe destacar los canales de denuncia para que los informantes puedan co-

municar situaciones que comprometan la ética o que puedan desencadenar un posible fraude.

Puede haber otras prácticas de gobierno corporativo. Sin embargo, estas dependerán de cada estructura de entidad. Para garantizar el principio de transparencia del gobierno corporativo que en Colombia, de acuerdo con la Ley 1314 de 2009, es ahora una cualidad de la información contable, no todo se limita a la aplicación de estándares internacionales. La transparencia se logra mediante el engranaje de varias piezas, esto gráficamente se podría ver así:

FIGURA 7
SENTIDO HOLÍSTICO DE LA TRANSPARENCIA



Fuente: elaboración propia

La aplicación de estándares internacionales, el control interno, el gobierno corporativo y la auditoría externa e interna no se pueden mirar en un sentido excluyente, pues son piezas que encajan en el logro de los objetivos organizacionales: del objetivo de la confiabilidad en los informes financieros y de la transparencia. Esta condición debe revisarse en un sentido holístico y no supeditado únicamente a la aplicación de NIIF y NIAS.

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

9.8. Conclusiones

La transparencia es un concepto tan amplio e importante que de manera transversal debe estar implícito en las organizaciones. Por un lado, como principio de gobierno corporativo en el cual se propone una revelación de datos oportuna y fidedigna y por otro, debe ser visto con la misma concepción que en Colombia, por la cual fue incorporado como una cualidad de la información financiera en la Ley 1314 de 2009 y que ha guiado el proceso de convergencia a estándares internacionales de información financiera.

Siendo la transparencia un principio tan importante, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y las Normas Internacionales de Auditoría (NIA) son apenas uno de los medios con los cuales las organizaciones la gestionarían. Estas normas traerán muchos beneficios para las empresas colombianas, entre ellos, la homogeneidad y la uniformidad en la información; sin embargo, per se no garantizarán la transparencia de la información.

Los fraudes en las cifras financieras son un atentado al principio de transparencia, ya que dejan en entredicho lo fidedigno de la información y disminuyen la confianza de los *stakeholders*.

En el mundo han ocurrido varios casos de fraude; estos a su vez tienen diversas causas. Una de ellas es la mala aplicación de las políticas contables con la intención de distorsionar la información financiera (contabilidad creativa), lo cual desencadena en estados financieros fraudulentos; por otro lado, un inadecuado sistema de control interno y unas deficientes prácticas de gobierno corporativo también son causales para que el fraude se presente en las organizaciones.

Producto de grandes escándalos relacionados con fraudes en la información financiera de algunas organizaciones, se han generado legislaciones y orientaciones para salvaguardar a los accionistas; todas estas apuntan a adecuadas prácticas de gobierno corporativo y control interno. Una de ellas es la aplicación de Estándares Internacionales de Información Financiera, que proveerán de un lenguaje universal para la revelación de información financiera, lo que sería apenas uno de los aspectos que se deberían tener en cuenta para garantizar la transparencia.

Además del proceso de convergencia, las organizaciones deben optimizar aspectos como el control interno, las políticas contables y las adecuadas prácticas de gobierno corporativo para poder alcanzar la transparencia de sus cifras financieras. Todo lo anterior debe engranarse en un sentido holístico como un todo.

9.9. Referencias

- [1]. Association of Certified Fraud Examiners, ACFE (2012). *Encuesta de Fraude Ocupacional*. Association of Certified Fraud Examiners. <http://www.cfenet.com>, versión en inglés: http://www.acfe.com/uploadedFiles/ACFE_Website/Content/rtn/2012-report-to-nations.pdf
- [2]. Bhagat, Sanjai & Bolton, Brian J. (2007). *Corporate Governance and Firm Performance*. Working Paper Series. Boulder, Colorado: University of Colorado at Boulder - Department of Finance and Portland State University - School of Business Administration.
- [3]. Blasco-Lang, José Juan (enero de 1998). De la contabilidad creativa al delito contable. *Partida Doble*, 85, 33-39.
- [4]. Cañibano, Leandro & Pedrosa-Alberto, Fernanda (2009). El control del cumplimiento de la información financiera: un análisis Delphi de la reacción reformista post-Enron. *Revista de Contabilidade e Gestão*, 8, 43-86.
- [5]. Colombia (1993). *Decreto 2649 de 1993*, por el cual se reglamenta la contabilidad en general y se expiden los principios o normas de contabilidad generalmente aceptados en Colombia. *Diario Oficial*, 41.156, 29 de diciembre de 1993.
- [6]. Colombia (2009). *Ley 1314 de 2009*, por la cual se regulan los principios y normas de contabilidad e información financiera y de aseguramiento de información aceptados en Colombia, se señalan las autoridades competentes, el procedimiento para su expedición y se determinan las entidades responsables de vigilar su cumplimiento. *Diario Oficial*, 47.409, 13 de julio de 2009.
- [7]. Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio, Confecámaras (2002). *Ley de transparencia en la gestión de gobierno*. Disponible en: <http://www.confecamaras.org.co>
- [8]. Eichengreen, Barry (1999). *Toward a New International Financial Architecture, A Practical Post-Asia Agenda*. Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- [9]. Estados Unidos (1933). *Securities Act of 1933*, May 27, 1993. Disponible en: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>

¿Es garante del principio de transparencia la implementación de normas internacionales...

- [10]. Estados Unidos (1933). *Securities Exchange Act of 1934*, June 6, 1934. Disponible en: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>
- [11]. Estados Unidos (1977). *Foreign Corrupt Practices Act*, FCPA, 1977. Disponible en: <http://www.justice.gov/criminal/fraud/fcpa/statutes/regulations.html>, <http://www.justice.gov/criminal/fraud/fcpa/docs/fcpaspanish.pdf>
- [12]. Estados Unidos (1987). *Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting or Treadway Commission Report*. Disponible en: <http://www.coso.org/publications/ncffr.pdf>
- [13]. Estados Unidos (1991). *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991*. Disponible en: <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/z?c102:S.543.ENR>:
- [14]. Estados Unidos (2002). *Sarbanes-Oxley Act*, to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes. June 30, 2002. Disponible en: <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>
- [15]. Financial Stability Board, FSB (January 9, 2010). *FSB Framework for Strengthening Adherence to International Standards*. Disponible en: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100109a.pdf
- [16]. Fondo Monetario Internacional, FMI (1999). *Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financieras: declaración de principios*. Ver en: <http://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/spal/code2s.pdf>
- [17]. International Accounting Standards Board, IASB (2013). *The Due Process Handbook for the IASB*. Disponible en: <http://www.ifrs.org/DPOC/Documents/2013/Due-Process-Handbook-February-2013.pdf>
- [18]. International Standards on Auditing, ISA (s.f.). *Norma internacional de auditoría NIA-11 Sección 240; fraude y error*. IFAC. Disponible en: <http://www.ifac.org>
- [19]. Jameson, Michael (1988). *A Practical Guide to Creative Accounting*. London: Kogan Page.
- [20]. Johnston, Donald J. (2004). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE*. Francia. Disponible en: <http://www.oecd.org>

- [21]. Mantilla, Samuel (2010). Adherencia e implementación, otra forma de referirse a la adopción. Bogotá. Disponible en: <http://www.consultor-contable.com/app/download/3431253152/SAM-adherencia-e-implementacion-otra-forma-de-referirse-ala-adopcion.pdf?t=1334502925>
- [22]. Monterrey-Mayoral, Juan (1997). Entre la contabilidad creativa y el delito contable. La visión de la contabilidad privada. *V Seminario Carlos Cubillo, Universidad Autónoma de Madrid, UAM. Madrid.*
- [23]. Reding, Kurt F.; Sobel, Paul J.; Anderson, Urton L.; Head, Michael J.; Ramamoorti Sridhar & Salamasick, Mark (2009). *Auditoría interna: servicios de aseguramiento y consultoría*. Altamonte Springs, Florida: The IIA Research Foundation.
- [24]. Saccani, Raúl R.; KPMG Argentina (2012). *Tratado de auditoría forense. La investigación y prueba de los delitos de cuello blanco*. Buenos Aires: Fondo Editorial de Derecho y Economía, FEDYE; KPMG Argentina.
- [25]. Securities and Exchange Commission, SEC (2010). *Comunicado No. 33-9109*. Disponible en: <http://www.sec.gov/rules/other/2010/33-9109.pdf>
- [26]. Securities and Exchange Commission, SEC (2011). *Comunicado No. 34-64578*. Disponible en: <http://www.sec.gov/rules/sro/phlx/2011/34-64578.pdf>
- [27]. Ustáriz-González, Luis Guillermo (2004). *Corporate governance: evolución y reto frente al riesgo operativo en el nuevo Acuerdo de Basilea*. Revista Universitas, 107, 137-178.
- [28]. Zorio-Grima, Ana; Garrido, Pascual; Poch-Vilaplana, María Dolores; Poch-Vilaplana, Ramón & Poch y Torres, Ramón (1999). *La información financiera en la Unión Monetaria Europea: tendencia hacia una armonización internacional ante la globalización del mercado de capitales*. Madrid: Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, ICAC; Ministerio de Economía y Hacienda. Premio Carlos Cubillo Valverde.

