

# CARACTERÍSTICAS DE LA JUNTA DIRECTIVA Y VALOR DE LA EMPRESA: EVIDENCIA DESDE COLOMBIA

JUAN PABLO DÁVILA VELÁSQUEZ<sup>1</sup>

DIÓGENES LAGOS CORTÉS<sup>2</sup>

CHARLES MULLER-SÁNCHEZ<sup>3</sup>

## RESUMEN

Este estudio examinó la relación entre atributos de la junta directiva como el tamaño y la independencia con el valor de empresa (medido a través de la Q de Tobin) mediante un panel de datos compuesto de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia durante el período 2001-2013. Los resultados empíricos no muestran una relación entre los atributos de la junta directiva analizados y el valor de la empresa. Esto puede explicarse por su mercado de capitales relativamente pequeño e ilíquido, las débiles leyes de protección de los accionistas y la presencia de empresas familiares en la muestra

## PALABRAS CLAVE

Gobierno Corporativo. Tamaño de la Junta Directiva. Independencia de la Junta Directiva, valor de la Empresa

## CLASIFICACION JEL

G30, G32, G38, L25

## RESUMEN

---

<sup>1</sup> DBA Administracion de Empresas de la Universidad de Cranfield, UK. Profesor en la Escuela de Negocios de Inalde anexo a la Universidad de La Sabana, Chía – Colombia.

juan.davila@inalde.edu.co

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6791-7003>

<sup>2</sup> Doctor en Ciencias Administrativas de la Universidad Nacional de La Plata, Argentina. Investigador en la Escuela de Negocios Inalde, anexo a la Universidad de La Sabana, Chía – Colombia.

diogenes.lagos @inalde.edu.co

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8471-4726>

<sup>3</sup> MBA de la Escuela de Negocios de la Universidad de la Sabana, Colombia. Investigador en la Escuela de Negocios Inalde. anexo a la Universidad de La Sabana, Chía – Colombia.

charles.muller@inalde.edu.co

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7811-0187>

## 1. INTRODUCCION

El gobierno corporativo ha sido ampliamente estudiado en la literatura como un mecanismo para abordar el problema de las agencias (Eisenhardt, 1989; Tirole, 2001; Williamson, 1984). Las deficiencias corporativas ocurridas a finales de los años 90 y principios de los 00 cuestionaron la eficiencia de los sistemas y estructuras de gobierno corporativo existentes como mecanismos para el monitoreo de la gestión (Claessens y Yurtoglu, 2013). Escándalos tales como Enron, WorldCom y Parmalat señalaron deficiencias en el sistema de gobierno corporativo, lo cual impulso el desarrollo e implementación de nuevas formas de gobierno corporativo cuyo objetivo principal implica desarrollar un sólido gobierno corporativo centrado en la transparencia y correcta gestión corporativa. Una de tales iniciativas fue “Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE” emitida en 1999 la cual fue adoptada como modelo de gobierno corporativo en las instituciones de países latinoamericanos conforme al Libro Blanco para el Gobierno Corporativo para América Latina el año 2003.

Colombia, una de las economías más estables de América Latina, es considerada estrechamente relacionada al modelo europeo continental de gobierno corporativo. Sin embargo, como la mayoría de los países latinoamericanos, presenta diferencias significativas comparándose con Europa, es decir, mercados de capital más pequeños (La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny, 2000a, 2000b), debil protección legal de los accionistas en el marco de un sistema legal relajado. (Klapper & Love, 2004; La Porta et al., 2000b) y mayor concentración en la propiedad (Gutiérrez y Pombo, 2009; Gutiérrez, Pombo & Taborda, 2008)

A partir del año 2003, la Asociación Colombiana de Cámaras de Comercio (Confecámaras), la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y la Comisión de Valores y Banca (Superintendencia Financiera) han asumido el liderazgo para el desarrollo del gobierno corporativo en Colombia. Varios documentos y leyes sobre el tema han sido emitidos y / o aplicados durante la última década, considerandose el Libro Blanco de Gobierno Corporativo y la Ley 964 de 2005 los más destacados (OCDE, 2017). Se han concentrado en mejorar las prácticas de gobierno corporativo considerándose que mejores prácticas de gobierno proporcionan una mejor protección a los accionistas, reduciendo el costo del capital y permitiendo mayor acceso a fondos externos los cuales deberían impulsar el desarrollo económico (Chong y López-de-Silanes, 2007),

La Junta Directiva y su efectividad como mecanismo de gobierno es un tema ampliamente estudiado en la literatura relativa a gobierno corporativo (Lorsch, 2017). Enfocándose la investigación a las características de la junta directiva, tales como tamaño (Goel y Sharma, 2017; Moreno, Lagos y Gómez, 2017; Orozco, Vargas y Galindo-Dorado, 2018), composición (García Martín y Herrero, 2018; Goel y Sharma, 2017; Moreno et al., 2017), diversidad (Hassan y Marimuthu, 2018; Moreno-Gómez, Lafuente, y Vaillant, 2018; Rafinda, Rafinda, Witiastuti, Suroso, y Trinugroho, 2018), CEO dual (Tang, 2017; Teti, Dell'Acqua, Eto, & Volpe, 2017) y la frecuencia de las juntas directiva así como su relación con el valor y/o rendimiento de la empresa, siendo el tamaño y composición los aspectos más estudiados. La literatura presenta argumentos contradictorios relativos a la relación entre las características, como el tamaño, composición y valor de la empresa. Algunos estudios han demostrado que a medida que aumenta el tamaño de la junta directiva, esta se vuelve menos eficiente debido a lentitud en la toma de decisiones (Eisenberg, Sundgren, & Wells, 1998; Jensen & Meckling, 1976; Mak & Kusnadi, 2005; Yermack, 1996). Sin embargo, otros autores mencionan que el tamaño no se relaciona con el valor de la empresa argumentando que el tamaño depende de las condiciones individuales de cada empresa (necesidad de asesoría o monitoreo, tamaño, tiempo de constituida, etc.) (Coles, Daniel y Naveen, 2008; Wintoki, 2007 )

