

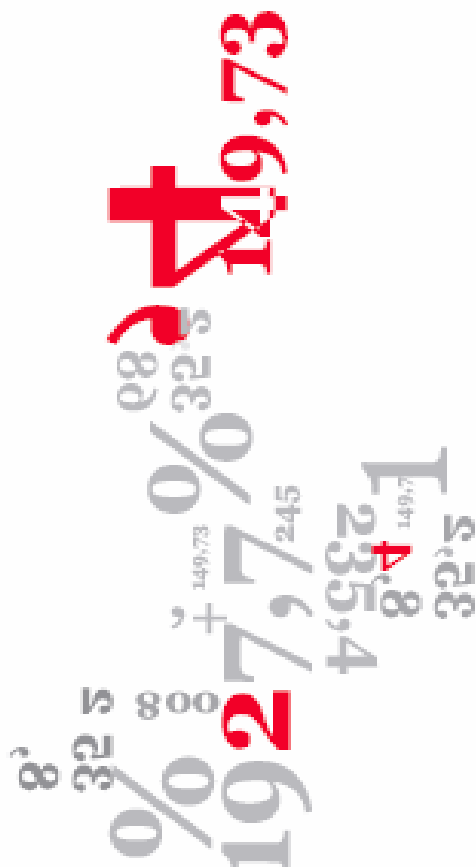


**f** Facultad

**C** Ciencias

**e** Económicas

cefe



Escuela de Economía  
documentos

# **CRISIS Y DIVERSIFICACIÓN DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES COLOMBIANOS A FINALES DE LOS NOVENTA**

**Mario García Molina<sup>1</sup>**

## **Resumen**

Se estudia la relación entre la crisis de 1997 y la diversificación de los 5 principales grupos económicos colombianos. Se encuentra que la diversificación medida por la entropía no disminuyó durante la crisis, lo cual concuerda con la hipótesis de que se comparte el riesgo al interior del grupo. La diversificación disminuyó con posterioridad a la crisis pero ello no sugiere que este tipo de grupos pierda importancia en Colombia.

Palabras clave: Grupos empresariales, Conglomerados, Crisis financieras, Diversificación, Gobierno corporativo

JEL: G32, G34, L16, L25

## **Abstract**

The article studies the relation between the 1997 crisis and the diversification of the 5 main business groups in Colombia. The entropy measure of diversification did not fall during the crisis, which agrees with the risk-sharing hypothesis of business groups. Diversification fell after the crisis but this did not lead to the disappearance of business groups in Colombia.

**Keywords:** Business groups, Conglomerates, Financial crises, Diversification, Corporate Governance.

**JEL:** G01, G32, G34, L16, L25

---

<sup>1</sup> PhD in Economics/University of Cambridge. Profesor Titular, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia. Grupo Interdisciplinario en Teoría e Investigación Aplicada en Ciencias Económicas. Profesor Investigador Universidad Externado de Colombia. Correo mgarciamo@unal.edu.co



**Rector**

Moisés Wassermann Lerner

**Vicerrector Sede Bogotá**

Fernando Montenegro Lizarralde

**FACULTAD DE CIENCIAS  
ECONÓMICAS**

**Decano**

Jorge Iván Bula Escobar

**Vicedecano Académico**

Gerardo Ernesto Mejía Alfaro

**ESCUELA DE ECONOMÍA**

**Director**

Leonardo Duarte Vergara

**Coordinador Programa Curricular de  
Economía**

Héctor William Cárdenas

La serie Documentos FCE considera para publicación manuscritos originales de estudiantes de maestría o doctorado, de docentes y de investigadores de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia; resultado del trabajo colectivo o individual y que hayan sido propuestos, programados, producidos y evaluados en una asignatura, en un grupo de investigación o en otra instancia académica.

**Documentos FCE  
Escuela de Economía  
ISSN 2011-6322**

La serie Documentos FCE puede ser consultada en el portal virtual:  
<http://www.fce.unal.edu.co/publicaciones/>

**Coordinador de Publicaciones**

Álvaro Zerda Sarmiento  
Profesor Asociado - FCE

**Equipo de publicaciones - FCE**

David Alejandro Bautista Cabrera  
Juan Carlos García Sáenz

**Contacto:** Unidad de Divulgación y Publicaciones.

**Correo electrónico:**

[publicac\\_fcebog@unal.edu.co](mailto:publicac_fcebog@unal.edu.co)

Este documento puede ser reproducido citando la fuente. *El contenido y la forma del presente material es responsabilidad exclusiva de sus autores y no compromete de ninguna manera a la Escuela de Economía, ni a la Facultad de Ciencias Económicas, ni a la Universidad Nacional de Colombia.*

## 1. Introduction

Una explicación bastante difundida explica la existencia de grupos empresariales diversificados en sectores no relacionados como un mecanismo para compartir el riesgo entre las empresas del grupo. Según esta interpretación, cabría esperar que en tiempos de crisis aumente la diversificación, especialmente la no relacionada. Este artículo estudia el efecto que sobre la diversificación de los grupos colombianos tuvo la crisis de final de siglo.

La crisis asiática no tuvo el mismo efecto sobre los grupos en todos los países. En Japón no los afectó en mayor medida fuera de la relación con algunas firmas en la periferia del grupo (Ahmadjian, 2006). Culpados de la crisis por el FMI, los chaebol coreanos se vieron enfrentados a una serie de reformas destinadas a ajustar el control corporativo de ese país a los estándares anglosajones (Shin y Chang 2003); como resultado, 13 de los 30 principales Chaebols entraron técnicamente en bancarrota. Aún así, los intentos de reforma de los grupos por parte del gobierno resultaron infructuosos, por ejemplo al demandarles aumentar su relación deuda/valor líquido (debt/equity), los chaebols simplemente revaluaron sus activos y adquirieron nuevas emisiones de capital de sus afiliados (Chang, 2006). En Malasia, Tailandia e Indonesia, algunos grupos quebraron, otros no. El elemento determinante para evitar la quiebra parece haber sido la existencia de lazos estrechos con el gobierno (Gomez, 2005; Polsiri y Wiwattanakantang, 2005; Hanani, 2005).