10. FORMA LEGAL, INNOVACIÓN Y PRODUCTIVIDAD DE LAS FIRMAS EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA COLOMBIANA¹⁻²⁻³

Resumen

Este escrito examina la evolución de la forma legal de las firmas y sus efectos sobre la innovación y la productividad de las empresas de la industria manufacturera

1 Este artículo fue publicado originalmente en la Revista *Cuadernos de Economía* de la Universidad Nacional de Colombia. La referencia bibliográfica es la siguiente: Hernández, Iván (2005). La forma legal y la productividad e innovación de las firmas en la industria manufacturera de Colombia. *Cuadernos de Economía* 42:135-160.

2 El autor agradece los comentarios de Paul Dewick, Helen Reina y a los asistentes a las conferencias en *Knowledge and economic and social change: new challenges to innovations studies* organizada por el ASEAT (sigla en inglés de Avances en el Análisis Económico y Social de la Tecnología) e IoIR (sigla en inglés del Instituto para la Investigación en Innovación) en la Escuela de Negocios de Manchester, Oxford Road, abril 7-9, 2003 y en *Knowledge-based economies, new challenges in methodology, theory and policy*, Departamento de Economía de la Universidad de Augsburg, Alemania, y la Sociedad Internacional de Joseph A. Schumpeter. Enviar los comentarios al correo: idhernandezu@unal.edu.co. Artículo publicado primero en Cuadernos de Economía, No. 42, 2005, pp. 135-160. Artículo aprobado para reproducción por dicha Revista.

3 Iván Hernández. PhD in Economics, Universidad de Manchester (UK). MSc in Economics, Universidad de Warwick (UK). Economista y Magíster en Economía, Universidad Nacional de Colombia. Profesor asociado, Escuela de Economía, Universidad Nacional de Colombia [idhernandezu@unal.edu.co]

colombiana. El ascenso de la estructura de sociedad limitada se evidencia en la estrategia de los conglomerados grandes y poderosos de aumentar su tamaño y su poder mediante la absorción de empresas una forma legal de sociedad anónima. Se argumenta que esta innovación institucional es subóptima porque adopta un esquema de responsabilidad limitada que excluye a las fuerzas intraempresariales del acceso a la propiedad. Este fue el mundo del que se ocupó la economía política clásica, y algunos estudiosos como Schumpeter: un mundo en el que el cambio institucional favorecía el divorcio entre la propiedad y la actividad empresarial.

Palabras clave

Actividad empresarial, economía de la empresa, sistemas económicos.

Clasificación JEL: M13, M21, P50.

10.1. Introducción

De Soto (2000) se refiere al *apartheid* que el capitalismo sufre en muchos países en vías de desarrollo, y denuncia que el capitalismo en estos países parece un club privado, abierto solamente para una minoría privilegiada y que deja en la frustración a millones de personas que miran desde afuera el interior del sistema. Argumenta que las instituciones formales crearon una especie de “campana de cristal” que excluye a la mayoría, y advierte que esta exclusión continuará mientras los sistemas legales y políticos sigan obstaculizando la entrada de la mayoría al sistema de propiedad formal.

En este artículo planteamos una discusión similar pero se enfoca en el papel de la organización de la firma y, en particular, de su forma legal. Argumentamos que cuando la evolución institucional de las formas legales de las firmas acarrea un componente de exclusividad en el sistema de la propiedad, hay un efecto negativo en los procesos y actividades innovadoras y productivas a través de las estructuras de gobierno en el lugar de trabajo. Muestra la medida en que un cambio institucional en la forma legal de las firmas determina el desempeño empresarial –este consiste en pensar, novedosamente, en nuevas combinaciones de producción y en nuevo conocimiento – dentro de una firma y, en última instancia, en la productividad de la industria.

La siguiente sección analiza la relación entre la empresarialidad y la forma legal de firmas en el marco de las teorías referentes a la separación entre propiedad

y empresarialidad y al divorcio entre propiedad y control. También, discute la institución de la *responsabilidad limitada* y su valor dentro de la perspectiva de los *stakeholders* y del capital social. La tercera sección proporciona un análisis empírico de la industria manufacturera colombiana, examinando la relación evolutiva entre la forma legal de las firmas de esta industria y el desempeño empresarial o innovador. Terminamos con la discusión de los resultados y las conclusiones.

10.2. Antecedentes

La empresarialidad y la forma legal de firmas

La aparición de la empresa y de la clase gerencial durante la segunda mitad del siglo XIX y principios del siglo XX, en países desarrollados como el Reino Unido y Estados Unidos, se ha asociado con la separación entre propiedad y control. Los efectos de este fenómeno se han catalogado como uno de los momentos más importantes del capitalismo moderno (Chandler 1977). A mediados del siglo XIX, los gerentes eran dueños, socios o accionistas importantes. Pero ya por los años veinte, los gerentes (medios y altos) a sueldo eran la institución dominante en Estados Unidos y el Reino Unido, y eran contratados por los dueños para coordinar recursos en una unidad de negocio con múltiples funcionamientos y para supervisar el trabajo de millares de trabajadores. Las empresas eran propiedad de decenas de miles o, incluso, de cientos de miles de accionistas. En un período de tiempo corto, esta institución había crecido y, más allá, había influido la manera de hacer empresa.

La teoría convencional (principal-agente) introduce la separación entre la propiedad y el control como una teoría en la cual los dueños (o los accionistas) emplean a encargados profesionales para manejar su negocio, debido a la extensión y al crecimiento del mercado. Esta visión desarrolla una teoría de los incentivos para la alineación del conflicto de intereses entre los dueños (principales) y los gerentes (agente). Sin embargo, si se hace un examen histórico, la transferencia del control se hizo al revés de como lo plantea esta teoría, a saber: los gerentes son quienes transfieren la propiedad a los accionistas y no son los accionistas —como plantea el modelo principal-agente— quienes transfieren el control a los gerentes. Según Lazonick (2001) sólo hasta cuando el dueño-gerente de la empresa consiguió un entendimiento realmente cercano de la tecnología y el mercado, fue cuando se indujo y se consolidó la compra de acciones del público en Estados Unidos en la última mitad del siglo XIX.

El análisis de Schumpeter (1943/1992) alertó sobre las consecuencias de la pérdida del control y del poder dentro de la empresa del empresario-dueño frente a una estructura descentralizada y jerárquica. Esto, sin embargo, no se debe confundir con el punto de vista convencional de la separación entre propiedad y control. El análisis de Schumpeter permite mirar más allá del problema de intereses en conflicto. Según él, las instituciones sobre las que se erige el capitalismo se derrumban porque el producto, una vez relacionado con la empresarialidad, se enajena por el cambio institucional.

Tal enajenación se refleja en el cambio de las formas legales de las firmas, de *empresariales* a *de responsabilidad limitada*, y en la desaparición de la función empresarial dentro de las grandes corporaciones burocráticas. Así, parecía que la función empresarial estaba condenada a desaparecer cuando el capitalismo cambió de firmas gerenciadas por su dueño a firmas grandes, jerárquicas y de responsabilidad limitada.

Es realmente válida la preocupación de Schumpeter por el cambio de actitud de los dueños y de los trabajadores debido al surgimiento del control gerencial y la dispersión de la propiedad. Él se refiere a la reducción tanto en la afinidad y la proximidad de los gerentes a los intereses de la compañía como en el cuidado y arraigo de los accionistas a la propiedad. Pero aunque esta preocupación fue coherente y relevante para su época, tiene que ser replanteada dentro de un contexto más amplio que incluya las consecuencias de la pérdida de control de los empresarios no dueños —es decir, de una perspectiva intraempresarial—. Si las fuentes de la empresarialidad se representan de una manera más amplia, los pilares que protegen la esencia y el sentido de la propiedad no deben motivar solamente a dueño-fundadores o dueño-gerentes sino también a otras fuentes de empresarialidad como pueden ser los gerentes, ejecutivos, trabajadores en laboratorios de I&D, productores, proveedores, clientes, etc⁴.