En la composición de la junta, la literatura de la teoría de la agencia propone un mayor porcentaje de miembros independientes conduce a una mayor independencia de la junta y mejor monitoreo. La literatura presenta nuevamente evidencia conflictiva, Coles et al. (2008) los hallazgos contradicen esta opinión informando que un mayor porcentaje de miembros de la empresa lleva a un mejor conocimiento de los negocios por lo cual conlleva un mejor asesoramiento, incrementando el valor de la empresa. Klapper y Love (2004) argumentan que tal evidencia conflictiva relativa al tamaño y composición de la junta y pudiéndose atribuir su relación con el valor de la empresa según su realidad y/o al entorno maceoeconomico/legal.

La mayoría de las reformas de gobernabilidad, se afirman en la Ley Sarbanes-Oxley, se han publicado e implementado a nivel mundial durante la última década. Hay muy poca evidencia empírica sobre la efectividad de Sarbanes-Oxley o su impacto en el valor de la empresa (resultados positivos a través de una mejor protección de los accionistas) (Basu y Dimitrov, 2010; Wintoki, 2007).

La investigación se limita tanto a reformas de gobernabilidad como el impacto en su valor y el gobierno corporativo de Colombia. La ley Sarbanes-Oxley, tiene el objetivo de mejorar la gobernabilidad de las empresas por lo cual establece ciertos requisitos para los vehículos de gobernanza, como la junta directiva. Estos requisitos fueron establecidos en los organismos gubernamentales de diferentes países. La Comisión Colombiana de Valores y Banca (*Superintendencia Financiera*) emitió la Ley de Gobernabilidad (Ley 964) de 2005 en la que se establecieron requisitos relativos al tamaño y la composición del directorio. Los

resultados esperados de esta ley fueron la mejora en la gobernabilidad. (Protección de los accionistas), que implicaría el aumento de la inversión extranjera impulsando el desarrollo económico. Este documento se suma a la literatura que evidencia el impacto de las reformas de gobierno (basadas en Sarbanes Oxley) en el valor de las empresas establecidas en Colombia. Igualmente proporciona evidencia de la relación entre los atributos de la junta como el tamaño y la composición y el valor de la empresa para un mercado emergente como Colombia.

Este análisis examinó la relación entre los atributos de la junta, como el tamaño de la junta y la composición con valor firme (medido utilizando Tobins Q) para Colombia, con un panel de datos compuesto por empresas que cotizan en bolsa en la Bolsa de Valores de Colombia entre los años 2001 y 2013. Los resultados empíricos de Colombia muestran que no existe una relación entre los atributos de la junta directiva y el valor de la empresa, lo que, entre otras razones, puede explicarse por tratarse de un mercado de capitales relativamente pequeño e ilíquido, las debilidades legales relativas a la protección de los accionistas y la presencia de empresas familiares entre las observadas. El resto de la literatura en esta investigación se orienta a, las hipótesis construidas a partir de la revisión de la literatura que relacionado a Junta Directiva relativos al tamaño y la independencia con el valor de la empresa. Posteriormente la metodología utilizada; en la cuarta parte, presentan los resultados, conclusiones y recomendaciones futuras para la investigación relacionada con el gobierno corporativo y el valor de la empresa.

## **ANALISIS DEL TEXTO E HIPOTESIS**

### **2.1 Tamaño de la Junta Directiva y Valor de la Empresa**

La literatura sobre la relación entre Tamaño de la Junta Directiva y Valor de la Empresa ofrece resultados mixtos. Fama y Jensen (1983) creen que a medida que aumenta el tamaño de la junta, la toma de decisiones se vuelve más lenta y con problemas de conducción interpretativa, resultando menos eficiente, y con un menor valor corporativo. Hay muchas investigaciones que evidencian tal argumento y confirman que empresas con menor junta directiva están relacionadas con mayor valor. (De Andres, Azofra, & Lopez, 2005; Eisenberg et al., 1998; Gill & Mathur, 2011; Kumar & Singh, 2013; Mak y Kusnadi, 2005; Nguyen, Rahman, Tong y Zhao, 2016; Ujunwa, 2012; Yermack, 1996). Otros estudios han demostrado que los tamaños de tablas muy grandes y muy pequeños afectan positivamente el valor (Coles et al., 2008; Jackling & Johl, 2009; Mishra & Kapil, 2018; Mishra & Kapil, 2017; Raheja, 2005). Estas investigaciones sostienen que no hay un tamaño de junta directiva óptima, ya que el tamaño de la misma depende de los requerimientos de asesoría o monitoreo y esto varía entre las empresas. Otros investigadores han determinado que no existe una relación significativa entre el tamaño de la junta directiva y el valor de la empresa (Bonn, 2004; Boone, Field, Karpoff y Raheja, 2007; Di Pietra, Grambovas, Raonic, & Riccaboni, 2008; Lehn, Patro, & Zhao, 2009)

Tal como se mencionó previamente, la evidencia empírica proporciona resultados mixtos sobre la relación entre tamaño de la Junta Directiva y Valor de la Empresa. La evidencia conflictiva sobre la relación entre Tamaño de la Junta Directiva y Valor de la Empresa en la que no existe un acuerdo aparente dentro de la literatura sobre la naturaleza de dicha relación. Dado que otros estudios no son concluyentes, este estudio analiza tres hipótesis diferentes sobre la relación entre el tamaño de la Junta Directivas y el valor de la empresa en Colombia:

H<sub>1a</sub>: Mayores Juntas Directivas presentan un impacto negativo.

