

Tesis para obtener el grado de Doctor en Ciencias de la Administración

**Relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital: Un análisis para empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia**

Diógenes Lagos Cortés

Director: Ricardo Néstor Bebczuk, Ph.D.

Codirector: Gonzalo Eduardo Gómez Betancourt, Ph.D.



Universidad Nacional de La Plata  
Facultad de Ciencias Económicas  
Doctorado en Ciencias de la Administración  
La Plata, 2017

### **Dedicatoria**

A mis queridos y añorados padres, Aguedita y Juan María, quienes me inculcaron el amor hacia el estudio y el trabajo. Para mí, nunca se fueron, siempre han estado en mi corazón y en mi mente. Gracias por ser un ejemplo para nuestra familia.

A mi amada esposa, Jenny Fernanda, por hacer de mi una mejor persona cada día. Por hacer tuyos todos mis sueños.

A mis hijos, Juan Sebastián y Sara Isabella, quienes son mi más grande motivación para vivir. Gracias por venir a este mundo a enseñarme que el amor es la fuerza de la vida.

### **Agradecimientos**

Quiero expresar mis más sinceros agradecimientos a mis directores, Ricardo Bebczuk y Gonzalo Gómez Betancourt, quienes confiaron en mí desde la primera vez que conversamos y han sabido guiarme en este proceso. Gracias por todo el apoyo y los consejos, sin los cuales no hubiese podido culminar esta etapa de mi formación.

Deseo agradecer a Inalde Business School-Universidad de La Sabana por el apoyo que he recibido para compaginar mis estudios doctorales con mis labores de investigador. Gracias por permitirme crecer, tanto a nivel profesional como personal.

Un eterno agradecimiento a la Universidad Nacional de La Plata, por haberme recibido en su seno, y en especial, a todos los funcionarios de la Facultad de Ciencias Económicas quienes siempre estuvieron dispuestos a ayudarme. De igual forma, deseo agradecer a mis compañeros de doctorado, por hacer más fácil esta tarea. Mil gracias por hacerme sentir que nunca estuve fuera de mi país.

Por último quiero recordar a todas las personas e instituciones que han contribuido a mi formación académica, profesional y personal. Son tantas que tardaría demasiado tiempo en mencionarlas junto con sus aportes. No obstante, quiero manifestar que este trabajo es fruto de un ambiente afortunado y privilegiado de formación en el que me he desarrollado y que abarca mi familia, mis amigos y diversas instituciones académicas y empresariales donde he tenido la oportunidad de estar.

## Resumen

Estudios previos han encontrado que el gobierno corporativo y el control familiar se relacionan con un menor costo de capital. No obstante, la mayor parte de dicha evidencia ha sido desarrollada en Estados Unidos, Europa y, recientemente, en algunos países de Asia. Este estudio proporciona evidencia empírica para Colombia, un mercado emergente caracterizado por la alta participación de empresas familiares (EF).

El objetivo de este trabajo es determinar la relación del gobierno corporativo y del control familiar con el costo de capital accionario. Para ello, se usó un enfoque cuantitativo basado en modelos de regresión 2SLS en una muestra de 64 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante el periodo 2008-2014. Los resultados permiten concluir que el gobierno corporativo y el control familiar están relacionados con un menor costo de capital. Específicamente, se encontró que (a) las empresas con mayores mediciones de gobierno corporativo, tanto a nivel general como a nivel de subíndices, presentan menor costo de capital; y (b) las EF presentan menor costo de capital, tanto cuando el primer accionista controlante es una familia o grupo familiar como cuando alguno de estos son los dos primeros accionistas controlantes. Estos resultados son consistentes con la idea de que el gobierno corporativo y el control familiar pueden reducir los problemas de agencia, situación que se traduce en una percepción de riesgo menor que lleva a los accionistas a exigir menos rentabilidad.

Este trabajo presenta algunas limitaciones. El poco poder de verificación de la encuesta código país plantea la necesidad de incluir en investigaciones futuras mecanismos de verificación (cruce de información) que brinden mayor certeza de la aplicación del gobierno corporativo. De igual forma, es conveniente el uso de definiciones de EF que incluyan aspectos adicionales a los derechos de voto. Finalmente, la muestra estuvo compuesta de empresas listadas en la bolsa con características que no pueden generalizarse a las pequeñas y medianas empresas, investigaciones futuras podrían incluir en el análisis a empresas cerradas.