4 De la misma manera que el fundador, el dueño, el portador de riesgo y el fabricante son funciones distintas que puede encarnar una misma persona, los empresarios y los innovadores no tienen que ser ‘el fundador’, ‘el dueño’ ni ‘el capitalista’. Tal como el sistema de tenencia de la tierra ha facilitado la distinción entre el trabajador y el terrateniente, el sistema corporativo tiene que distinguir entre los dueños, los gerentes y los innovadores (p. ej. unidades de investigación y desarrollo). El innovador es distinguible del capitalista que posee el dinero, incluso cuando son la misma persona. También, el innovador y el empresario son distinguibles entre sí debido a las funciones que los

Hasta finales del siglo XIX y primera mitad del siglo XX, el empresario encarnó tanto al dueño como al innovador; sin embargo, durante el siglo XX el dueño y el innovador comenzaron a divergir. La perspectiva de la empresariedad como proceso que empieza en la base y asciende en una jerarquía, ha sido discutida en un número cada vez más amplio de estudios de gestión durante las dos décadas pasadas⁵. La intraempresarialidad o proceso empresarial dentro de la firma se distingue del concepto tradicional de empresariedad, en que la innovación se lleva a cabo dentro del contexto de las organizaciones existentes (p. ej. corporaciones, pequeñas empresas, compañías del Estado, firmas sin ánimo de lucro, etc.). El entorno que selecciona a la intraempresarialidad se diferencia del entorno que selecciona a la empresariedad. La primera es seleccionada y difundida entre una jerarquía, mientras que la segunda, dentro del proceso competitivo del mercado. Por lo tanto, el cambio en las estructuras del gobierno de la firma y, en particular, el cambio en la forma legal de las firmas tiene una influencia importante en los procesos y actividades innovadoras y productivas. En este artículo, el tipo de cambio institucional que podría condenar la empresariedad es estudiado por medio de un análisis de la evolución de las formas legales de las firmas.

La institución de la responsabilidad limitada y las teorías del stakeholder y el capital social

Una compañía de responsabilidad limitada (CRL) se caracteriza por ser una “entidad legal independiente de los actores que la iniciaron y que cuenta con una continuidad de tal modo que no desaparece cuando los fundadores se retiran” (Hay 1990). Los dueños o los accionistas de la CRL proporcionan el capital financiero a cambio de una parte de los beneficios, y su responsabilidad se limita al capital que han suscrito, al cual renuncian en caso de quiebra de la compañía. Las CRL son de dos tipos: limitada y anónima. La CRL limitada cuenta con un número limitado de accionistas (entre 2 y 25 dueños) y sus acciones no son negociables. Es una figura doblemente limitada: tanto limitada en sus obligaciones legales como en el número de sus dueños. Las sociedades anónimas también gozan de la figura de la responsabilidad limitada,

innovadores tienen, que no sólo son fundar una firma nueva y crear una burocracia bajo su autoridad.

5 Ver Burgelman (1983), Ellis y Taylor (1987), Jones y Butler (1992), Schendel (1990), Scholthammer (1982), Spann et al. (1988) y Vesper (1984).

pero no cuentan con un tope superior en el número de dueños (no menos de 5) y, además, sus acciones son de valor igual y son libremente negociables⁶.

La demanda por obtener una estructura de propiedad más abierta y amplia en las sociedades —es decir, abierta al público en general— no es necesaria si el grupo interno tiene el capital suficiente para iniciar el negocio (Clapham 1968). Sin embargo, la acción ex ante de registrar como limitada a una sociedad trae consecuencias, que son, generalmente, una mayor restricción al acceso a la propiedad que la que tiene una sociedad anónima abierta⁷. La debilidad esencial de la sociedad limitada son las leyes de familia, herencia y sucesión que regulan las relaciones de la propiedad, que limitan seriamente una reasignación eficiente del control. Las sociedades limitadas funcionan como un “aparato de la transmisión de la competencia empresarial pero no hay ninguna garantía de que la transmisión hereditaria de dicha capacidad funcione eficientemente” (Screpanti 1999)⁸.

6 Los votos del poder y las restricciones del derecho al voto impiden generalmente la venta de las partes de la firma al público en general (Frank y Mayer 1998).

7 Ambos tipos de sociedades disfrutan del principio de responsabilidad limitada, institución que en el tiempo ha facilitado la transición del capitalismo familiar al capitalismo gerencial en países como Reino Unido, Estados Unidos y Japón, conllevando implícitamente una separación entre la propiedad y la gerencia (Martinelli 1994). El principal argumento en favor de la responsabilidad limitada proviene de los derechos que tienen los inversionistas de invertir su capital sin arriesgar todo su patrimonio. Responsabilidades severas y conjuntas son particularmente riesgosas para los inversionistas más sólidos, ya que son quienes probablemente serían considerados responsables por las fallas y por los costos del juicio (Halper 1998). La responsabilidad limitada, en cambio, activa la inversión de capitalistas pasivos en empresas riesgosas y facilita la diversificación del riesgo en firmas especializadas (Carney 2000). Los votos proxy y las restricciones de los derechos al voto impiden generalmente la venta de las acciones de la firma al público en general (Franks y Mayer 1998). De todos modos, las partes pueden apoderar a otros miembros del grupo interno.

8 Más aún, como la perpetuidad de la propiedad concede estatus social, los agentes, no sólo intentan mantener a toda costa su estatus con su dotación inicial dada sino que también, no permiten que otros asciendan (es decir, no les permiten realizar plenamente sus capacidades) de forma que no admiten que se incorporen al círculo cerrado de la propiedad. De esta manera, las relaciones de la propiedad se diseñan para mantener posiciones sociales e impedir la movilidad social. Antes de que la forma legal de responsabilidad limitada fuera creada e instituida, la gente que no se conocía, a pesar de que se podría ver atraída por el mismo negocio, probablemente no se comprometería porque,

Las fallas de la sociedad limitada no están relacionadas con problemas de agencia, sino que atañen a la necesidad de reconocer a otros *stakeholders* como proveedores, trabajadores, accionistas minoritarios y, en particular, los intraempresarios. La inflexibilidad del modelo principal-agente consiste en estudiar, permanentemente, a los accionistas como los únicos tomadores de riesgos, dejando a un lado otros stakeholders⁹. Por consiguiente, esta carencia de reconocimiento deja la sensación de desarraigo entre los *stakeholders*. A pesar de que la desalineación de los intereses dentro de la firma y los costos de agencia son factores importantes en el cambio de estructura institucional, el efecto más significativo sobre la innovación proviene del distanciamiento entre los dueños (accionistas) y los *stakeholders* (gerentes, trabajadores, clientes, proveedores), debido a su importancia como fuentes proveedoras de actividades intraempresariales. Importantes teóricos del *stakeholding* (Turnbull 1998, Schmid 2000a y 2000b) argumentan que el análisis se ha centrado puramente en la defensa de los intereses perpetuos de accionistas inamovibles (que ocurre en particular en la forma legal de la sociedad limitada), y dicha estructura de propiedad no se ha sustituido por una forma más adecuada y dinámica, como una estructura de la *copropiedad*. Las estructuras dinámicas facilitan la protección de la rentabilidad de todos los agentes que contribuyen a las actividades empresariales productivas, y Turnbull (1998) las ha denominado como la *tenencia del stakeholder*. Según Turnbull, la tenencia del *stakeholder* es la estructura institucional apropiada para que las actividades productivas se desarrollen puesto que sustituyen las estructuras tradicionales, oligárquicas —que defienden intereses individualistas— por estructuras más modernas, que protegen intereses más amplios¹⁰.

además de una ausencia de proximidad social, todos sus activos estarían necesariamente en juego. La forma legal de la responsabilidad limitada fue creada precisamente para ser una forma de propiedad anónima y para disminuir a los inversionistas el riesgo de perder todo su patrimonio. A pesar de esto, la forma legal de la sociedad limitada, aunque preserva las virtudes de la responsabilidad limitada, evolucionó perpetuando los vicios excluyentes de la estructura familiar y de la sociedad. De esta forma, las instituciones evolucionaron para favorecer a un grupo interno de accionistas, entonces, el cambio institucional se ‘salió de las manos’. Y fue éste, precisamente, el problema del que los escritores de la economía política clásica nos alertaron repetidamente.

9 Como hemos visto, este análisis está limitado al punto de vista de la empresarialidad que se relaciona únicamente con la renovación de negocios y la creación de nuevas empresas, lo cual va en detrimento del concepto de empresario innovador dentro de las organizaciones.