H<sub>1b</sub>: El tamaño de la Junta Directiva no impacta el valor de la empresa

H<sub>1c</sub>: Mayores Juntas Directivas impactan positivamente a la empresa

## **2.2 Composición de la Junta Directiva y Valor de la Empresa**

La literatura relativa a la composición de la Junta Directiva y su relación con el valor de la Empresa se centra principalmente en la independencia de la junta que se mide como el porcentaje de directores independientes. Klapper y Love (2004) argumentan que los mecanismos de gobernabilidad son necesarios para brindar protección a los accionistas en países donde la protección legal es débil. Argumentan que en estos entornos se requiere un mejor monitoreo. Opinan que los directores externos (independientes) son mejores supervisores de la gestión y por lo tanto la mayor proporción de ellos en la Junta Directiva debería tener un impacto positivo en el valor de la Empresa (Fama y Jensen, 1983; Jenwittayaroje & Jiraporn, 2019).

Evidencia muy limitada proviene del exterior de los EE. UU. Y el Reino Unido, especialmente de las economías emergentes. Sarbanes-Oxley recomienda un mayor número de miembros independientes de manera que la junta Directiva pueda optimizar el valor a través de un mejor monitoreo. Esto se apoya en la creencia de que los Directores independientes son menos propensos a estar enredados o aliados con los gerentes, lo que les permite realizar un mejor monitoreo e incluso un mejor asesoramiento (Dalton, Daily, Johnson y Ellstrand, 1999; Giráldez y Hurtado, 2014; Jackling y Johl, 2009)

La evidencia empírica proporciona apoyo al demostrar que, en circunstancias especiales, la Juntas Directiva con mayor proporción de miembros independientes agregan valor a los accionistas (Bird, Huang y Lu, 2018; Brickley, Coles y Terry, 1994; Byrd y Hickman, 1992; Giráldez y Hurtado, 2014; Hermalin & Weisbach, 1988; Mohapatra, 2016). Coles et al. (2008) contradice este argumento al mencionar que las compañías complejas, como aquellas con problemas de I & D, necesitan mas asesoria que monitoreo y, por lo tanto se obtiene valor cuando un mayor número de miembros (que brindan asesoramiento) están presentes en la Junta Directiva.

Otros analistas sugieren que no existe una composición de ideal de Junta Directiva (Vu, Phan y Le, 2018). Los investigadores argumentan que la composición debe basarse en la realidad corporativa y la necesidad interna de asesoría y monitoreo debe determinar la necesidad de miembros independientes (Denis y Sarin, 1999; Harris y Raviv, 2008; Lehn et al., 2009). Dado que la evidencia empírica sugiere una relación positiva entre la independencia de la junta y el valor de la empresa, se establece la siguiente hipótesis para;

H<sub>2</sub>: Aparece una relación positiva entre la independencia de la Junta Directiva (medida en el porcentaje de Directores independientes) y el valor de la empresa en Colombia.

### **2.3 Reformas al Gobierno Corporativo y Valor de la Empresa**

La Ley Sarbanes-Oxley se publicó en 2002 como resultado de los escándalos corporativos de principios de los años 2000 con el objetivo de garantizar una mejor protección de los accionistas. Grandes Corredores de Bolsa como NYSE y LSE hicieron recomendaciones como requisitos de gobierno corporativo. Mientras NYSE usaba principalmente SOX, LSE hicieron recomendaciones del Informe Cadbury. La literatura sobre el impacto de Sarbanes-Oxley en la gobernabilidad y el valor es aún escasa con la mayoría de las investigaciones realizadas sobre dinámica de la Junta Directiva, tales como las tendencias relativas al tamaño y la composición del Directorio. Los hallazgos muestran que los Directorios se están volviendo más diversos e independientes, pero no presentan pruebas convincentes respecto a su impacto en el valor de la empresa (Basu y Dimitrov, 2010; Linck, Netter y Yang, 2008; Wintoki, 2007). La literatura es casi inexistente con respecto al impacto de las leyes de gobierno corporativo en el valor de las empresas en mercados emergentes como Colombia.

C La Ley 964 de 2005 de Gobierno Corporativo de Colombia establece los requisitos para el tamaño y la composición del Directorio. Según esta Ley, la Juntas Directivas no debe ser menor a 5 y no mayor que 10 miembros y al menos el 25% deben ser independientes. Esta ley proporciona una definición detallada para la independencia de la Junta Directiva. En el contexto de América Latina, Price, Román y Rountree (2011) en su investigación sobre la implementación de los códigos de gobierno de México muestran que aunque más empresas cumplen con las directrices del código, no existe una relación entre el cumplimiento del código y el valor de la empresa. Una explicación de estos resultados puede ser el hecho de que México muestra una gran concentración de propietarios, escasez de protección contra el uso de información privilegiada y una débil protección de los accionistas minoritarios (Klapper & Love, 2004; Price et al., 2011).