Para el caso de Chile es importante notar que los grupos adquirieron bancos que les permitieron mantener un alto endeudamiento con el cual financiar la adquisición de empresas privatizadas (Thibout, 1996). Y en América Latina no es raro que cuando un país enfrenta una crisis de balanza de pagos, el gobierno acuda al rescate de la banca y los grupos. La dinámica de los grupos (en términos de diversificación) y la crisis es precisamente el punto sobre el que se pretende arrojar alguna luz en el presente trabajo.

Al estudiar la crisis, cobra importancia el saber si el grupo tenía o no el control de bancos. En efecto, cabe suponer que la posesión de bancos permite al grupo endeudarse más allá de lo que le sería posible en caso de tratarse de un grupo industrial exclusivamente. Una explicación alternativa es que la razón por la cual el grupo industrial no adquiera entidades bancarias, sea precisamente porque ya posee empresas cuya alta liquidez y rotación de efectivo (*cash cows*) hacen innecesario endeudarse por fuera del grupo. Esto conduce a un área que no se ha estudiado con suficiente profundidad, a saber el papel de las firmas financieras en los grupos: se sabe por ejemplo, que el banco principal juega un papel crucial en los keiretzus japoneses, no así en los Chaebol coreanos. Y a su vez los dos son distintos del papel de los bancos propietarios en los grupos alemanes.

Otro elemento a tomar en cuenta en el estudio de la crisis es el fenómeno de la transferencia de recursos para sostener a las firmas en dificultades (*propping*). Según Friedman, Johnson y Mitton (2003), en países con sistemas legales débiles, la existencia de este fenómeno conduciría a mayores niveles de endeudamiento por parte de las firmas en dificultades, ya que la transferencia de recursos hacia estas compañías cuando hacen parte de grupos hace que cuenten con un colateral que les permite conseguir el endeudamiento necesario mientras salen a flote. Estos autores, en el primer estudio empírico al respecto, encontraron evidencia del fenómeno para un conjunto de firmas asiáticas durante la crisis de 1997. La mayor parte del puñado de trabajos realizados en esta área se concentra en la presentación de evidencia para el caso chino de las transferencias mencionadas (Bai, Liu y Song, 2005; Jian y Wong, 2006; Peng, Wei y Yang, 2006).

En un trabajo bastante completo para el caso de Japón durante la crisis, Dewenter (2003) estudió el tamaño, la diversificación (medida por el índice de Herfindahl), la supervisión (*monitoring*) y la transferencia de recursos. De acuerdo con la hipótesis de compartir el riesgo, el grupo no debería achicarse ni concentrarse en tiempos de crisis, ya que debería adoptar y mantener una estructura tal que disponga de suficientes recursos para trasladarlos entre las firmas. En cambio debería aumentar la supervisión (medida por la rotación de los miembros de los consejos de presidentes de los principales keiretsu, y de empresas en los grupos) y los recursos deberían fluir de las empresas fuertes a las débiles (medida por el endeudamiento y participación en el capital por parte de otras empresas del grupo). Cabe anotar que una limitación de este estudio es que por la medida de diversificación usada, no podía distinguir entre la diversificación relacionada y la no relacionada.

Aunque García Molina (2010) estudió para Colombia la diversificación de manera cuantitativa para el período posterior a la apertura económica, no se han realizado estudios similares para el período de crisis.

Este trabajo se concentra en la relación entre diversificación y crisis para Colombia con la crisis de 1997. A diferencia de Dewenter, mide la diversificación de modo que se pueda distinguir entre la relacionada y la no relacionada.

La primera sección es esta introducción. En la segunda sección se presenta la metodología; la tercera sección presenta los resultados y la cuarta concluye.

## 2 Metodología

### Indicadores de diversificación

Se utilizó el índice de diversificación total basado en la entropía (Jacquemin, 1975; Jacquemin y Berry, 1979) y las diversificaciones relacionada y no relacionada. La diversificación total es igual a:

$$DT = \sum_{i=1}^n P_i \ln 1 / P_i$$

Donde,  $P_i$  es la participación del  $i$ ésimo sector en el grupo y  $n$  es el número de sectores.

La diversificación relacionada en el sector  $j$ , es decir la diversificación resultante de la operación en varios segmentos pertenecientes al sector industrial  $j$  se calcula como:

$$DR_j = \sum_{i=1}^n P_{ij} \ln 1 / P_{ij}$$

Y como la firma opera en varios sectores, la diversificación relacionada,  $DR$ , es igual a la suma de las diversificaciones en los distintos sectores.

$$DR = \sum_{j=1}^m DR_j$$

Donde  $m$  es el número de sectores existentes.

De otra parte, la diversificación no relacionada surge de la operación en diversos sectores industriales.

$$DNR = \sum_{j=1}^m P_j \ln 1 / P_j$$

Si bien existen otras alternativas a la medición de la diversificación (por ejemplo cualquier inverso de un índice de concentración), el indicador de entropía tiene la ventaja que la diversificación total DT se puede descomponer en diversificación relacionada y no relacionada, ya que  $DT=DR+DNR$  (Palepu, 1985). Otra alternativa es que esta medida es replicable, a diferencia del enfoque de Rumelt (1982) que es de carácter subjetivo (Pérez Rodríguez 1998).

Se construyeron, para cada grupo, los índices anuales de diversificación basados en la entropía para los activos y las ventas. El período considerado va de 1994 a 2004 y se dividió en tres subperíodos: antes de la crisis (1994-1997), la crisis (1998-2000) y el posterior a la crisis (2001-2004).