10 Turnbull (1998) subraya que aunque los derechos de la propiedad evolucionaron

Los estudios recientes de *capital social* refuerzan la propuesta de Turnbull (1998) de sustituir tales derechos de propiedad perpetuos y estáticos, en cuanto sugiere un análisis implícito para el tipo moderno de estructuras de la copropiedad (Schmid 2000a y 2000b). El argumento implícito es que en el caso de unas estructuras más modernas de propiedad, como las de copropiedad, una mayor acumulación de capital social (es decir, mayores escalas de afinidad y lazos sociales) induce a los agentes a no embarcarse en actividades contrainnovadoras dentro de propiedades en las que son codueños o a las que están emocionalmente atados. En efecto, agentes que se identifican de una forma tan fuerte con la propiedad, al embarcarse en actividades contrainnovadoras, estarían robándose o engañándose a sí mismos, situación insustancial para el análisis. Además, Wenpin y Ghoshal (1998) proporcionan evidencia de que los aumentos de capital social incrementan la creación de valor puesto que las relaciones sociales informales y los arreglos sociales tácitos inducen el intercambio de recursos productivos, de tal modo que promueven innovaciones de producto. Por tanto, las estructuras modernas de copropiedad intentan constituir una mejor estructura institucional para que las actividades empresariales productivas se difundan, dado el mayor capital social implícito en dichas estructuras. Así también, Fountain (1998) señala que los lazos sociales y la confianza proporcionan un contexto adecuado para el diálogo y la discusión que buscan establecer consensos, los cuales son la base de la colaboración y, a su vez, del crecimiento acelerado de la innovación y la productividad.

Las teorías del *stakeholder* y del capital social nos enseñan que el desbloqueo de los derechos de acceso, y la consecuente entrada de las fuerzas innovadoras a las estructuras de propiedad, conseguirían que la función empresarial dentro de la firma se desarrolle como copropiedad, y el factor identidad facilitaría el camino a la innovación, contrarrestando su oposición. En la siguiente sección analizamos la situación de los intraempresarios en Colombia en términos de su acceso a las estructuras de la propiedad.

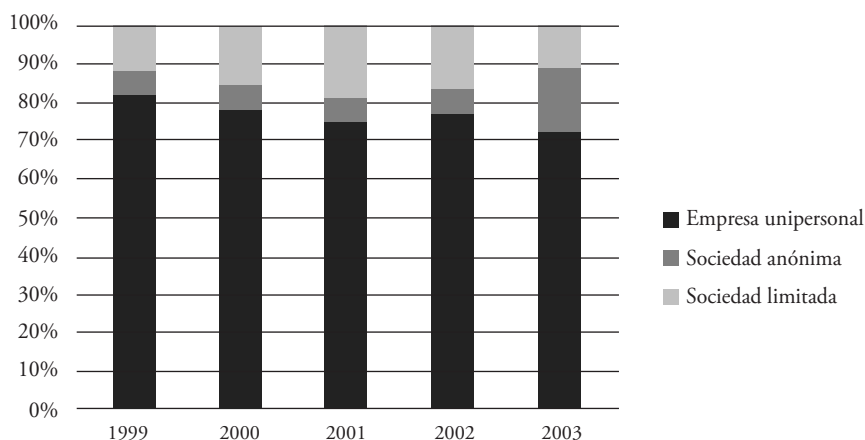
para sostener y mantener el poder político y la riqueza, no existe ninguna razón para dar más largas a un derecho perpetuo a la propiedad, ni siquiera en una compañía o estructura corporativa. Este tipo de derechos son inconsistentes con los principios de justicia, eficiencia y sostenibilidad económica: “las técnicas modernas de inversión revelan que no es necesaria una vida ilimitada de los derechos de propiedad y, más bien, esto resulta en unos inversionistas que obtienen beneficios por encima del incentivo requerido para generar inversión”.

10.3. Análisis empírico

La evolución del entorno institucional¹¹, en el siguiente estudio de caso, se refiere a la base de principios legales que definen el contexto dentro del cual la actividad económica de las empresas de negocios se desarrolla en la industria regional y nacional. Según Williamson (1999), el entorno institucional restringe o moldea las instituciones que gobiernan la empresa, las cuales son las estructuras sociales que ejercen la autoridad, la dirección y el control dentro de las firmas de la industria manufacturera colombiana (Zingales 1998).

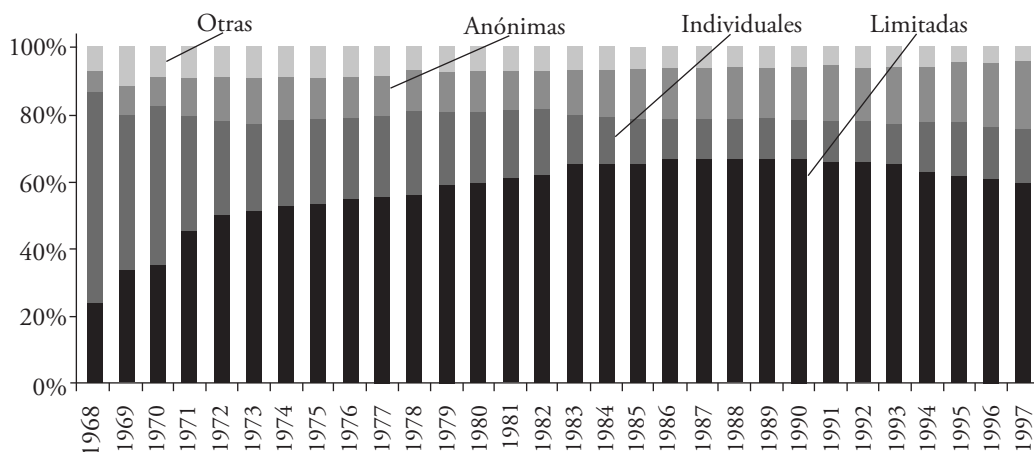
La evolución institucional de las estructuras legales dentro de la industria ha sido similar a la de otros países capitalistas. Los datos proporcionados por la Cámara de Comercio de Bogotá y el DANE muestran que, en los diversos sectores de la economía regional y nacional, las empresas de responsabilidad limitada (tanto anónima como limitada) han asumido el control frente a compañías de estructura legal más tradicional, como por ejemplo las empresas de propiedad individual (gráfica 1). Esta misma situación se presenta en la industria nacional (gráfica 2).

GRÁFICA I
EVOLUCIÓN DE LA FORMA LEGAL DE LAS EMPRESAS EN BOGOTÁ
Y PARTE DE CUNDINAMARCA



11 Según Williamson (1994, 102), el entorno institucional son las reglas de juego que definen el contexto dentro del cual ocurre la actividad económica. Los principios políticos, sociales y legales establecen la base para la producción, el intercambio y la distribución.

GRÁFICA 2
EVOLUCIÓN DE SOCIEDADES ANÓNIMAS,
INDIVIDUALES, LIMITADAS Y OTRAS
(como porcentaje del total de establecimientos industriales
en la Industria manufacturera de Colombia 1968-1997)



Análisis histórico

El proceso de la industrialización nacional se extiende a tres cuartos del siglo XX (Cuevas 1986, Ocampo 1994) y se diversifica, en gran parte, durante los años treinta y cuarenta, especialmente después de la Segunda Guerra Mundial (Bejarano 1998). Para los años sesenta y setenta algunas de las firmas que iniciaron el proceso de industrialización y diversificación sobrevivieron a sus creadores originales. Se tomaron decisiones para lograr que estas firmas tuvieran una continuidad (en caso de muerte del fundador o incapacidad de continuar al mando de sus negocios): cambiar el marco jurídico de dichas firmas. Así surgió, a finales de los años sesenta y principios de los setenta, la adopción de la figura de responsabilidad limitada en la industria manufacturera colombiana. Veremos cómo este cambio estructural afectó a las instituciones que gobiernan las fuerzas intrafirma.

En Colombia, a finales de los años sesenta, la mayoría de establecimientos eran compañías de propiedad individual y solamente el 30% aproximadamente eran compañías de responsabilidad limitada (CRL), el otro 10% correspondía a cooperativas, a sociedades del Estado, a las compañías del Estado y a las organizaciones sin ánimo de lucro¹². Como hemos visto antes, las CRL son de dos tipos:

12 En el nivel sectorial, la evidencia era muy similar (Hernández 2002). A partir de los

limitada y anónima. En la CRL limitada los accionistas son responsables por las obligaciones de la firma sólo hasta el monto de su contribución al capital social de la firma. Esta es la figura más conocida como de *responsabilidad limitada*.

La característica básica de la evolución institucional del proceso de la industrialización ha sido el aumento y posicionamiento de las CRL limitadas (con un círculo restringido y limitado de dueños). Las gráficas 1 y 2 muestran que la evolución de los dos tipos de empresas de responsabilidad limitada se ha inclinado hacia las CRL limitadas tanto a nivel nacional como en Bogotá. Aunque las compañías anónimas han tenido un aumento constante, las compañías limitadas las sobrepasan claramente en número¹³.