Considerando Colombia y México poseen características similares, en cuanto al tamaño del mercado de capitales y el entorno legal (ley civil), la ejecución deficiente de la ley y la débil protección de los accionistas, supone que los resultados respalden (Price et al. 2011) determinando que las reformas de gobierno

corporativo o Las recomendaciones no impacten el valor. En este sentido se enuncia:

H<sub>3</sub>: La Ley 964 de 2005 carece de impacto referente al valor de la empresa.

## 2. METODOLOGIA

### 3.1 Muestra y Datos

La muestra está compuesta de 406 observaciones anuales de compañías que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante el período comprendido entre 2001 y 2013. La base de datos económicos y los registros de la Comisión de Valores y Banca de Colombia (SF) fueron el basamento para obtener la contabilidad información de la contabilidad histórica. La información actualizada sobre el tamaño y composición de la junta directiva se descargó de la *Superintendencia Financiera de Colombia* (SFC) e informes anuales. La información sobre los precios de las acciones y el volumen de operaciones se descargaron de DataStream, Bloomberg y BVC.

### 3.2 Modelo Investigativo

El objetivo de esa investigación fue analizar la relación entre las características de los directorios, la reforma del gobierno corporativo de la Ley 964 y el valor de la empresa. Para esto, los modelos de regresión por mínimos cuadrados ordinarios (OLS) se estimaron en un panel de datos no balanceado para el período 2001-2013.

$$\text{TOBIN'SQ} = \beta_0 + \beta_1 \text{B\_SIZE} + \beta_2 \text{B\_INDEPENDENCE} + \beta_3 \text{LAW964} + \beta_4 \text{FAMILY} + \beta_5 \text{F\_SIZE} \quad (1)$$

TOBIN'SQ fue la variable dependiente y se utiliza para aproximar el valor de la empresa (Coles et al., 2008; Yermack, 1996). Las variables independientes fueron el tamaño (B\_SIZE) y la independencia de la junta (B\_INDEPENDENCE), además de la reforma del gobierno corporativo de la Ley 964 (LAW964).

Las variables de control fueron propiedad familiar (FAMILIA), tamaño de la empresa (F\_SIZE), crecimiento del país (CRECIMIENTO), liquidez de las acciones (LIQUIDEZ), retraso de la variable TOBIN'SQ (LAG\_TOBIN ' ) SQ) y el año de observación (AÑO). Estas variables de control se han incluido debido a que existe evidencia que las relaciona con el valor de la empresa. Investigaciones previas demuestran que a medida que las empresas crecen, tienen mayores necesidades de contratación y, por lo tanto, requieren juntas mayores (Coles et al., 2008). En mercados pequeños, imperfectos e ilíquidos como Colombia, la liquidez tiene un impacto directo en el precio (Ahn, Cai y Yang, 2018). EL CRECIMIENTO se aproxima a las posibilidades de crecimiento, los estudios han demostrado que el valor de la empresa aumenta cuando existen mayores posibilidades de crecimiento (Kraft, Schwartz y Weiss, 2018). Con respecto a la estructura de

propiedad (FAMILIA), la literatura presenta evidencia mixta sobre el impacto que la propiedad familiar tiene en el valor de la empresa.

Varios estudios sostienen que debido a una disminución en los costos de monitoreo en la empresa que surgen de propiedad familiar, la relación entre estos dos debe ser positiva (Anderson & Reeb, 2003; Beehr, Drexler Jr, & Faulkner, 1997; Daily & Dollinger, 1992 Matthews y Fialko, 2001). Por otro lado, otros académicos argumentan que la relación es la opuesta porque surge un nuevo conflicto de agencia (Dyer, 2006; Gallo, Tàpies y Cappuyens, 2004; Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, & Gutierrez, 2001). Finalmente, el tamaño de la empresa está relacionado con el valor, cuanto mayor sea el tamaño, mayor será la valoración en el mercado (Siahaan, 2017). En la tabla 1 se muestra la operacionalización de las variables.

Tabl1 1. Operacionalización de las variables.

Dependent variable	
TOBIN'SQ	Relationship between market price and book value of empresa assets (Equity market value + book value of liabilities/replacement "book" value of assets).
Independent variable	
B_SIZE	Number of board members.
B_INDEPENDENCE	Board independence. Defined as the percentage of independent board members.
LAW964	Dummy variable that shows whether the observation was either before (0) or after the implementation of such law (1).
Control variables	
FAMILY	Variable dummy that shows whether the empresa is family owned (1) or not family owned (0).
F_SIZE	Logarithmical value for the total number of sales for each year.
GROWTH	Variable to control for the growth that the country is having in its economy. The information was taken from the World Bank database and shows the growth of GDP in Colombia for this period.
LIQUIDITY	Variable that takes values from 1 to 5 depending on how liquid the empresa's stock was in that year. The greater the number the greater the liquidity that it had.
YEAR	Variable dummy that indicates the year of the observation.

Source: This study

### 3. RESULTADOS Y DISCUSION

#### 4.1 Descripcion Estadistica

El panel A de la tabla 2 muestra un resumen de la descripción estadística de las variables en el modelo que incluyó todas las observaciones en un conjunto de datos. La Tabla 3 muestra las pruebas T que se generaron, teniendo como variable fija LAW964. Esta prueba muestra si hay una diferencia significativa entre los períodos anteriores y posteriores a la ley para cada variable. El panel B y C del cuadro 2 presentan la descripción estadística para las variables anteriores y posteriores a LAW964, respectivamente.