### **Los datos**

Para identificar las empresas de cada grupo se utilizaron los estudios de Silva Colmenares (1977 y 2004), la Superintendencia de Sociedades (1977; 1997-1999), y la información proporcionada en las revistas *Semana*, y *Dinero* en los años respectivos. Para este período es importante anotar que la Ley 222 de 1995 redefinió las hipótesis de subordinación legal entre empresas. A raíz de ello se estableció la obligación de inscribir en el registro mercantil las situaciones de control o grupo empresarial. Esta información que fue recopilada y publicada periódicamente por la Superintendencia de Sociedades desde 1997, lo cual permite apreciar la evolución de los conglomerados allí inscritos, si bien la definición legal no corresponde necesariamente con la económica que es aquí de interés. Si bien los informes de la Superintendencia son un elemento de investigación importante, se prefirió aquí seguir un criterio económico, al considerar, por ejemplo al grupo Santodomingo como un solo grupo y no como dos. Los datos de activos y ventas se tomaron de los informes sobre las 100 y 500 empresas más grandes que publican *Semana* y *Dinero*. Sólo se tomaron en cuenta las empresas de cada grupo que estaban dentro de las 500 más grandes del país.

Los datos de participación en cada sector se construyeron a partir del dato consignado por las empresas seleccionadas en el registro mercantil y de los apéndices a los informes de la Superintendencia de Sociedades.

Cuando existían dudas acerca del valor de una variable que pudiera afectar el indicador, se prefirió omitir el valor del indicador para ese año.

Los grupos empresariales escogidos para el análisis fueron Ardila Lulle, Sarmiento Angulo (OLCSAL), Cafetero, Santo Domingo y Sindicato Antioqueño (GEA).

### 3 Resultados

Los cuadros 1 y 2 presentan la diversificación total calculada con las ventas y los activos. Para decidir si un determinado cambio era importante o no se tomó como umbral una variación del 10%. La quinta columna (“var en crisis”) presenta la tasa de crecimiento del indicador promedio durante la crisis con respecto al promedio del periodo anterior a la crisis. La sexta columna presenta la variación del período posterior a la crisis con respecto al período anterior a la misma.

Cuadro 1  
**DIVERSIFICACION TOTAL EN VENTAS ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS**

	1994-1997	1998-2000	2001-2004	Var en Crisis	Var después Crisis
ARDILA	1,94	1,97	1,7	2%	-12%
CAFETERO	1,52	1,55	1,44	2%	-5%
OLCSAL	1,35	1,13	0,84	-16%	-38%
GEA	2,77	2,86	2,83	3%	2%
SANTO DOMINGO	1,24	1,13	0,84	-9%	-32%

Fuente: Cálculos propios



**CRISIS Y DIVERSIFICACIÓN DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES COLOMBIANOS A  
FINALES DE LOS NOVENTA**

**Cuadro 2  
DIVERSIFICACION TOTAL EN ACTIVOS ANTES Y DESPUÉS  
DE LA CRISIS**

	1 994- 1997	1 998- 2000	2 001- 2004	Var en Crisis	Var después Crisis
ARDILA	,86 <sup>1</sup>	,91 <sup>1</sup>	,43 <sup>1</sup>	3%	-23%
CAFETERO	,63 <sup>1</sup>	,07 <sup>1</sup>	,91 <sup>0</sup>	34% <sup>-</sup>	-44%
OLCSAL	,06 <sup>1</sup>	,71 <sup>0</sup>	,54 <sup>0</sup>	33% <sup>-</sup>	-49%
GEA	,75 <sup>2</sup>	,67 <sup>2</sup>	,76 <sup>2</sup>	3% <sup>-</sup>	0%
SANTO DOMINGO	,02 <sup>2</sup>	,11 <sup>2</sup>	,51 <sup>1</sup>	4%	-25%

Fuente: Cálculos propios

Se observa que durante la crisis la diversificación no fue afectada en mayor medida en la mayoría de los casos, a excepción de la Organización Luis Carlos Sarmiento Angulo Ltda (tanto en ventas como en activos) y el grupo Cafetero (sólo en activos) que presentaron disminuciones. Cuando se considera el período posterior a la crisis, se encuentra que la mayoría de los grupos disminuyeron su diversificación. Las excepciones fueron el grupo Cafetero, cuya diversificación en ventas no disminuyó; y el Sindicato Antioqueño, cuya diversificación total siguió siendo prácticamente la misma al final de la crisis. El patrón que surge aquí es el de una crisis que inicialmente no golpea a los grupos tanto como para obligarlos a salir de las empresas menos rentables y disminuir su diversificación; pero, una vez comienza el período de recuperación, los grupos aprovechan para realizar los ajustes que hubieran sido más dolorosos durante la crisis. Estos resultados coinciden con la capacidad de los grupos para transferir recursos entre sectores con el fin de favorecer a las compañías en dificultades (propping) (Gonenc y Hermes, 2008).

Se han realizado medidas de diversificación para Taiwán, Corea y Japón en periodos de crisis. La evidencia para Taiwán después de la crisis asiática sugiere que la tendencia creciente de la diversificación total se desaceleró al pasar de promedios de 0.68 en los años 80 a 0.76 en la primera mitad de los 90, seguido de 0.76 y 0.78 en 1998 y 2002 (Chung y Mahmood 2006: 80). Para Corea la diversificación total bajó fuertemente después de la crisis (Chang 2003: 82), pero más que el efecto de la crisis esto puede ser el resultado de las medidas radicales adoptadas para hacer que el gobierno corporativo en este país se pareciera más al de los Estados Unidos (Shin y Chang 2003) En efecto, Lee et al. (2009) muestran que los mercados de capitales internos de los chaebol funcionaron bien antes de la crisis pero dejaron de funcionar a raíz de las reformas post 1997. Para Japón durante los 90, Dewenter (2003) encontró que la diversificación, medida por el índice de Herfindahl, aumentó durante el largo periodo de crisis.