Lo siguiente busca explicar este fenómeno empírico basado en el análisis de la estructura de la propiedad de la industria a nivel nacional y de su interacción con las instituciones de gobierno corporativo para la empresariedad, la innovación y la productividad. Demostraremos que la acción de adoptar la figura de CRL limitada es una decisión preventiva que se toma deliberadamente para evitar quedar expuesto ante rivales depredadores. Sin embargo, como veremos, esta acción trae consigo, por lo general, consecuencias en los diversos niveles de las firmas. La conclusión a la que llegaremos es que, como respuesta a los procesos de oligopolización y de concentración de las décadas anteriores en la industria colombiana, el marco jurídico de la CRL limitada se adopta como estrategia para que otras firmas de mayor envergadura, tales como aquellas que pertenecen a grupos económicos, no asuman el control¹⁴. Pero dicha estrategia de adoptar la CRL limitada como marco jurídico, veremos, se asocia fuertemente con bajos niveles de productividad y de innovación.

años setenta la CRL alcanzó gradualmente a compañías individuales como la opción legal. Este período, sin embargo, demuestra solamente la terminación del proceso que había comenzado probablemente en décadas anteriores.

13 A escala intrasectorial (Hernández 2002) la situación es muy similar, a excepción de algunos sectores como las bebidas, el tabaco, el papel y sustancias químicas, donde hay una presencia más fuerte de las sociedades anónimas.

14 La evidencia demuestra que al comienzo del proceso de la industrialización de Colombia muchos grupos económicos que se estaban consolidando en el negocio practicaron la estrategia de absorber a muchas de las sociedades anónimas para conseguir librarse de la competencia y construir barreras a la entrada de la industria. La evidencia histórica se encuentra en los estudios de Hommes y Silva (1981) y Narváez (1985).

Evolución del entorno y la innovación institucional legal y los procesos productivos

La resistencia de vender o transferir la propiedad por parte de los herederos, familia, etc., de las firmas empresariales está profundamente enraizada en la cultura de los negocios de la industria manufacturera de Colombia (*Semana* 2001). Algunos estudios demuestran que la firma típica en la industria manufacturera se distingue de otros países andinos por ser una PYME con un capital inicial familiar y son compañías generalmente limitadas (Barriga 1998). Casi el 80% de las empresas grandes, incluyendo la mayoría de los grupos económicos, eran –algunas de ellas siguen siendo– negocios de la familia que han logrado un ajuste hacia firmas gerenciales modernas (Dinero 1999).

Otros estudios precisan que la estructura de las firmas en Colombia está concentrada en manos de una clase social, a costa de excluir a otras clases (Ogliastri y Dávila 1992). Históricamente sin embargo, esta renuencia por vender la propiedad y el control no es un fenómeno exclusivo de la industria colombiana. Hay y Morris (1984) demuestran que los dueños de compañías grandes no cotizantes en el Reino Unido, a pesar de estar comprometidos con sacar adelante la firma (la cual llevaba muchas veces el nombre de familia), temían perder independencia y ceder el control. Ésta fue una de las razones por las que en el Reino Unido, en contraste con lo sucedido en Estados Unidos, la transición de no cotizar a cotizar en bolsa sucedió Tardíamente. Hannah (1979)¹⁵ demuestra que en 1914, 80% de las CRL grandes en Gran Bretaña seguían siendo limitadas y no anónimas. Unos 50 años más adelante, todas, excepto una pequeña minoría de firmas, ya se habían constituido en compañías anónimas cotizantes. En Estados Unidos esta transición ocurrió más rápidamente. Berle y Means (1932) señalaron que en 1929 no había un accionista que tuviera más del 5% de las acciones dentro del 58% de las 200 compañías grandes de Estados Unidos.

En la literatura se tiende a asociar esta tendencia con el deterioro de la economía británica. Algunos discuten que el modelo capitalista de familia es menos eficiente que su contraparte, el modelo gerencial. De hecho, aunque Church (1993, 39) no disputa la posibilidad de que las firmas familiares experimentaran una debilidad institucional dominante en la economía británica antes de 1940, enfatiza que no debe darse por sentado “que las firmas familiares contuvieran más elementos disfuncionales que las empresas erenciales”. Este tipo de estudios disputan sensatamente la hipótesis de que las firmas familiares, por sí mismas,

15 Citado en Hay (1990).

están ligadas a una declinación relativa en el desempeño industrial del Reino Unido. Como veremos más adelante, no es la estructura social de la firma familiar por sí misma, sino es la rigidez evolutiva e institucional de la propiedad exclusivista la que conduce al problema. Es decir, la rigidez institucional de las CRL limitadas es la ‘portadora histórica’ de la inflexibilidad que ha afectado el funcionamiento de la industria colombiana y regional¹⁶.

Transición institucional ‘a medias’

Indiquemos primero las ventajas de una transición retrasada de firmas familiares o de propiedad individual hacia un marco legal de firmas anónimas abiertas –que cotiza en bolsa–. Las firmas limitadas, en principio, mantienen el control personalizado en lugar de procedimientos impersonales y jerárquicos para supervisar el proceso de producción. Estos mecanismos, como métodos sociales de control, mantienen la cohesión de organización que, generalmente, la gestión en las firmas gerenciales abandona. En esta misma línea, Fourie (1989)¹⁷ señala que la firma debe ser vista como una “institución a la que pertenecen los empleados y a la que contribuyen con su trabajo y habilidad”. Schmid (2000b) enfatiza también en la importancia de la afinidad y el respeto entre la gente como activo económico importante para el desarrollo¹⁸.

Sin embargo, las fuertes desventajas de una transición retrasada de firmas familiares o de propiedad individual hacia un marco legal de firmas anónimas cotizantes son significativas. No sólo consisten en que los dueños iniciales no logran beneficiarse de una reducción del riesgo personal al diversificar su portafolio de activos, también, y posiblemente es la más importante desventaja es

16 Para un artículo interesante en materia de instituciones como portadoras de historia, ver David (1994).

17 Citado en Hay (1990, 11).

18 Claro está, Coleman advierte, explícitamente siguiendo a Weber, que el capital social –la afinidad– no debe ser demasiado denso porque debido a esto su valor económico se puede depreciar. En efecto, cuando las estructuras son demasiado asíxiantes, generan bajos grados de proximidad y afinidad entre los agentes por un entorno sofocante y enrarecido de la propiedad. En cambio, estructuras más dinámicas de la propiedad permiten mayores niveles de afinidad y entonces ligarse a actividades contrainnovadoras dentro de tales estructuras sería como engañarse o robarse a sí mismo. La naturaleza restrictiva en estructuras de la propiedad puede generar sensaciones bajas de afinidad y podría impulsar fuerzas contrainnovadoras.

que atrasan la transferencia del control a agentes más adecuados y más capaces. “La resistencia a rendir control a otros trabajadores (internos o externos a la firma) más capaces puede conducir a decisiones estratégicas conscientes para sacrificar crecimiento, o a decisiones inconscientes que impiden el crecimiento y el desarrollo de la organización” (Daily y Dollinger 1992, 133).

Los datos empíricos sustentan este importante punto, pues muestran sus repercusiones sobre el nivel de la productividad laboral medio. La contribución relativa de las compañías limitadas e individuales al aumento en productividad laboral promedio (valor agregado/número de empleados) de la industria en el nivel total¹⁹ y en los niveles sectoriales son muy modestos, si no nulos (Hernández 2002); mientras que los aumentos en productividad laboral promedio al nivel agregado han sido, principalmente, debido a la alta productividad de compañías anónimas, que han elevado el promedio de la industria.

La evidencia muestra que el valor agregado y el empleo en las CRL anónimas elevaron el desempeño promedio de la industria manufacturera colombiana, mientras que las CRL limitadas y de propiedad individual han mantenido o disminuido, respectivamente, su contribución en el valor agregado total y el empleo²⁰. Las compañías anónimas también cuentan con niveles más altos de la innovación que las CRL limitadas y las compañías de propiedad individual. Esto quiere decir que las mismas diferencias institucionales y legales se asocian fuertemente no sólo a la baja productividad, sino también al bajo desempeño en el proceso de innovación. Esto sugiere que los marcos legales cuentan en la explicación de las diferencias de la productividad y de la innovación.

No obstante, la mayoría de estudios se han concentrado en las diferencias que surgen entre las firmas desagregadas por tamaño, y han descuidado el lado institucional legal y sus efectos sobre el proceso de innovación y de productividad. Estos estudios se basan, principalmente, en una interpretación convencional de la preocupación de Schumpeter (1943/1992) de la coexistencia entre grandes conglomerados y firmas empresariales (Witt 2001). Es por esto que el debate se ha concentrado en la dicotomía PYME versus empresas grandes, olvidando el debate acerca del desarrollo del mercado de capitales por medio de la difusión de la figura de la sociedad anónima abierta.