Este trabajo contribuye a extender la literatura sobre el papel del gobierno corporativo y el control familiar en el costo de capital. Dada la importancia del gobierno corporativo en el costo de capital encontrada en este estudio, las entidades encargadas y las empresas deben profundizar en la adopción de buenas prácticas. De igual forma, los resultados

encontrados para Colombia pueden arrojar luces sobre dicha relación en otros mercados latinoamericanos que cuentan con similitudes en cuanto a gobierno corporativo y control familiar.

**Palabras Clave:** Gobierno corporativo, empresa familiar, costo de capital, bolsa de valores

## Tabla de contenidos

1. Introducción.....	10
2. Tema de investigación .....	16
2.1. Planteamiento del problema.....	16
2.2. Preguntas de investigación.....	17
2.3. Objetivos de la investigación .....	18
2.4. Justificación de la investigación.....	18
3. Hipótesis .....	20
4. Marco Teórico.....	21
4.1. El concepto de gobierno corporativo .....	21
4.2. Gobierno corporativo en Colombia .....	22
4.2.1. Disposiciones de gobierno corporativo de tipo Hard Law .....	23
4.2.2. Disposiciones de gobierno corporativo tipo Soft Law .....	26
4.3. Gobierno corporativo y costo de capital .....	29
4.3.1. Protección de los derechos de los accionistas y costo de capital .....	30
4.3.2. Junta directiva y costo de capital .....	31
4.3.3. Divulgación de información y costo de capital.....	33
4.4. El efecto de la propiedad y el control familiar en el costo de capital .....	35
4.4.1. Beneficios de la propiedad y el control familiar.....	36
4.4.2. Costos de la propiedad y el control familiar.....	38
4.5. Estimación del costo de capital .....	40
4.5.1. Estimación ex–post del costo de capital .....	41
4.5.2. Estimación ex-ante del costo de capital .....	43
4.6. Teoría de la agencia .....	51
5. Metodología .....	55
5.1. Pronósticos de utilidades .....	55
5.1.1. Modelo para el pronóstico de utilidades .....	55
5.1.2. Resultados generales del pronóstico de utilidades.....	57
5.2. Datos y muestra.....	60
5.3. Modelo de investigación .....	60
5.3.1. Definición de variables .....	61
5.4. Estadísticos descriptivos.....	66

6. Resultados .....	71
6.1. Concentración de la propiedad .....	71
6.2. Costo de capital .....	72
6.2.1. Descriptivos para el costo de capital.....	72
6.2.2. Validación del costo de capital.....	74
6.2.3. Costo de capital y control familiar.....	78
6.3. Relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital.....	80
6.3.1. Resultados para el control familiar y el gobierno corporativo a nivel de índice.....	80
6.3.2. Resultados para el control familiar y el gobierno corporativo a nivel de subíndices	83
6.3.3. Discusión de los resultados .....	86
7. Conclusiones e implicaciones prácticas.....	92
8. Limitaciones y líneas de investigación futuras .....	95
Referencias .....	97
Anexos .....	112
Anexo A. Selección de la muestra .....	112
Anexo B. Definición de variables .....	113
Anexo C. Estimación del costo de capital.....	115
Anexo D. Prácticas de gobierno corporativo incluidas en el Código País .....	116

**Lista de tablas**

Tabla 1. Pronóstico de utilidades .....	59
Tabla 2. Distribución de la muestra por sector económico .....	67
Tabla 3. Estadísticos descriptivos para la muestra total .....	69
Tabla 4. Matriz de correlaciones para las principales variables.....	70
Tabla 6. Estimaciones del costo de capital para empresas en Colombia.....	74
Tabla 7. Validación del costo de capital .....	77
Tabla 8. Comparación del costo de capital de acuerdo con el carácter familiar .....	79
Tabla 9. Relación del IGCCP y el control familiar con el costo de capital.....	82
Tabla 10. Relación de los subíndices de gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital.....	84



**Lista de anexos**

Anexo A. Selección de la muestra .....	112
Anexo B. Definición de variables .....	113
Anexo C. Estimación del costo de capital .....	115
Anexo D. Prácticas de gobierno corporativo incluidas en el Código País .....	116

## 1. Introducción

Estudios previos han encontrado que el uso de buenas prácticas de gobierno corporativo es una herramienta que genera valor en las empresas dado que ayuda a reducir los problemas de agencia (Fama & Jensen, 1983) originados por la separación entre la propiedad y el control (Eisenhardt, 1989). En este sentido, en Colombia se han realizado grandes avances en materia de gobierno corporativo. Se destaca el desarrollo de códigos específicos de gobierno corporativo, entre ellos: los lineamientos para un código andino de gobierno corporativo, el código marco de buen gobierno corporativo para pequeñas y medianas empresas, la guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia<sup>1</sup> y el Código País<sup>2</sup>. Estos códigos han sido acompañados por desarrollos en materia de regulación donde a través de diferentes leyes y decretos se han dictado disposiciones para mejorar los niveles de gobernanza en las empresas, estos han sido generalmente dirigidos a las empresas listadas en el mercado de valores.