Con respecto a la propiedad de entidades bancarias, según Fernández Riva (1995) en 1993 el Sindicato Antioqueño controlaba el Banco Industrial Colombiano y la Corporación de Ahorro y Vivienda CONAVI (entre las dos daban cuenta de cerca de 20% de los activos del grupo); el Grupo Santo Domingo controlaba el Banco Comercial Antioqueño (15% de los activos del grupo); el Grupo Sarmiento Angulo tenía el Banco de Bogotá, el Banco de Occidente y la Corporación de Ahorro y Vivienda Las Villas (66% de los activos del grupo ya que su centro son las actividades financieras); el Grupo Cafetero tenía el Banco Cafetero y la Corporación de Ahorro y Vivienda Concasa (65% de los activos); finalmente, el grupo Ardila Lülle no tenía bancos sino sólo una entidad financiera (Coltefinanciera).

Cabría distinguir entonces diversos tipos de grupo que van desde uno sin entidades bancarias y poca participación financiera (Ardila Lülle), hasta otro centrado en el sector financiero (Sarmiento Angulo), con los demás grupos en medio. Al estudiar nuevamente los cuadros 1 y 2 con este criterio, Ardila Lülle no parece comportarse distinto de los demás, pero Sarmiento Angulo sí. Como se mencionó anteriormente, OLCSAL fue el único grupo en experimentar una disminución en su diversificación en ventas durante la crisis. Así mismo, el otro grupo en el que los bancos tenían una alta participación en los activos, Cafetero, también experimentó reducción en la diversificación en activos.

Cuadro 3

**DIVERSIFICACION RELACIONADA EN VENTAS ANTES Y DESPUÉS  
DE LA CRISIS**

	1994- 1997	1998- 2000	2001- 2004	Var en Crisis	Var después Crisis
ARDILA	1,15	1,1	1,01	-4%	-12%
CAFETERO	1,2	0,82	0,85	-32%	-29%
OLCSAL	1,21	1,03	0,75	-15%	-38%
GEA	1,62	1,63	1,62	1%	0%
SANTO DOMINGO	1,24	1,13	0,84	-9%	-32%

Fuente: Cálculos propios

Cuadro 4

**DIVERSIFICACION RELACIONADA EN ACTIVOS ANTES Y DESPUÉS  
DE LA CRISIS**

	1994- 1997	1998- 2000	2001- 2004	Var en Crisis	Var después Crisis
ARDILA	1,3	1,21	0,89	-7%	-32%
CAFETERO	1,3	0,79	0,67	-39%	-48%
OLCSAL	1,06	0,71	0,54	-33%	-49%
GEA	1,63	1,59	1,47	-2%	-10%
SANTO DOMINGO	2,02	2,11	1,51	4%	-25%

Fuente: Cálculos propios

La explicación parece sencilla. Los grupos dentro de los cuales tenía mayor importancia el sector bancario experimentaron más fuertemente los efectos de la crisis y se vieron obligados a disminuir su diversificación cuanto antes. Los grupos con menor importancia del sector bancario, lograron resistir hasta después de la crisis para salir de negocios poco rentables y concentrarse en los que sí proporcionaban rentabilidad.

Los datos correspondientes a la diversificación relacionada y no relacionada sugieren, sin embargo, que la disminución en la diversificación no relacionada fue menor que la disminución en la relacionada. En otras palabras, los grupos sí disminuyeron su diversificación pero no necesariamente hacia su núcleo tradicional. Sembraban así las posibilidades de expansión en distintos sectores para más adelante. Esta evidencia es contraria a la de Corea, en donde la disminución principal fue en la diversificación no relacionada (Chang 2003: 82) pero, como se señaló anteriormente, este puede ser el resultado de las medidas de política realizadas para atacar la crisis, más que de la crisis misma. La menor caída en la diversificación no relacionada concuerda con la hipótesis de compartir el riesgo.

El intentar comprender a toda costa la situación en términos de concentración en el núcleo llevó a un autor periodístico a afirmar en 2008 que el Grupo Santo Domingo, después de haber vendido varias empresas en los últimos años y reestructurar el grupo, permanecía centrado en su núcleo; claro está que este “núcleo” consta de cerveza y al menos 6 sectores más. En efecto, además de Bavaria, el grupo tiene dos holdings, Invernac y Valorem. Y Valorem tiene un “núcleo” en las actividades de Medios y entretenimiento (Caracol Televisión), Industria (Biofilm), Energía (Compañía Eléctrica de Sochagota), Agroindustria (Almagrán, Refocosta) y Logística (Comunican) (Dinero, 2008. Santo Domingo, caso aparte, junio 6 de 2008. [www.dinero.com](http://www.dinero.com) consultado agosto 22 de 2008).

Cuadro 5

### **DIVERSIFICACION NO RELACIONADA EN VENTAS ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS**

	1994-1997	1998-2000	2001-2004	Var en Crisis	Var después Crisis
ARDILA	0,79	0,86	0,69	9%	-13%
CAFETERO	0,62	0,74	0,6	19%	-3%
OLCSAL	0,14	0,1	0,09	-29%	-36%
GEA	1,16	1,24	1,21	7%	4%
SANTO DOMINGO	1,05	1,14	0,95	9%	-10%

Fuente: Cálculos propios

### **DIVERSIFICACION NO RELACIONADA EN ACTIVOS ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS**

	1994- 1997	1998- 2000	2001- 2004	Var en Crisis	Var después Crisis
ARDILA	0,55	1,91	1,43	247%	160%
CAFETERO	0,33	0,28	0,24	-15%	-27%
OLCSAL	0,22	0,1	0,07	-55%	-68%
GEA	1,07	1,08	1,29	1%	21%
SANTO DOMINGO	1,01	1,11	0,97	10%	-4%

Fuente: Cálculos propios

#### **4 Conclusión**

Durante la crisis de finales de los 90 la diversificación de los grupos se mantuvo, lo cual concuerda con la hipótesis de compartir el riesgo. En cambio el fin de la crisis condujo a una menor diversificación. No obstante, antes de afirmar que ello conduciría al fin de los grupos diversificados, hay que tomar en cuenta que esta disminución no se hizo preferentemente en la diversificación no relacionada. A pesar de la crisis, los grupos siguen sembrando en distintos sectores. Y, de manera similar al caso de los países asiáticos, los grupos diversificados perduran.