El promedio de TOBIN'SQ para la muestra completa es 1.06 con una desviación estándar de 0.63. Varía desde un mínimo de 0.1 a un máximo de 4.48. Se eleva de un promedio de 0,85 para 2001 a 2005 (antes de LAW964) a 1,16 para 2006 a 2013 (después de LAW964); Este cambio es estadísticamente significativo. B\_SIZE muestra un patrón similar. Desde 2001 hasta 2009, los consejos colombianos tuvieron un promedio de 5.93 directores con una desviación estándar de 1.49. B\_SIZE varió de un mínimo de 2 a un máximo de 10. Nuevamente, como con TOBIN'SQ, la diferencia de las medias para B\_SIZE desde antes y después de que LAW964 aparezca es estadísticamente significativa, el promedio de B\_SIZE aumentó de 5.75 (2001 a 2005) a 6.02 (2006 a 2013).

B\_INDEPENDENCE muestra un promedio de 41% con una desviación estándar de 22%. Estos resultados van desde un mínimo de 0% (no hay directores independientes en el consejo) hasta un máximo de 100% (todos los directores son independientes). El porcentaje promedio de cambios independientes del 33% para los datos anteriores a 2005 al 45% para los datos posteriores a 2005. Una prueba t de dos muestras con varianzas iguales muestra que la diferencia es significativa. Es importante informar que 28 observaciones de 2006 a 2013 están por debajo de la proporción mínima obligatoria del 25% de directores independientes requerida por la ley. Este hallazgo podría implicar una falta de control por parte de la agencia gubernamental responsable de supervisar la implementación de la ley. FAMILIA solo está presente en el 23% de las muestras que tienen menos importancia, con un 20% en el período anterior a la implementación de la ley, que después con un 24%. Esta diferencia es insignificante.

F\_SIZE presenta un promedio de 15.64 con una desviación estándar de 4.35, mostrando nuevamente una gran variabilidad de los datos muestreados. Va de un promedio de 13.23 (2001 a 2005) a un promedio de 16.83 (2006 a 2013). Estos resultados muestran un importante aumento (estadísticamente significativo) en el tamaño de las empresas que cotizan en bolsa, lo que es consistente tanto con el crecimiento de la economía colombiana durante ese período como con la lista de la empresa petrolera colombiana (ahora la mayor empresa cotizada en Colombia). El CRECIMIENTO presenta un promedio de 4.49% con una desviación estándar de 1.62%, va de un promedio de 4.12% a un promedio de 4.67%. Esta diferencia es significativa y es consistente con el crecimiento de la economía colombiana. Finalmente

La liquidez presenta un promedio de 3,78 con una desviación estándar de 0,98. Esta gran diferencia muestra que existe una importante variabilidad en la liquidez de las empresas, lo que confirma el hecho de que Colombia, al igual que muchos otros países, tiene un mercado pequeño e ilíquido donde las empresas muestran diferentes niveles. de liquidez.

Tabla 1.Descripcion Estadistica

	Obs.	Mean	SD	Min.	Max.
Panel A. Complete sample					
TOBIN'SQ	406	1.06	0.63	0.10	4.48
B_SIZE	406	5.93	1.49	2.00	10.00
B_INDEPENDENCE	406	0.41	0.22	0.00	1.00
GROWTH	406	4.49	1.62	1.65	6.90
LIQUIDITY	406	3.78	0.98	3.00	5.00
F_SIZE	406	15.64	4.35	7.32	24.93
FAMILY	406	0.23	0.42	0.00	1.00
Panel B. Before LAW964					
TOBIN'SQ	134	0.85	0.53	0.10	4.48
B_SIZE	134	5.75	1.47	2.00	10.00
B_INDEPENDENCE	134	0.33	0.20	0.00	1.00
GROWTH	134	4.12	1.10	1.68	5.33
LIQUIDITY	134	3.66	0.94	3.00	5.00
F_SIZE	134	13.23	3.80	7.32	21.70
FAMILY	134	0.20	0.40	0.00	1.00
Panel C. After LAW964					
TOBIN'SQ	272	1.16	0.66	0.22	4.14
B_SIZE	272	6.02	1.49	3.00	10.00
B_INDEPENDENCE	272	0.45	0.22	0.00	1.00
GROWTH	272	4.67	1.80	1.65	6.90
LIQUIDITY	272	3.84	0.99	3.00	5.00
F_SIZE	272	16.83	4.11	8.71	24.93
FAMILY	272	0.24	0.43	0.00	1.00

Source: This study

Table 2.Difference of means test LAW964

	Before		After		Mean test
	Mean	SD	Mean	SD	P-value
TOBIN'SQ	0.85	0.53	1.16	0.66	0.000***
B_SIZE	5.75	1.47	6.02	1.49	0.090*
B_INDEPENDENCE	0.33	0.20	0.45	0.22	0.000***
GROWTH	4.12	1.10	4.67	1.80	0.000***
LIQUIDITY	3.66	0.94	3.84	0.99	0.080*
F_SIZE	13.23	3.80	16.83	4.11	0.000***
FAMILY	0.20	0.40	0.24	0.43	0.350

## 4.2 Analisis de Regresion

Para el Análisis de Regresión, se utilizó el modelo de la ecuación [1]. A continuación, los resultados se presentan en la Tabla 5. Los resultados mostraron un R cuadrado de 0.7654 (Columna a), lo que sugiere que el 76.54% de las variaciones de TOBIN'SQ se explican por las variables independientes. No hubo ningún problema de multicolinealidad ya que la correlación más alta es 0.51 (ver matriz de correlación en la Tabla 4), que es más baja que el nivel máximo aceptable (0.8) de multicolinealidad (Gujarati y Porter, 2008). Esto proporciona validez a los resultados de regresión.