19 Ver la gráfica 2 de Hernández (2004, 86).

20 La evolución de la productividad, de valor agregado y el empleo a nivel sectorial presenta un cuadro muy similar (Hernández 2002). Ver también la gráfica 3 de Hernández (2004, 87).

El debate se debería ampliar más allá de la perspectiva tradicional por tamaño de establecimiento pues, como hemos visto, el problema del dualismo es más agudo bajo la perspectiva que toma en cuenta la desagregación por marco legal. Así, la desagregación de las firmas por instituciones legales, a la hora de abordar la productividad e innovación, nos introducirá en el importante problema del desarrollo de un mercado bursátil y, por ende, de la apertura de la estructura de propiedad.

10.4. Discusión

Analicemos ahora lo que la evidencia histórica muestra con el cambio del marco legal en las firmas de la industria colombiana, y cómo este cambio institucional en las firmas se asocia con el desempeño empresarial o innovador. Veremos que el marco legal de la CRL limitada surge como resultado de una estrategia preventiva de bloquear el acceso de la propiedad a rivales depredadores. Pero también, tal estrategia preventiva dejó por fuera del acceso a la propiedad, a las fuerzas intraempresariales.

Por qué no se difundió la sociedad anónima abierta

De acuerdo con un punto de vista institucionalista amplio, las instituciones se definen como las formas socialmente habituadas –pero no inmutables– de pensar o de actuar²¹, que no sólo restringen²² sino también habilitan el pensamiento y las acciones humanas (March y Olsen 1989; Dobbin 1994). La evidencia muestra que, en la industria manufacturera, la renuencia (socialmente habituada) a desbloquear los derechos de propiedad se debe a la saturación en que se encuentra la actividad económica debido a la alta concentración industrial.

21 El viejo institucionalismo define una institución – Hamilton (1932, 84) citado por Hodgson (1994) – como “la manera de pensar o actuar con cierto predominio y permanencia, que está imbuida en los hábitos de un grupo o las costumbres de la gente [...] Las instituciones fijan los límites que moldean las actividades de los seres humanos”.

22 Según el nuevo institucionalismo (North 1991, 97), “las instituciones son las restricciones humanamente ideadas que estructuran la interacción política, económica y social. Consisten en restricciones informales (sanciones, tabúes, costumbres, tradiciones y códigos de la conducta) y reglas formales (constituciones, leyes y los derechos de propiedad)”.

En contraposición a lo que pasó en Colombia, en los países como el Reino Unido y Estados Unidos la difusión de las CRL anónimas se relaciona comúnmente con el divorcio entre la propiedad y el control (Chandler 1977). Según la literatura, cuando el dueño-empresario obtuvo un cierto dominio de las tecnologías y de los mercados, la venta de acciones al público fue inducida y consolidada en Estados Unidos en la última mitad del siglo XIX.

Aunque en Colombia se reconoce que las CRL anónimas abiertas fueron un mecanismo importante para atraer nuevo capital desde los años treinta (la creación y la regulación de la Bolsa de Bogotá en 1931 fue un gran estímulo a las CRL anónimas), la historia se desarrolló de forma distinta. Echavarría (2000) afirma que el primer desarrollo industrial en la industria manufacturera de Colombia estuvo basado en las CRL anónimas abiertas de los años treinta²³. La clase emprendedora de Medellín desarrolló las CRL anónimas abiertas con la industria de explotación minera. Primero fue llamada la sociedad minera y tenía la estructura de las CRL anónimas. Los accionistas al principio del proceso de la industrialización en los años treinta eran predominantemente miembros de las clases menos privilegiadas. Sin embargo, este comienzo pluralista y democrático no duró. Muchas de las ahora más respetables CRL anónimas de la industria manufacturera de Colombia, como la Nacional de Chocolates o Colombiana de Tabaco, fueron creadas por la fusión o absorción de empresas pequeñas competidoras.

La razón principal aducida por Narváez (1985) en cuanto a por qué los grupos en la economía podían asumir el control de muchas de estas primeras compañías anónimas, era principalmente las débiles regulaciones antimonopolio. La política antimonopolio del gobierno durante los años cincuenta y sesenta fue diseñada, supuestamente, para canalizar los ahorros del público hacia actividades productivas, pero concedieron demasiada libertad de acción a los grupos económicos que practicaban estrategias anticompetitivas. Según Narváez (1985, 44-45):

a) No se estableció ninguna restricción para los directores y los encargados de las sociedades para trabajar en otro tipo de organizaciones similares y así evitar el entrelazamiento de intereses.

b) A pesar de que las normas prohibieron la adquisición de acciones de firmas subsidiarias, y también prohibieron a los directores de la compañía hol-

23 “Esta era una industria demasiado riesgosa para empezarla solo” (Echavarría 2000).

ding participar en la gerencia de las subsidiarias, esta norma fue escasamente vigilada y supervisada.

c) Las normas no restringieron el poder de votación de los accionistas institucionales para elegir a la Junta Directiva de las compañías en las cuales mantenían inversiones.

d) Las normas no prescribieron las restricciones de las compañías holding para la adquisición de acciones de firmas subsidiarias en las cuales trabajaran parientes en la junta directiva, o para abstenerse de refinanciar sociedades que entraban en liquidación o que habían sido declaradas en bancarrota.

Dada esta débil regulación y vigilancia, los grupos económicos pudieron usar el marco legal de la CRL anónima para absorber tantas compañías rivales como pudieron. Podrían incorporar básicamente a todos los dueños de las firmas rivales (haciéndolos accionistas pequeños), dado que no existe un límite superior para el número de los dueños²⁴. Por el contrario, la forma legal de la CRL limitada sería inadecuada para este objeto, dado que el límite superior de dueños es máximo 25. Por esto es inadecuada: la forma legal limitada frustraría ex ante cualquier estrategia rapaz como aquellas con que se construyeron conglomerados tales como el Grupo Suramericana. Este grupo optó por fusionar a sus compañías con organizaciones financieras tales como bancos y compañías de seguros, constituyéndose en una estrategia óptima para mantener un flujo del capital para la extensión de sus corporaciones²⁵. Tomaron la forma de integración vertical y horizontal y se combinaron con el capital financiero para multiplicar su poder accionario y de crédito en gran parte de los sectores de la economía. Esto permitió una dispersión ficticia del patrimonio prevista para capturar una gran cantidad de créditos, ligando entre sí a las diversas firmas y sociedades del grupo económico como codeudoras unas de otras. Esta alta capacidad de endeudamiento, aunque artificial, era indudablemente eficaz (Narváez 1985).

Estas fueron las razones por las cuales la evolución de la moderna CRL anónima generó un modelo altamente concentrado de las finanzas y el control. Los patrones de la concentración eran substanciales e incrementales desde el principio del proceso de la industrialización (Bejarano 1998). No es de sor-

24 Los grupos, entonces, transformarían las compañías absorbidas en firmas legalmente dependientes o subsidiarias, o simplemente las cerraban (Hommes y Silva 1981).

25 El desarrollo de los diversos conglomerados comenzó en los años treinta, pero se acentuó durante los años sesenta y setenta (Ocampo 1994).

prenderse que los cálculos para la distribución de la propiedad de las firmas cotizantes en la bolsa muestren un aumento en su concentración en los años setenta y ochenta cuando el control de varias de las firmas principales de la bolsa fue asumido por los conglomerados.

Una de las vías más fuertes que se aplicó para mantener o incrementar estratégicamente la cuota de mercado fue la diversificación de las firmas. Por ejemplo, Argos en vez de optar por el crecimiento interno, optó por crear dos nuevas compañías: Cementos del Valle y Cementos del Caribe. Argos fue utilizado como compañía *holding* y, al multiplicar sus entidades legales, aumentó su poder de mercado (Hommes y Silva 1981). La estrategia alternativa – el crecimiento sostenido – significaría el acopio de nuevas fuentes externas del capital a expensas de perder un cierto control, y esto era juzgado como demasiado riesgoso para el grupo interno.

Así también, como veremos a continuación, la forma legal anónima fue adoptada cada vez en menor proporción por las firmas más débiles, dada su vulnerabilidad a los grupos de gran alcance y la dependencia exclusiva de las compañías anónimas en un incipiente mercado de capitales. Por esto, la forma legal anónima fue utilizada más por los grupos de gran poder y alcance, donde las actividades de fusión y de la combinación con organizaciones financieras constituyeron la estrategia para mantener un flujo del capital para el crecimiento de los grupos. Además de Argos otras compañías como Coltejer y Fabricato siguieron una estrategia de desarrollo similar.