No obstante, a pesar de los avances en gobierno corporativo en Colombia, son escasos los trabajos que comprueben o refuten el avance teórico y la evidencia empírica desarrollada en otros países con relación a los posibles beneficios derivados de la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo. Dentro de estos pocos estudios, se destacan algunos trabajos que relacionan el gobierno corporativo con el desempeño (González, Guzmán, Pombo, & Trujillo, 2012; Pombo & Gutiérrez, 2011), el costo de la deuda (Lagos & Vecino, 2014), la unidad y armonía familiar (Gómez, Betancourt, Lagos, & Aparicio, 2016) o comparaciones con otros códigos de gobierno corporativo (Gómez-Betancourt, Zapata-Cuervo, & Betancourt, 2016). Sin embargo, en cuanto al posible efecto en el costo de capital<sup>3</sup> no existen estudios.

---

<sup>1</sup> La guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia puede consultarse en: [http://bibliotecadigital.ccb.org.co/bitstream/handle/11520/3037/8229\\_guiacolgobcorporativo.pdf?sequence=1](http://bibliotecadigital.ccb.org.co/bitstream/handle/11520/3037/8229_guiacolgobcorporativo.pdf?sequence=1)

<sup>2</sup> Las recomendaciones de gobierno corporativo incluidas en el Código País son presentadas en el Anexo D. La encuesta usada por las empresas para reportar dichas recomendaciones puede ser consultada en: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/anexo1.html>.

<sup>3</sup> El costo de capital es la tasa de rendimiento interno que una empresa deberá pagar a los inversores para animarles a arriesgar su dinero en la compra de títulos emitidos por ella (acciones ordinarias, acciones preferentes, obligaciones, préstamos, etc.) (Mascareñas, 2013, p. 3). De esta forma, el costo de capital se compone de dos elementos, el costo de la deuda (obligaciones, préstamos, bonos) y el costo del capital

De otra parte, las EF son una de las formas organizacionales más antigua y de mayor difusión en el ámbito empresarial (Colli, 2003). Son múltiples los estudios que han mostrado la importancia de la EF en el tejido empresarial en diferentes partes del mundo (Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Faccio & Lang, 2002; IFERA, 2003; Mandl, 2008)<sup>4</sup>. Estos estudios han mostrado que, de igual forma a lo encontrado en Europa, Estados Unidos y Asia, las EF en Latinoamérica también son parte fundamental en la economía de la región. No obstante, debido a las dificultades para recolectar información que permita distinguir de forma adecuada entre una EF y una ENF, el estudio desde este enfoque ha recibido relativamente poca atención (Villalonga & Amit, 2006), esta situación es aún más marcada en el caso Latinoamericano. De esta forma, el estudio de la EF se ha concentrado principalmente en Estados Unidos y Europa (De Massis, Sharma, Chua, & Chrisman, 2012) y, más recientemente, en Asia. Para el caso específico de Colombia no se han desarrollado estudios que involucren la propiedad y el control familiar en el análisis del costo de capital.

Este trabajo se ha beneficiado de la experiencia desarrollada en el Inalde Family Business Center a través del grupo de investigación Empresa Familiar y hace parte de la línea de

---

accionario (acciones ordinarias y/o preferentes) (Mascareñas, 2013). En este documento cuando se menciona costo de capital se está haciendo referencia al costo de capital accionario, en caso contrario se especifica que es costo de la deuda.