Los resultados de la ejecución de la regresión con conjuntos de datos anteriores y posteriores a LAW964 muestran resultados con un cambio de R cuadrado de 0.5863 (Columna e) a 0.8227 (Columna f). Sin embargo, en ambas muestras de datos (antes y después de LAW964) las variables independientes (B\_SIZE y B\_INDEPENDENCE) no muestran relaciones estadísticamente significativas con TOBIN'SQ, lo que significa que esas variables no parecen estar relacionadas con el valor de la empresa y, por lo tanto, con evaluaciones sobre el valor de la empresa. Se pueden inferir hipótesis.

Los resultados muestran que B\_SIZE está relacionado positivamente con el valor (0.02), pero esta relación no solo es muy pequeña (magnitud del coeficiente) sino que también no es significativa. Esto es compatible con H1b al proporcionar evidencia de una relación no significativa (lineal o no lineal) entre el valor de la empresa (TOBIN'SQ) y B\_SIZE para Colombia. Las regresiones complementarias respaldan estos resultados al mostrar coeficientes de magnitud baja e insignificante.

Table 3. Matriz de Correlacion

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.
1. TOBIN'SQ	1						
2. B_SIZE	0.050	1					
3. B_INDEPENDENCE	0.080	0.090	1				
4. GROWTH	0.030	-0.050	-0.070	1			
5. LIQUIDITY	-0.100	0.030	0.230	0.030	1		
6. F_SIZE	0.250	0.410	0.510	-0.090	0.140	1	
7. FAMILY	-0.170	-0.130	-0.240	0.040	0.010	-0.240	1

Source: This study

Los resultados tampoco muestran una relación significativa entre B\_INDEPENDENCE (porcentaje de directores independientes) y el valor de la empresa (TOBIN'SQ) (coeficiente de -0.08). Este resultado contradice el H2, que esperaba que la relación fuera positiva y significativa.

Los resultados muestran una relación positiva significativa entre LAW964 y TOBIN'SQ (coeficiente de 0.24 con un 1% de significación). Este resultado contradice la literatura anterior (Price et al., 2011; Wintoki, 2007), ya que muestra una relación positiva entre la reforma del gobierno corporativo y el valor de la empresa. Como se informó antes, la investigación utilizó la ley como una medida agregada del cambio en el gobierno corporativo y los resultados muestran que existe un impacto significativo en el valor de la empresa. Sin embargo, al observar componentes específicos, es decir, B\_SIZE y B\_INDEPENDENCE, los resultados no los relacionan con el valor de la empresa. FAMILIA, una variable de control demostró no estar relacionada con el valor de la empresa en ningún nivel, lo que indica que no parece haber una relación entre el hecho de que una empresa es de propiedad familiar y su valor.

Es importante informar la posibilidad de una causalidad inversa entre el valor de la empresa (TOBIN'SQ) y B\_SIZE, lo que significa que los resultados buenos o malos pueden hacer que los accionistas cambien sus consejos de administración o incluso designen a más directores para asesorar o controlar. Para verificar la causalidad inversa, el autor realizó dos regresiones más, una con un retraso de un período entre B\_SIZE y TOBIN'SQ y otra con TOBIN'SQ como variable independiente y B\_SIZE (presentada en la Columna d en la Tabla 5) como la variable dependiente y no encontró una relación significativa entre estas dos variables. Los resultados no mostraron una causa inversa, lo que proporciona robustez a los resultados.

Se hicieron otras dos regresiones en las Columnas byc para mostrar cómo se generó la regresión final. El primero de ellos (b) se realizó sin tener en cuenta tanto el valor retrasado de TOBIN'SQ (LAG\_TOBIN'SQ) como las variables ficticias. Esta regresión mostró un R-cuadrado muy bajo, lo que indica que se necesitaban el valor rezagado o las variables ficticias. La columna c incluyó el valor retrasado de TOBIN'SQ (LAG\_TOBIN'SQ) pero no el efecto ficticio del año (que no incluye los efectos que varían con el tiempo).