Y por qué sí se difundió la sociedad limitada

En contraste con estos fenómenos, en otras latitudes como Taiwán, los empresarios construyeron sus grupos económicos después de la Segunda Guerra Mundial combinando los principios institucionales de las grandes firmas multidivisionales que habían comenzado a desarrollar siglos antes. Los principios institucionales existentes, como el honor de la familia, fueron adaptados a las grandes firmas multidivisionales, generándose con ello un bricolaje institucional²⁶. La nueva clase de negociantes reconoció la importancia, durante los años cincuenta, de crear corporaciones más grandes y diversificadas para la supervivencia y el

26 Campbell (1997) utiliza el concepto *bricolage* institucional, el cual es esencialmente una innovación institucional que significa que los agentes también pueden transformar las instituciones y no solamente ser moldeados o habilitados por ellas.

crecimiento. Pero era la combinación por medio del bricolaje institucional – técnico y simbólico– la que trajo consigo las mejoras de productividad, como en el caso de la gerencia de calidad total en Japón durante los años ochenta y noventa. El éxito no estuvo basado solamente en principios técnicos de diversificación y crecimiento, sino también en los principios simbólicos de instrumentalidad y conveniencia. Es así como, el bricolaje institucional trajo ventajas al desempeño económico del Japón.

Un cambio institucional subóptimo consiste en aplicar solamente los principios técnicos y dejar el principio de la conveniencia a un lado. Un bricolaje o una innovación institucional, en nuestro estudio de caso, sería subóptimo porque es técnicamente útil para prevenir una toma hostil, pero deja de lado el componente simbólico. Este último componente consiste en fijar un marco legal de CRL limitada que deja a las fuerzas intraempresariales excluidas del acceso a la propiedad. Esta separación destruye, parafraseando a Schumpeter, los ‘pilares’ sobre los cuales se erige el capitalismo, y se constituyen en las instituciones inconvenientes e inapropiadas para las actividades empresariales, en general, y para fuerzas intraempresariales, en particular.

Por lo tanto, se trata esencialmente de recombinar (enmarcados en determinadas características culturales) los elementos técnicos (de absorción) y simbólicos de modelos más viejos de organización como la sociedad anónima abierta. De esta manera, los cambios institucionales radicales, tales como la creación de los grupos económicos, se hubieran constituido en soluciones institucionales que retomaban rasgos culturales ya existentes. De esta forma, dichas soluciones no hubieran representado rupturas totales con un pasado más democrático y plural de los inicios de la industrialización, sino que hubieran sido un cambio institucional esencialmente evolutivo (Campbell 1997).

En conclusión, las consecuencias de no aplicar el bricolaje –innovación institucional– tanto en lo técnico como en lo simbólico es un ‘encierro’ institucional con estructuras ineficaces y/o subóptimas como la que se experimenta ahora en Colombia con la exclusión de fuerzas intraempresariales de la estructura de propiedad. En contraste con otros países como Taiwán, en la industria manufacturera colombiana la creación de los grupos económicos y de poderosos grupos de interés fue hecha a expensas de la exclusión de otros grupos – tal vez más democráticos– como los cafeteros (Sáenz Rovner 1992).

La evidencia indica que a partir de los años treinta hasta finales de los sesenta, la CRL anónima fue una herramienta usada para la concentración y monopoli-

zación de la industria. Fue la manera de absorber a los competidores –sobre todo más débiles– haciéndolos accionistas de menor importancia. De esta manera, el grupo más fuerte capitalista logró manipular los ahorros públicos contrarrestando cualquier amenaza potencial para quitarles el control del mercado. Fue así también como la CRL anónima constituyó el primer mecanismo a disposición del capitalismo financiero para absorber los ahorros públicos (Hommes y Silva 1981). Este capital financiero fue utilizado para facilitar la toma del control de otras firmas y crear una alta capacidad para apoderarse del mercado.

Lo ocurrido en la industria manufacturera colombiana demuestra que los entornos asfixiantes requirieron medidas radicales. De lo contrario, tener un negocio, en especial con una estructura de propiedad abierta, se podía convertir en un reto desalentador en medio de una industria con grupos grandes y absorbentes. De manera que, ante una situación que históricamente ha sido adversa, para hacer viable el negocio se debe guarecer con una estrategia preventiva: limitar el acceso de entrada a la propiedad a esos grupos económicos. Así, los empresarios y sus asociados se anticipan a que firmas poderosas y depredadoras asuman el control de la mayoría de su capital accionario a través de compras públicas. Por supuesto, una estructura anónima abierta sería la última opción en mente. En últimas, el marco legal de la CRL anónima abierta se desvirtuó por haber sido utilizada como herramienta para la centralización del control y la concentración del capital.

Es así como se establece dicha estrategia preventiva como mecanismo de supervivencia. En el contexto de Sugden (1989) y de Young (1993) esto tendría las características de una institución evolutivamente estable. El marco legal de la CRL limitada se establece entonces como una acción socialmente habituada entre las firmas para que los grandes conglomerados no encuentren acceso fácil a la estructura de propiedad. Pero no se debe olvidar que, al final, la estrategia preventiva nace para hacer frente al ‘trauma’ histórico ocasionado por la estrategia depredadora de la absorción. De esta forma, ya no se puede deshacer tan fácil de los rivales por medio del apoderamiento de su estructura de propiedad, tal como sí aconteció al principio de la industrialización.

10.5. Conclusión

El marco legal de CRL limitada detenta las características de una institución evolutivamente preventiva y estable que está atrincherada históricamente en la

industria colombiana debido a ‘traumas’ históricos ocasionados por las estrategias depredadoras de absorción. Este atrincheramiento histórico, en principio, surge como un posible remedio a los ‘traumas’ históricos ocasionados por las estrategias depredadoras. Infortunadamente esto trae consigo significativos efectos secundarios. El remedio fue una medida preventiva para evitar una toma hostil de rivales depredadores, pero los efectos secundarios trajeron consigo una estructura de exclusión de la propiedad para los *stakeholders*, en general, y para los intraempresarios, en particular.

La evidencia histórica se trata de las instituciones evolutivamente estables que han conducido a una innovación institucional subóptima – cambio institucional técnico pero no simbólico de la empresa –. Por ejemplo, la conformación de dichos grupos económicos dominantes desconoció el elemento simbólico, tan importante en la creación de grupos económicos de otras latitudes, pues rompió con el pasado. Los poderosos empresarios y sus asociados en los grupos económicos no anticiparon que al no incluir el contenido simbólico se afectaría profundamente el desempeño económico general.

Es así como, la evidencia estadística sugiere que las firmas que adoptaron el marco legal de CRL limitada como estrategia preventiva perpetuaron una debilidad importante del sistema tradicional capitalista: un grupo exclusivo, cerrado y estático de propietarios que restringen la transferencia de la propiedad, no solamente a los externos a la firma sino también, a los pertenecientes a la propia firma, tales como intraempresarios y otros *stakeholders*. Esto constituye una situación que se asemeja a lo que De Soto (2000) denomina el *capitalismo-apartheid* en el cual se frustran las fuerzas intraempresariales mientras miran hacia dentro de la estructura de la propiedad desde el exterior.

Dentro de las recomendaciones de política está la imperiosa necesidad de restituir el carácter evolutivo de la propiedad en la industria, con el que se rompió tan abruptamente, por medio de unas políticas de desarrollo empresarial que refuercen una estructura de propiedad más abierta y democrática. El marco legal de la sociedad limitada ha llegado a un agotamiento en su proceso histórico así como la sociedad anónima cerrada. Se requiere la difusión de un marco legal de la sociedad anónima abierta que implica un desarrollo de los mercados accionarios, lo cual, como consecuencia, puede llevar a fortalecer los procesos de innovación y productividad de las firmas en Colombia.

10.6. Referencias

- [1]. Barriga, E. (1998) *La gestión de la pequeña y mediana industria en los países miembros del Grupo Andino. Informe global*. Corporación Andina de Fomento y EAFIT, noviembre.
- [2]. Bejarano, J. A. (1998) Industrialización y política económica. *Colombia hoy*. Bogotá: Siglo XXI.
- [3]. Berle, A. A. and Means, G. C. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan.
- [4]. Burgelman, R. A. (1983) Corporate entrepreneurship and strategic management: insights from a process study. *Management Science*, 29: 1349-1364.
- [5]. Campbell, J. L. (1997) Mechanisms of evolutionary change in economic governance: interaction, interpretation and bricolage. In L. Magnusson and J. Ottoson (Eds.), *Evolutionary Economics and Path Dependence*. Cheltenham & Brookfield: Edward Elgar.
- [6]. Carney, W. J. (2000) Limited liability. In B. Bouckaert and G. De Geest (Eds.), *Encyclopedia of Law and Economics*, vol. III, The Regulation of Contracts. Cheltenham: Edward Elgar.
- [7]. Chandler, A. (1977) *The Visible Hand*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- [8]. Church, R. (1993) *The family firm in industrial capitalism: international perspectives on hypothesis and history business history*. In Westhead and Wright (2000).
- [9]. Clapham, J. (1968) *An Economic History of Modern Britain. Machines and National Rivalries, 1887-1914 with an Epilogue, 1914-1929*. Cambridge: Cambridge University Press.
- [10]. Coleman, James (1994) *A rational choice perspective on economic sociology*. In Smelser and Swedberg (1994).
- [11]. Cuevas, H. (1986) Dinámica del proceso de industrialización en Colombia. *Revista Economía Colombiana*, 187-188, noviembre a diciembre.
- [12]. Daily, C. and Dollinger, M. (1992) *An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. Family business review*. In Westhead and Wright (2000).