¿Cómo explicar la persistencia de la forma de grupo, más allá de la habilidad de este o aquel grupo individual? Conviene aquí pensar en dos elementos: el papel de los grupos en llevar a la crisis y su capacidad para sobrevivirlas.

Ante todo conviene recordar que la crisis de 1997 (al igual que la crisis de 1982) se puede caracterizar como una crisis de deflación por deudas en la tradición de Irving Fisher, Minsky y Kindleberger (Valbuena, 2003; Echeverri, 2002). En el período de manía (un auge especulativo), los agentes de la economía se endeudan cada vez más para financiar sus posiciones en lo que se ve como un negocio espectacular (Kindleberger, 1978). Al aumentar la relación deuda/ingresos operacionales, la economía va pasando de una situación protegida (en la cual los ingresos operacionales bastan y sobran para amortizar la deuda y pagar intereses) a una especulativa (se pueden pagar los intereses pero no amortizar) o incluso Ponzi (para pagar los intereses es necesario incurrir en nuevas deudas), tal como explica Minsky (1982).

El papel de los grupos en la fase de manía aparece claro en el primer capítulo. Los grupos participan activamente de la manía (en los noventa las nuevas oportunidades de negocio dadas por la privatización, cambio tecnológico, etcétera). Su capacidad de endeudamiento es mayor a la de las firmas individuales, por varias razones: 1) la existencia de bancos al interior del grupo; 2) la capacidad de transferir recursos entre firmas, los cuales no aumentan el nivel de endeudamiento del grupo pero sí constituyen mayor crédito para las firmas de los sectores en auge; y 3) el poder político de los grupos que puede facilitar las condiciones de crédito, acelerar los trámites de préstamos, obtener garantías, entre otros. Si bien algunas de estas prácticas pueden bajo ciertas circunstancias pasar la frontera de la legalidad, el punto importante aquí no es que los grupos actúen ilegalmente, sino que tienen una mayor capacidad de maniobra para endeudarse y para endeudar a sus empresas en la fase de manía. El resto de la sociedad hace lo que puede por participar durante la manía, y si lo hace en menor medida no es por falta de ganas sino porque no puede. En otras palabras, la importancia de los grupos en la economía contribuye a acelerar la fase de manía o auge especulativo.

¿Por qué sobreviven los grupos a las crisis? Obviamente no se trata aquí de decir que grupos individuales no se quiebran, y el fin del Grupo Grancolombiano en los 80 es un recordatorio importante en este sentido. Se trata más bien de que los grupos tienen una mayor resistencia para capotear la crisis y por las mismas razones que le ayudaron en la fase de manía: 1) la existencia de bancos al interior del grupo les permite que, en la fase de deflación por deudas y restricción del crédito, tal restricción no sea tan grande como para las empresas independientes; 2) la capacidad de transferir recursos entre firmas hace que incluso durante la crisis un banco esté más dispuesto a prestar a las empresas vinculadas a grupos que a las independientes porque, además de sus propios activos como colateral, cuentan con la garantía (o al menos la esperanza) de que el resto del grupo vendrá al rescate; y 3) el poder político de los grupos que puede favorecer situaciones de rescate de los grupos, o al menos de sus empresas del sector financiero, por parte del Estado, más de lo que éste haría ante empresas independientes (este último caso no tiene que ver únicamente con préstamos, están también mayores facilidades regulatorias como cuando se permitió la fusión de Avianca y Aces contra el concepto del superintendente de industria y comercio). En otras palabras, pertenecer a un grupo puede hacer más fácil sobrevivir a una crisis de este tipo que si se es una empresa independiente.

## **CRISIS Y DIVERSIFICACIÓN DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES COLOMBIANOS A FINALES DE LOS NOVENTA**

Los dos puntos anteriores ilustran la dinámica entre crisis y grupos. La economía con predominancia de los grupos es una economía en la que la fase de manía se da con más fuerza, por lo tanto fortalece la posibilidad de tener crisis Minsky. Y en la fase de crisis, las compañías de los grupos tienen mejores posibilidades de sobrevivir que las independientes, con lo cual después de cada crisis se asegura la predominancia de los grupos. Una vez superada la crisis, los grupos salen de las empresas menos atractivas vendiéndolas a mejor precio que si lo hubieran hecho en medio de la crisis. Con estos ingresos pueden financiar la entrada en otros sectores que resulten más atractivos. Esta reproducción de las condiciones iniciales funciona como un proceso de creación de nicho biológico, ya que la especie (los grupos) modifica su entorno (la economía) en forma tal que este entorno es más favorable para esta especie que para otras. La coevolución de la economía y los grupos hace que para comprender los fenómenos macroeconómicos del país (como las crisis) sea importante entender los fenómenos a nivel micro (corporativo) y viceversa.