Table 5. Análisis de Regresión

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)
	TOBIN'SQ	TOBIN'SQ	TOBIN'SQ	B_SIZE	TOBIN'SQ	TOBIN'SQ
Constant	0.5600***	-0.0140	0.3100***	4.0600***	-0.2100	-0.3562
	0.1350	0.3180	0.1030	0.9441	0.3100	0.1075
B_SIZE	0.0217	0.0440	0.0250		-0.0007	0.0178
	0.0159	0.0510	0.0150		0.0344	0.0164
B_INDEPENDENCE	-0.0812	-0.0110	-0.1000	-1.1342	-0.3252	-0.0154
	0.1034	0.3220	0.1300	0.7536	0.3206	0.0813
LAW964	0.2400***	0.1600*	0.0470	-0.7584		
	0.0621	0.0960	0.0580	0.6933		
F_SIZE	0.0300*	0.0300*	0.0110	0.1077	0.0313	0.0300***
	0.0103	0.0170	0.0070	0.0948	0.0198	0.0099
FAMILY	-0.0207	-0.1740	0.0500*	-0.4553	-0.0358	-0.0154
	0.0279	0.1210	0.0310	0.3483	0.0808	0.0303
GROWTH	0.0112	0.0220	0.0300***	-0.0299	0.0483	0.0085
	0.0124	0.0150	0.0100	0.0363	0.0294	0.0133
LIQUIDITY	0.0184	0.0370	0.0240	0.4100*	0.0136	-0.0102
	0.0268	0.0730	0.0260	0.1925	0.0393	0.0274
LAG_TOBIN'SQ	0.7800***		0.7009***	-0.0567	0.5200***	0.8200***
	0.0808		0.0830	0.2372	0.1527	0.0637
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
TOBIN'SQ				0.3919		
				0.2828		
R <sup>2</sup>	0.7654	0.1531	0.7370	0.2489	0.5863	0.8227
Adj. R <sup>2</sup>	0.7522	0.1382	0.7302	0.2067		

Notas. Se muestran seis regresiones en las cuales (a) es regresión concluyente y las otras 5 son complementarias. (e) y (f) son regresiones de años anteriores y posteriores a la implementación de la ley. Mientras que (b), (c) y (d) no tienen un valor rezagado de Tobin's Q, sin variables ficticias anuales y B\_SIZE como dependientes. Todas estas regresiones son útiles para determinar los resultados obtenidos en la columna (a). Errores estándar por debajo de coef (\* pr> 0.1. \*\* pr> 0.05, \*\*\* pr> 0.01).

Fuente: Este Analisis

#### 4. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Este documento analizó tres temas principales de gobierno corporativo en el contexto colombiano. Primero, si el tamaño de la junta tiene algún impacto en el valor de la empresa, segundo si una mayor cantidad de juntas independientes conduce a un mayor valor de la empresa y por último si la adopción de la ley de Gobierno Corporativo (Ley 964 de 2005) tuvo un impacto positivo en el valor de la empresa. Los resultados muestran que el tamaño del tablero no está significativamente relacionado con el valor de la empresa para Colombia. También muestran que la composición de la junta no está relacionada con el valor de la empresa, por lo que proporciona evidencia para concluir que no existe una relación entre las variables de la estructura de la junta como el tamaño y la composición y el valor de la empresa para las empresas que cotizan en Colombia. La implementación y adopción de la Ley 964 de 2005 muestra una relación positiva significativa con el valor de la empresa.

Este documento se suma a la literatura al proporcionar evidencia de la relación de las características de la junta y las reformas de gobierno en el valor para un mercado emergente como Colombia. Este documento es valioso para los reguladores en su búsqueda para evaluar el impacto de las leyes de Gobierno Corporativo; también es valioso para los inversionistas (tanto extranjeros como locales) al evaluar el riesgo de las inversiones de capital en Colombia al demostrarles que las características de la junta no están relacionadas con el valor de la empresa.

Dado que la literatura sobre gobierno corporativo todavía es limitada para los mercados emergentes, existen numerosas oportunidades para la investigación. Los aspectos del gobierno corporativo que merecen un estudio adicional son variables como la estructura de propiedad, la compensación de la administración y otras dinámicas de la junta. Este último podría incluir diversidad de la junta (proporciones de género, sesgo cultural y una combinación de antecedentes profesionales), capital de la junta (definida como la capacidad de los directores de la junta para monitorear y asesorar a las compañías (Jermias y Gani, 2014)), la frecuencia de las reuniones y Miembro de la Junta de edad. Un mayor conocimiento de estos factores será valioso en la búsqueda de la comprensión de los mercados emergentes y sus motores para la creación de valor. BIBLIOGRAFIA

- Ahn, H.-J., Cai, J., & Yang, C.-W. (2018). Which Liquidity Proxy Measures Liquidity Best in Emerging Markets? *Economies*, 6(67), 1–31.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328. <http://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Basu, N., & Dimitrov, O. (2010). Sarbanes-Oxley, governance, performance, and valuation. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18(1), 32–45.
- Beehr, T. A., Drexler Jr, J. A., & Faulkner, S. (1997). Working in small family businesses: empirical comparisons to non-family businesses. *Journal of Organizational Behavior: The International Journal of Industrial, Occupational and Organizational Psychology and Behavior*, 18(3), 297–312.
- Bird, R., Huang, P., & Lu, Y. (2018). Board independence and the variability of firm performance: Evidence from an exogenous regulatory shock. *Australian*

- Journal of Management*, 43(1), 3–26.
- Bonn, I. (2004). Board structure and firm performance: Evidence from Australia. *Journal of Management & Organization*, 10(1), 14–24.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66–101.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 371–390.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195–221.
- Chong, A., & López-de-Silanes, F. (2007). *Overview: corporate governance in Latin America. Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America*. Washington, D.C.: Stanford University Press.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356.
- Congreso de Colombia. (2005). *Ley 964 de 2005*. “Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público”.
- Daily, C. M., & Dollinger, M. J. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, 5(2), 117–136.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674–686.
- De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197–210.
- Denis, D. J., & Sarin, A. (1999). Ownership and board structures in publicly traded corporations. *Journal of Financial Economics*, 52(2), 187–223.
- Di Pietra, R., Grambovas, C. A., Raonic, I., & Riccaboni, A. (2008). The effects of board size and ‘busy’ directors on the market value of Italian companies. *Journal of Management & Governance*, 12(1), 73–91.
- Dyer, G. (2006). Examining the “family effect” on firm performance. *Family Business Review*, 19(4), 253–273.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301–325.
- Gallo, M. Á., Tàpies, J., & Cappuyens, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family*