- [13]. David, Paul (1994) Why are institutions the 'carriers' of history? Path-dependence and the evolution of conventions, organizations and institutions. *Structural Change and Economic Dynamics*, 5(2): 205-220.
- [14]. De Soto, H. (2000) *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else*. Basic Books, New York, London: Bantam Press/Random House.
- [15]. Dinero (1999) Familia vs. Negocios. *Revista Dinero*. Colombia, marzo 26.
- [16]. Dobbin, F. (1994) *Forging Industrial Policy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- [17]. Echavarría, H. (2000) Entrevista con Luis J. Garay. *Revista del Domingo*. El Espectador, septiembre.
- [18]. Ellis, R. and Taylor, N. (1987) Specifying entrepreneurship. In Churchill, N. C., Hornaday, J. A., Kirchoff, B. A., Krasner, O. J. and Vesper, K. H. (Eds.) *Frontiers of Entrepreneurship Research* (pp. 527-541). Wellesley: Babson College.
- [19]. Fountain, J. E. (1998) Social capital: a key enabler of innovation. In L. M. Branscomb and J. Keller, (Eds.), *Investing in Innovation. Creating a Research and Innovation Policy That Works*. Cambridge and London: The MIT Press.
- [20]. Fourie, F. C. yon N. (1989) The nature of firms and markets: do transactions approaches help? *South African Journal of Economics*, 57: 142-160.
- [21]. Franks, J. and Mayer, C. (1998) Ownership and control in Europe. In J. Eatwell et al. (Eds.) *The New Palgrave of Law & Economics*. London: Macmillan Press.
- [22]. Halper, P. (1998) Limited and extended liability regimes. In J. Eatwell et al. (Eds.) *The New Palgrave of Law & Economics*. London: Macmillan Press.
- [23]. Hamilton, Walton (1932) Institutions. In E. R. Seligman and A. Johnson (Eds.), *Encyclopedia of the Social Sciences*, vol. 8: 84-89.
- [24]. Hannah, L. (1979) *The Rise of the Corporate Economy*. London: Methuen and Co. Ltd.

- [25]. Hay, D. (1990) *The public joint-stock company: blessing or curse?* Mimeo.
- [26]. Hay, D. and Morris, D. J. (1984) *Unquoted Companies: Their Contribution to the UK Economy*. London and Basingstoke: MacMillan.
- [27]. Hernández, I. D. (2002) *Innovation and Institutions in the Manufacturing Industry of Colombia*. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia.
- [28]. Hernández, I. D. (2004) Los modelos de difusión evolucionista: una aproximación institucional. *Cuadernos de Economía*, XXIII(40): 79-110.
- [29]. Hodgson, Geoffrey (1994) *The return of institutional economics*. In Smelser and Swedberg (1994).
- [30]. Hommes, R y Silva, G. (1981) La sociedad anónima en Colombia: un análisis histórico. *Revista Estrategia*, 44: 13-19. Bogotá.
- [31]. Jones, G. R. and Butler, J. E. (1992) Managing internal corporate entrepreneurship: an agency theory perspective. *Journal of Management*, 18: 733-749.
- [32]. Lazonick, W (2001) Understanding innovative enterprise: toward the integration of economic theory and business history [www.insead.fr].
- [33]. March, J. G. and Olsen, J. P. (1989) *Rediscovering Institutions: The Organizational Basis of Politics*. New York: The Free Press.
- [34]. Martinelli, A. (1994) *Entrepreneurship and Management*. In Smelser and Swedberg (1994).
- [35]. Narváez, J. I. (1985) *Estudios y conceptos mercantiles: la evolución de la Sociedad Anónima en Colombia*. Bogotá: Librería Profesional.
- [36]. North, Douglass C. (1991) Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, 5(1): 97-112.
- [37]. Ocampo, Jose A. (Ed.) (1994) *Historia económica de Colombia*. 4ª ed. Bogotá: Tercer Mundo y Fedesarrollo.
- [38]. Ogliastri, E. and Dávila, C. (1992) The articulation of power and business structures: a study of Colombia. In M. S. Mizruchi and M. Schwartz (Eds.), *Intercompany Relations. The Structural Analysis of Business*. Cambridge: Cambridge University Press.
- [39]. Sáenz Rovner, E. (1992) *La ofensiva empresarial, industriales, políticas y violencia en los años 40s en Colombia*, Bogotá.

- [40]. Sarasvathy, S. D. (Ed.) (1999) Seminar on Research Perspectives in Entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*, 15: 1-57.
- [41]. Schendel, D. (1990) Introduction to the special issue on corporate entrepreneurship. *Strategic Management Journal*, 11: 1-3.
- [42]. Schmid, A (2000a) Affinity as social capital: its role in development. *Journal of Socio-economics*, 29: 159-171.
- [43]. Schmid, A (2000b) Seminar on Social Capital at the University of Maryland [www.worldbank.org].
- [44]. Schollhammer, H. (1982) Internal corporate entrepreneurship. In C. A. Kent, D. L. Sexton and D. H. Vesper (Eds.), *Encyclopedia of entrepreneurship*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- [45]. Schumpeter, Joseph A. (1943/1992) *Capitalism, Socialism and Democracy*. London and New York.
- [46]. Screpanti (1999) Capitalist forms and the essence of capitalism. Paper presented in the Seminar on *Varieties of Capitalism*. Centre for Research on Innovation and Competition, Manchester.
- [47]. Semana (2001) A tres bandas. Revista *Semana* Sección Economía. Colombia. Marzo 5.
- [48]. Smelser, N. J. and Swedberg, R. (Eds.) (1994) *The Handbook of Economic Sociology*. Princeton, Russell Sage Foundation, New York: Princeton University Press.
- [49]. Spann, M., Adams, M. and Wortman, M. (1988) Entrepreneurship: definitions, dimensions and dilemmas. *Proceedings of the U.S. Association for Small Business and Entrepreneurship*, pp. 147-153.
- [50]. Sugden, R. (1989) Spontaneous order. *Journal of Economic Perspectives*, 3(4):85-97.
- [51]. Turnbull, S. (1998) Should ownership last forever? *Journal of Socio-Economics*, 27(3): 341-363.
- [52]. Vesper, K. H. (1984) Three faces of corporate entrepreneurship: a pilot study. In J. Hornaday, F. Tarpley Jr., T. Timmons and K. Vesper (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley, MA: Babson College.
- [53]. Weber, Max (1983) Protestantism and the spirit of capitalism. In Stanislaw Andreski (Ed.) *Max Weber on Capitalism, Bureaucracy and Religion* (pp. 11-125). Londres: George Allen & Unwin.

- [54]. Wenpin T. and Ghoshal, S. (1998) Social capital and value creation: the role of intrafirm networks. *Academy of Management Journal*, 41(4): 464.
- [55]. Westhead, P. and Wright, M. (Eds.) (2000) *Advances in Entrepreneurship*, vol. 3, Cheltenham: Elgar Reference Collection.
- [56]. Williamson, Oliver (1994) Transaction cost economics and organization theory. In Smelser and Swedberg (1994).
- [57]. Williamson, Oliver (1999) *The new institutional economics: taking stock/looking ahead*. Presidential Address to the Annual Conference of the International Society of New Institutional (ISNIE). ISNIE Economics Newsletter. September 17.
- [58]. Witt, Ulrich (2001) *The development of firms and the evolution of markets – the entrepreneurial role reconsidered*. Paper prepared for the DRUID Nelson and Winter Conference, Aalborg, Denmark (June).
- [59]. Young, P. (1993) The evolution of conventions. *Econometrica*, 61(1): 57-84.
- [60]. Zingales, L. (1998) Corporate governance. In J. Eatwell et al. (Eds.) *The New Palgrave of Law & Economics*. London: Macmillan Press.

Colegio de Estudios Superiores de Administración CESA
Este libro se terminó de imprimir en junio de 2014, en Bogotá DC
Se compuso en caracteres Adobe Garamond Pro de 12 pts.
Y se imprimió sobre papel Bond de 75 gr