## V BIBLIOGRAFIA

- Ahmadjian, Christina L (2006) “Japanese business groups: continuity in the face of change”, en Chang, Sea-Jin (ed) *Business groups in East Asia; financial restructuring, and new growth*. Oxford, Oxford University Press, pp.29-51.
- Amsden, Alice H (1989) *Asia’s Next Giant*. New York, Oxford University Press.
- Aoki, Masahiko (1990) “Toward an economic model of the Japanese firm”, *Journal of Economic Literature*, 28: 1-27.
- Aspiazu, Daniel; Basualdo, Eduardo; Khavisse, M (1986) *El nuevo poder económico en la Argentina en los años ochenta*. Buenos Aires, Legasa.
- Bai, C; Liu, Q; Song, F M (2005) “Bad news is good news; propping and tunneling, evidence from China”, Working paper, University of Hong Kong.
- Bain, Joe S (1968) *Industrial Organization*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Becht, Marco; DeLong, J Bradford (2005) “Why has there been so little block holding in America?”, en Morck (2005), pp. 613-660.
- Belenzon, Sharon; Berkovitz, Tomer (2007) “Innovation in business groups”, Economic Series Working Papers, University of Oxford, Department of Economics.
- Bertrand, Marianne; Johnson, Simon; Samphantharak, Krislert; Schoar, Antoinette (2008) “Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them”, *Journal of Financial Economics*, 88: 466-498.
- Bianco, Magda; Nicodano, Giovanna (2006) “Pyramidal groups and debt”, *European Economic Review*, 50: 937-961.
- Bisang, Roberto (1998) “Apertura, reestructuración industrial y conglomerados económicos”, *Desarrollo Económico*, 38 (otoño): 143-176.
- Bisson, T A (1945) “Increase of zaibatsu predominance in wartime Japan”, *Pacific Affairs*, 18(1): 55-61.
- Boehmer, Ekkerhart (2000) “Business groups, bank control and large shareholders: An analysis of German takeovers”, *Journal of Financial Intermediation*, 9: 117-148.
- Campbell II, Terry L; Keys, Phyllis Y (2002) “Corporate governance in South Korea: the chaebol experience”, *Journal of Corporate Finance*, 8: 373-391.



- Castañeda Ramos, Gonzalo (1998) *La empresa mexicana y su gobierno corporativo; antecedentes y desafíos para el siglo XXI*. Puebla: Universidad de las Américas-Puebla y Alter Ego.
- Chandler, Alfred D (1960) *Strategy and structure: chapters in the history of the American industrial enterprise*. New York, Anchor Books, Doubleday.(1990) *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*. Cambridge, London, The Belknap Press of Harvard University Press.
- Chang, Sea-Jin (2003) *Financial crisis and transformation of Korean business groups; The rise and fall of Chaebols*. Cambridge, Cambridge University Press. (2006) “Korean business groups: the financial crisis and the restructuring of Chaebols”, en Chang, Sea-Jin (ed) *Business groups in East Asia; financial restructuring, and new growth*. Oxford, Oxford University Press, pp. 52-69.
- Chudnovski, Daniel; Kosakoff, Bernardo; López, Andrés (1999) *Las multinacionales latinoamericanas: sus estrategias en un mundo globalizado*. México, Fondo de Cultura Económica.
- Chung, Chi Nien; Mahmood, Ishtiaq (2005) “Taiwanese business groups: steady growth in institutional transition”, Chang, Sea Jin (ed), *Business Groups in East Asia*. Oxford, Oxford University Press, pp. 70-93.
- Coffee, J (1999) “Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure”, *Journal of Corporate Law*, 25(1): 1-39.
- Donadío, Alberto (1984) *¿Porqué cayó Jaime Michelsen?*Bogotá, El Ancora.
- Claessens, Stijn; Djankov, Simeon; Klapper, Leora (1999/2000) “The role and functioning of business groups in East Asia and Chile”, *Abante*, 3(1): 91-107.
- Combes, Pierre-Philippe; Lafourcade, Miren; Mayer, Thierry (2005) « The trade-creating effect of business and social networks: evidence from France”, *Journal of International Economics*, 66: 1-29.
- Dewenter, Kathryn L (2003) “The risk-sharing role of Japanese keiretsu business groups: evidence from restructuring in the 1990´s”, *Japan and the World Economy*, 15: 261-274.
- Dieleman, Marleen; Sachs, Wladimir M (2008) “Economies of connectedness: Concept and application”, *Journal of International Management*, 14(3): 270-285.
- Echeverry, Juan Carlos (2002) “¿Porqué los bancos no prestan?”, en *Las claves del futuro*. Bogotá, Oveja Negra.
- Fernández Riva, Javier (1995) *Adquisición de empresas y grupos económicos*. Bogotá, ANIF.

- 
- Figueroa, Adolfo (2008) “Competition and circulation of economic elites: Theory and application to the case of Peru”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 48: 263-273.
  - Fisman, Raymond; Khanna, Tarun (2004) “Facilitating development: the role of business groups”, *World Development*, 32(4): 609-628.
  - Franks, Julian; Mayer, Colin; Rossi, Stefano (2005) “Spending less time with the family”, en Morck (2005), pp. 581-607.
  - Friedman, E; Johnson, S; Mitton, T (2003) “Propping and tunneling”, *Journal of Comparative Economics* 31, 732–750.
  - Fruin, W Mark (2007) “Business groups and inter-firm networks”, en Jones, Geoffrey y Zeitlin, Jonathan (Eds) *The Oxford Handbook of Business History*, New York, Oxford University Press, pp. 244-267.
  - Garcia Molina, Mario (2010) “¿Disminuyó la diversificación de los grupos empresariales colombianos después de la apertura?”, Documentos de Trabajo – Escuela de Economía, Universidad Nacional de Colombia, 18.
  - Gilson, Ronald J; Roe, Mark (1993) “Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between corporate governance and industrial organization”, *The Yale Law Journal*, 102(4): 871-906.
  - Goetzmann, William; Köll, Elisabeth (2005) “The history of corporate ownership in China: state patronage, company legislation, and the issue of control”, en Morck (2005), pp. 149-181.
  - Gollacota, Kamala; Gupta, Vipin (2006) “History, ownership forms and corporate governance in India”, *Journal of Management History*, 12(2): 185-198.
  - Gomez, Edmund Terence (2006) “Malaysian business groups: the state and capital development in the post-currency crisis period”, en Chang, Sea-Jin (ed) *Business groups in East Asia; financial restructuring, and new growth*. Oxford, Oxford University Press, pp.119-146.
  - Gonenc, Halit; Hermes, Niels (2008) “Propping: evidence from new share issues of Turkish business group firms”, *Journal of Multinational Financial Management*, 18: 261-275.
  - Gonenc, Halit; Kan, Ozgur B; Karadagli, Ece C (2007) “Business groups and internal capital markets”, *Emerging Markets Finance and Trade*, 43(2): 63-81.
  - Granovetter, M (1994) “Business groups”, en N J Smelser y R Swedberg (Eds.) *The Handbook of Economic Sociology*, pp. 453-475, Princeton, NJ, Princeton University Press.
  - Guillén Martínez, Fernando (1979) *El poder político en Colombia*. Bogotá, Punta de Lanza.