- Business Review*, 17(4), 303–318.
- García Martín, C. J., & Herrero, B. (2018). Boards of directors: composition and effects on the performance of the firm. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1015–1041.
- Gill, A., & Mathur, N. (2011). Board size, CEO duality, and the value of Canadian manufacturing firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3), 1–13.
- Giráldez, P., & Hurtado, J. M. (2014). Do independent directors protect shareholder value? *Business Ethics: A European Review*, 23(1), 91–107.
- Goel, A., & Sharma, R. (2017). Disclosures, board size & composition, ownership structure and firm's performance: Finding future research perspectives. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(9), 191–204.
- Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44(1), 81–95.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2008). *Basic econometrics*. New York: McGraw-Hill.
- Gutiérrez, 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.
- Gutiérrez, L. H., Pombo, C., & Taborda, R. (2008). Ownership and control in Colombian corporations. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 48(1), 22–47.
- Harris, M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *The Review of Financial Studies*, 21(4), 1797–1832.
- Hassan, R., & Marimuthu, M. (2018). Contextualizing comprehensive board diversity and firm financial performance: Integrating market, management and shareholder's perspective. *Journal of Management & Organization*, 24(5), 634–678.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 19(4), 589–606.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492–509.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jenwittayaroje, N., & Jiraporn, P. (2019). Do Independent Directors Improve Firm Value? Evidence from the Great Recession. *International Review of Finance*. <http://doi.org/10.1111/irfi.12163>
- Jermias, J., & Gani, L. (2014). The impact of board capital and board characteristics on firm performance. *The British Accounting Review*, 46(2), 135–153.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728.
- Kraft, H., Schwartz, E., & Weiss, F. (2018). Growth options and firm valuation. *European Financial Management*, 24(2), 209–238.

- Kumar, N., & Singh, J. P. (2013). Effect of board size and promoter ownership on firm value: some empirical findings from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 13(1), 88–98.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000a). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27.
- Lehn, K. M., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. *Financial Management*, 38(4), 747–780.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308–328.
- Lorsch, J. W. (2017). Understanding Boards of Directors: A Systems Perspective. *Annals of Corporate Governance*, 2(1), 1–49. <http://doi.org/10.1561/109.000000006>
- Mak, Y. T., & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between Tamaño de la Junta Directiva y Valor de la Empresa. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301–318.
- Matthews, D. M. C., & Fialko, A. (2001). Founding Family Controlled Firms: Efficiency, Risk and Value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31–49.
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Board characteristics and firm value for Indian companies. *Journal of Indian Business Research*, 10(1), 2–32.
- Mishra, R., & Kapil, S. (2017). Effect of ownership structure and board structure on firm value: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(4), 700–726.
- Mohapatra, P. (2016). Board independence and firm performance in India. *International Journal of Management Practice*, 9(3), 317–332.
- Moreno-Gómez, J., Lafuente, E., & Vaillant, Y. (2018). Gender diversity in the board, women's leadership and business performance. *Gender in Management: An International Journal*, 33(2), 104–122.
- Moreno, G. J. I., Lagos, C. D., & Gómez, B. G. (2017). Effect of the Junta Directiva on Firm Performance. *International Journal of Economic Research*, 14(6), 349–361.
- Nguyen, P., Rahman, N., Tong, A., & Zhao, R. (2016). Tamaño de la Junta Directiva y Valor de la Empresa: Evidence from Australia. *Journal of Management & Governance*, 20(4), 851–873.
- OECD. (2017). *Corporate Governance in Colombia*. Paris: OECD Publishing. <http://doi.org/https://doi.org/10.1787/9789264281134-en>
- Orozco, L. A., Vargas, J., & Galindo-Dorado, R. (2018). Trends on the relationship between board size and financial and reputational corporate performance: The Colombian case. *European Journal of Management and Business Economics*, 27(2), 183–197.
- Price, R., Román, F. J., & Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 76–

- Rafinda, A., Rafinda, A., Witiastuti, R. S., Suroso, A., & Trinugroho, I. (2018). Board diversity, risk and sustainability of bank performance: Evidence from India. *Journal of Security & Sustainability Issues*, 7(4), 793–806.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283–306.
- Siahaan, F. O. P. (2017). The effect of good corporate governance mechanism, leverage, and firm size on firm value. *GSTF Journal on Business Review*, 2(4), 137–142.
- Tang, J. (2017). CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors. *European Management Journal*, 35(3), 362–372.
- Teti, E., Dell'Acqua, A., Etró, L., & Volpe, M. (2017). The impact of board independency, CEO duality and CEO fixed compensation on M&A performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(5), 947–971.
- Tirole, J. (2001). Corporate governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35.
- Ujunwa, A. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 656–674.
- Vu, M. C., Phan, T. T., & Le, N. T. (2018). Relationship between board ownership structure and firm financial performance in transitional economy: The case of Vietnam. *Research in International Business and Finance*. <http://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.09.002>
- Williamson, O. E. (1984). Corporate governance. *The Yale Law Journal*, 93(7), 1197–1230.
- Wintoki, M. B. (2007). Corporate boards and regulation: The effect of the Sarbanes–Oxley Act and the exchange listing requirements on firm value. *Journal of Corporate Finance*, 13(2–3), 229–250.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.