<sup>4</sup> Claessens, Djankov, & Lang (2000) reportaron que dos terceras partes de las empresas de Asia Oriental eran EF. Faccio & Lang (2002) reportaron que el 44% de las empresas de Europa Occidental eran EF. En un estudio con mayor alcance geográfico, IFERA (2003) reportó que las EF son la mayor parte de las empresas en el mundo. Por ejemplo, en Europa se reportaron porcentajes superiores al 60% (Francia, >60%; Alemania, 60%; Holanda, 74%; Portugal, Bélgica y Reino Unido, 70%; España, 75%; Suecia, 79%; Finlandia, Grecia y Chipre, 80%; Italia, 93%). Situación similar se reportó para los Estados Unidos (95%), Australia (75%) y Latinoamérica (65%). Otros estudios más recientes reafirman estas cifras para países como España y Portugal (entre 80% y 85%) (Mandl, 2008). Para el caso colombiano, de acuerdo con la Superintendencia de Sociedades, el 46% de las empresas colombianas que reportaron información ese año fueron EF (Superintendencia de Sociedades, 2012). No obstante, estudios anteriores han mostrado que este porcentaje es cercano al 70% (Superintendencia de Sociedades, 2006). Otros estudios para el caso colombiano han mostrado que las EF listadas superan el 50%. Por ejemplo, González, Guzmán, Pombo, & Trujillo (2012) reportan 56.6% de EF en Colombia. Una cifra similar (56%) fue reportada por Gómez-Betancourt, López, Betancourt, & Millán (2012).

investigación en gobierno corporativo. El grupo Empresa Familiar pertenece al Sistema Nacional de Ciencia, Tecnología e Innovación de Colombia y hace parte de la escuela de negocios de la Universidad de La Sabana, Inalde Business School. El autor se desempeña actualmente como investigador del área de dirección general.

El objetivo de este trabajo es determinar la relación del gobierno corporativo y del control familiar en el costo de capital. Para ello, se usaron modelos de regresión, estimados mediante mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS, por sus siglas en inglés), en una muestra de 64 empresas listadas en la BVC durante el periodo 2008-2014. Se usó esta técnica econométrica para tratar el potencial problema de endogeneidad presente en el estudio del gobierno corporativo (Börsch-Supan & Köke, 2002; Roberts & Whited, 2011; Wintoki, Linck, & Netter, 2012). Esta técnica econométrica permite combinar la metodología de efectos fijos con el uso de variables instrumentales (Bozec & Bozec, 2010), siendo esto más adecuado que la regresión por mínimos cuadrados ordinarios (OLS, por sus siglas en inglés) para tratar el problema de endogeneidad que puede generar estimadores OLS sesgados e inconsistentes<sup>5</sup> (Wooldridge, 2010).

Para medir la adopción de prácticas de gobierno corporativo se usaron las prácticas de gobierno corporativo definidas en el Código País para emisores de valores en Colombia. Para esto se usaron dos enfoques. En primer lugar, se consideró la adopción de dichas prácticas a nivel general. Para ello, se usó el Índice de Gobierno Corporativo Código País (IGCCP) donde se incluyó la sumatoria de las puntuaciones obtenidas en las 41 prácticas que incluye dicho código. En segundo lugar, se consideraron las prácticas de gobierno corporativo a nivel de tres subíndices (ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN).

Para clasificar las empresas en EF y ENF se usaron dos formas. En la primera se consideró a las empresas como EF cuando se identificó una familia como el primer accionista controlante. En la segunda, se amplió este alcance para considerar una empresa como EF cuando los dos primeros accionistas controlantes eran grupos familiares. El costo de capital fue aproximado mediante el concepto de costo implícito de capital (CIC), definido este como la tasa interna de retorno que iguala el valor de mercado de un activo dado

---

<sup>5</sup> Algunos estudios comparativos han mostrado que el sesgo producido por la endogeneidad puede ser la explicación para los resultados contradictorios reportados en los estudios de la relación entre gobierno corporativo y algunos aspectos del desempeño económico de las empresas (Börsch-Supan & Köke, 2002; Roberts & Whited, 2011; Wintoki et al., 2012).

con el valor presente de los flujos de caja esperados (Lee, So, & Wang, 2010). La medición de costo de capital incluyó el promedio de los modelos de Claus & Thomas (2001), Easton (2004) y Ohlson & Juettner-Nauroth (2005). Estos modelos han sido usados ampliamente en la literatura relacionada con el CIC.