- Guriev, Sergei; Rachinsky, Andrei (2005) “The role of oligarchs in Russian capitalism”, *Journal of Economic Perspectives*, 19(1): 131-150.
- Gutiérrez, Luis H; Pombo, Carlos; Taborda, Rodrigo (2008) “Ownership and control in Colombian corporations”, *Quarterly Journal of Economics and Finance*, 48: 22-47.
- Hanani, Alberto D (2006) “Indonesian business groups: the crisis in progress”, en Chang, Sea-Jin (ed) *Business groups in East Asia; financial restructuring, and new growth*. Oxford, Oxford University Press, pp. 179-205.
- Hanneman, Robert A (2002) “Grupos y subestructuras”, cap 7 de *Introducción a los métodos de análisis de redes sociales*. Disponible en <http://revista-redes.rediris.es/webredes/textos/cap7.pdf> Consultado agosto de 2008.
- Hilferding, Rudolph (1910) *El capital financiero*. Madrid, Tecnos, 1985.
- Jacquemin, Alexis P. (1975) “Une mesure entropique de la diversification”, *Revue Economique*, 26: 834-8.
- ; Berry, Charles H. (1979) “Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth”, *Journal of Industrial Economics*, 27(4): 359-369
- Jensen, Michael (1986) “Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers”, *American Economic Review*, 76: 323-329.
- Jian, M; Wong, T J; (2006) “Propping and tunneling through related party transactions”, Working paper, The Chinese University of Hong Kong.
- Johnson, Simon; La Porta, Rafael; Lopez de Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei (2000) “Tunneling”, *NBER working paper 7523*.
- Katz, Jorge; Kosakoff, Bernardo (1989) *El proceso de industrialización en la Argentina: evolución, retroceso y prospectiva*. Buenos Aires, CEPAL.
- Khanna, Tarun (2000) “Business groups and social welfare in emerging markets: Existing evidence and unanswered questions”, *European Economic Review*, 44: 748-761.(2005) “Business groups and social welfare in emerging markets: Existing evidence and unanswered questions”, *European Economic Review* 44: 248-61.
- Khanna, Tarun; Yafeh, Yishay (2005) “Business groups and risk sharing around the world”, *Journal of Business*, 78(1): 301-340.
- Kindleberger, Charles P (1978) *Maniacs, panics and crashes; a history of financial crises*. New York, Wiley.
- Kwon, Seung-Ho; O’Donnell, Michael (2001) *The Chaebol and Labour in Korea; The Development of Management Strategy in Hyundai*. London, Routledge.

- 
- La Porta, Raphael; López de Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei. 1999. "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54(2): 471-517.
  - Lamoreaux, Naomi R (1985) *The great merger movement in American business, 1895-1904*. New York, Cambridge University Press.
  - Lanoue, Darryl B (1999) "A historical analysis of the international business perspectives of Mexican industrial groups", *Journal of Management History*, 5(5): 252-268.
  - Lee, Sangwoo; Prak, Kwangwoo; Shin, Hyun-Han (2009) "Disappearing internal capital markets: Evidence from diversified business groups", *Journal of Banking and Finance*, 33: 326-334.
  - Leff, Nathaniel (1978) "Industrial organization and entrepreneurship in developing countries", *Economic Development and Cultural Change*, 26(4): 661-675.
  - (1979) "Entrepreneurship and economic development: the problem revisited", *Journal of Economic Literature* 17(1): 46-64.
  - Lefort, Fernando (2005) "Ownership structure and corporate governance in Latin America", *Abante*, 8(1): 55-84.
  - Lefort, Fernando; Walker, Eduardo (1999/2000) "Ownership and capital structure of Chilean conglomerates: Facts and hypotheses for governance", *Abante*, 3(1): 3-27.
  - Luo, Xiaowei; Chung, Chi-Nien (2007) "An institutional perspective on corporate restructuring of business groups in emerging economies", *Academy of Management Proceedings*, p1-6,
  - Menchik, P. (1979). Intergenerational transmission of inequality: An empirical study of wealth mobility. *Economica*, 46: 349-362.
  - Mendes Aldrighi, Dante; Mazzer Neto, Roberto. 2005. "Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil", *Revista de Economía Política*, 25 (2): 115-137.
  - Minsky, Hyman (1974) *Las razones de Keynes*. México, Fondo de Cultura Económica.
  - Misas, Gabriel (2002) *La ruptura de los 90; Del gradualismo al colapso*. Bogotá, Universidad Nacional de Colombia.
  - Morck, Randall K (2005) (ed) *A history of corporate governance around the world; family business groups to professional managers*. Chicago, London. The University of Chicago Press.
  - --; Percy, Michael; Tian, Gloria Y; Yeung, Bernard. (2005) "The rise and fall of the widely held firm; A history of corporate ownership in Canada", en Morck (2005), pp. 65-147.

- --; Schleifer, Andrei; Vishny, R (1988) "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- --; Steier, Lloyd (2005) "The global history of corporate governance: an introduction", en Morck (2005), pp. 1-64.
- Moutoukias, Zacarías (2000) "Familia patriarcal o redes sociales: Balance de una imagen de la estratificación social", *Anuario IEHS*, 15: 133-151.
- Murphy, Antoin E (2005) "Corporate ownership in France: The importance of history", en Morck (2005), pp. 185-217.
- Musacchio, Aldo (2006) "Corporate governance and networks: Bankers in the corporate networks of Brazil, Mexico, and the United States circa 1910", Working Paper Harvard Business School.
- Nuncio, Abraham (1982) *El grupo Monterrey*. México, Nueva Imagen.
- Orrú, Marco; Biggart, Nicole Woolsey; Hamilton, Gary G (1991) "Isomorfismo organizacional en Asia Oriental", en Power, Walter W y DiMaggio, Paul J (Comp.) *El nuevo institucionalismo en el análisis organizacional*. México, Fondo de Cultura Económica, 1999, pp. 441-472.
- Palepu, Krishna. (1985) "Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure", *Strategic Management Journal*, 6: 239-255.
- Palley, Thomas (2002) "Endogenous Money: what is it and why it matters", *Metroeconomica*, 53: 152-180.
- Paredes, Ricardo; Sánchez, J M (1996) "Grupos económicos y desarrollo: el caso de Chile", en Katz, Jorge (comp) *Estabilización macroeconómica y reforma estructural*. Buenos Aires, Alianza Editorial.
- Parra Restrepo, Bernardo (2004) *Los negocios de mingo. Efectos de la apertura y la globalización en los grupos Bavaria y Valores Bavaria*. Universidad Nacional de Colombia.
- Pegoretti, Giovanni (1983) *Capitale finanziario, profitto, interesse*. Milán, Franco Angeli Editore.
- Peng, W; Wei, K C J; Yang, Z (2006) "Tunneling or propping: evidence from connected transactions in China", Working paper, Hong Kong University of Science and Technology.
- Pérez Rodríguez, María José (1998) "Problemas vinculados con la diversificación empresarial: la medición de la estrategia de la empresa", *Cuadernos de Estudios Empresariales*, 8: 195-213.
- Perotti, Enrico C; Gelfer, Stanislav (2001) "Red barons or robber barons? Governance and investment in Russian financial-industrial groups", *European Economic Review*, 45: 1601-1617.

- 
- Polsiri, Piruna; Wiwattanakantang, Yupana (2006) “Thai business groups: crisis and restructuring”, en Chang, Sea-Jin (ed) *Business groups in East Asia; financial restructuring, and new growth*. Oxford, Oxford University Press, pp. 147-178.
  - Raymond, Pierre (2008) *Mucha tela que cortar*. Bogotá, Planeta.
  - Renneboog, Luc (1997) “Shareholding concentration and pyramidal ownership structures in Belgium”, en E. Hennessy and R. OBrien (eds.) *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*. M. Balling, Kluwer Academic Publishers, 263-300.
  - Rettberg, Angélica (2001) “The political preferences of diversified business groups: lessons from Colombia (1994-1998)”, *Business and politics*, 3(1): 47-63.
  - Rettberg, Angélica (2003) *Cacaos y tigres de papel. El gobierno de Samper y los empresarios colombianos*. Bogotá: Uniandes, CESO.
  - Reyes Copello, Gerardo (2003) *Don Julio Mario; biografía no autorizada del hombre más poderoso de Colombia*. Bogotá, Ediciones B.
  - Rodríguez, Carlos (2007) *Stratégies de croissance des conglomérats colombiens face aux défis de la globalization*, Tesis de doctorado en ciencias de la gestión. Université Pierre-Mendes France-Grenoble II.
  - --; Duque, Edison Jair (2007) “Seguimiento a la dinámica competitiva de dos grupos económicos colombianos”, *Innovar*, 17(29): 137-154.
  - Rumelt Richard (1982) “Diversification Strategy and Profitability”, *Strategic Management Journal* 3: 359-369.
  - Scott, John (1986) *Capitalist property and financial power; A comparative study of Britain, the United States and Japan*. New York, New Your University Press.
  - Serfatti, Claude (1996) “El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financiarización de la economía”, en François Chesnais (Comp) *La mundialización financiera; génesis, costo y desafíos*. Buenos Aires Losada, 1999, pp. 165-206.
  - Shleifer, Andrei; Vishny, R (1997) “A survey of corporate finance”, *Journal of Finance*, 52: 737-783.
  - Shin, Jang-Sup; Chang, Ha-Joong (2003) *Restructuring Korea Inc*. New York, RoutledgeCurzon.
  - Silva Colmenares, Julio (1977) *Los verdaderos dueños del país*. Bogotá, Colombia Nueva.
  - (2004) *El gran capital en Colombia. Proyección al siglo XXI*. Bogotá, Planeta.
  - Stark, D (1996)” Recombinant property in Eastern Europe capitalism”, *American Journal of Sociology*, 101(4): 993-1027.

- Stein, Jeremy C. (1997) “Internal capital markets and the competition for corporate resources”, *Journal of Finance*, 52: 111-133.
- Stolovich, Luis; Rodríguez, Juan Manuel; Bértola, Luis (1987) *El poder económico en el Uruguay actual*. Montevideo, CUI.
- Superintendencia de Sociedades (1978) *Conglomerados de sociedades en Colombia*. Bogotá, Corporanónimas.
- (1997-1999) *Grupos empresariales y situaciones de control inscritos en las cámaras de comercio*. Varios años. Bogotá, Superintendencia de sociedades. Grupo de Conglomerados.
- Tybout, J (1986) “A firm-level chronicle of financial crises in the Southern Cone”, *Journal of Development Economics*, 24: 371-400.
- Valbuena, Guillermo (2003) “Las crisis financieras de 1982 y 1998 en Colombia como un proceso de deflación de la deuda”, Trabajo de grado, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia.
- Villalobos, Fabio (1987) *La industrialización ecuatoriana 1976-1983*. Quito, FLACSO.
- Villar, Leonardo; Esguerra, Pilar (2007) “El comercio exterior colombiano en el siglo XIX”, en James Robinson y Miguel Urrutia (Eds.) *Economía colombiana del siglo XX; un análisis cuantitativo*. Bogotá, Fondo de Cultura Económica.
- Wray, Randall (2007) “Endogenous money: structuralist and horizontalist”, Levy Economics Institute Working Paper No. 512.
- Yamamura, Kozo (1964) “Zaibatsu, prewar and zaibatsu, postwar”, *Journal of Asian Studies*, 23(4): 539-554.
- [www.dinero.com](http://www.dinero.com)
- [www.semana.com](http://www.semana.com)