Dos situaciones se destacan en los resultados de este estudio. En primer lugar, se encontró que las empresas con mayores mediciones en los indicadores de gobierno corporativo, tanto a nivel general como a nivel de subíndices, presentaron menor costo de capital. Estos resultados son consistentes con los estudios donde se ha sugerido que las buenas prácticas de gobierno corporativo ayudan a reducir los problemas de agencia desde diferentes vías: (a) mediante la alineación de los intereses de los accionistas y los administradores (Luo, 2005), dado que cuando el principal posee información para verificar el comportamiento del agente es más probable que este persiga los intereses del principal (Jensen & Meckling, 1976); (b) mediante la reducción de los costos de monitoreo de la gestión se asegura que los principales grupos de interés reciban información confiable acerca de la empresa (Luo, 2005); (c) mediante la reducción de la asimetría de información los inversionistas están dispuestos a exigir una prima menor en el rendimiento debido a la menor percepción de riesgo (Ashbaugh, Collins, & LaFond, 2004). En segundo lugar, se encontró que las EF presentaron menor costo de capital. Específicamente, se encontró que el costo de capital es menor en las EF, tanto cuando el primer accionista controlante era una familia o grupo familiar como cuando los dos primeros accionistas controlantes eran una familia o grupo familiar. Estos resultados proporcionan evidencia de que en las EF el efecto de alineamiento prevalece sobre el efecto de atrincheramiento.

Factores relacionados con la estructura de propiedad y las relaciones familiares pueden explicar el menor costo de capital en las EF. Las EF se financian con recursos propios, deuda, emisión de acciones, en su orden (Myers & Majluf, 1984). En este sentido, los costos diferenciales de estas fuentes de capital pueden conducir a un menor costo de capital. De otra parte, las EF tienden a concentrar sus esfuerzos en el largo plazo (Anderson, Mansi, & Reeb, 2003; Lumpkin, Brigham, & Moss, 2010), esto también puede influir en el costo de capital dado que el riesgo marginal de las inversiones en el largo plazo se reduce (McNulty, Yeh, Schulze, & Lubatkin, 2002; Zellweger, 2007). Además de que, dada la naturaleza de sus accionistas, una buena parte de su capital es paciente

(Ward & Aronoff, 1991), por lo tanto, sus accionistas son menos propensos a exigir rendimientos altos en el corto plazo (de Visscher et al., 2016; Teece, 1992; Ward & Aronoff, 1991; Zellweger, 2007).

La preocupación por la reputación de la empresa y la familia, la presencia de la familia en la alta dirección y la menor diversificación en los negocios también pueden afectar el costo de capital. La preocupación por la reputación de la empresa y de la familia (Anderson et al., 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2005) tiende a generar relaciones de confianza con todos los grupos de interés (Anderson et al., 2003) que puede reducir los conflictos de agencia. De igual forma, la presencia de miembros de la familia en la alta dirección permite un mejor monitoreo de la gestión. Finalmente, la menor diversificación en los negocios de las EF (Anderson et al., 2003; Boubakri, Guedhami, & Mishra, 2010) permite a estas empresas concentrarse en negocios que conocen bien.

Múltiples estudios han encontrado que las políticas corporativas y los resultados de estas son diferentes en los mercados emergentes en comparación con los países desarrollados (Prommin, Jumreornvong, & Jiraporn, 2014). Este estudio contribuye a extender la literatura sobre el papel del gobierno corporativo y el control familiar en el costo de capital en mercados emergentes. A nuestro conocimiento este es el primer estudio del tipo en Latinoamérica. De esta forma, los resultados encontrados para el mercado colombiano pueden arrojar luz sobre la relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital en otros mercados latinoamericanos donde existen similitudes en cuanto a gobierno corporativo y control familiar.

Este documento continúa de la siguiente forma. En la segunda sección se presenta el tema de investigación. Las hipótesis planteadas para el mercado colombiano se presentan en la tercera sección. A continuación, en la cuarta sección, se presenta el marco teórico que da cuenta de la revisión de literatura sobre el tema de investigación (revisión del concepto de gobierno corporativo, contextualización de la reglamentación en materia de gobierno corporativo en Colombia, estudios que abordan la relación del gobierno corporativo y del control familiar con el costo de capital) y de otros aspectos relevantes para este trabajo (estudios enfocados en la estimación del costo de capital y teoría de la agencia). En la quinta sección se presenta la metodología de investigación. Los resultados y la discusión de estos se presentan en la sexta sección. Finalmente, en las secciones

séptima y octava se presentan las conclusiones e implicaciones prácticas y las limitaciones e investigaciones futuras.

## **2. Tema de investigación**

Con base en la teoría y estudios previos donde se ha sugerido que el gobierno corporativo y el control familiar pueden afectar el costo de capital (Ashbaugh et al., 2004; Attig, Guedhami, & Mishra, 2008; Boubakri et al., 2010; Bozec & Bozec, 2010; Bozec, Laurin, & Meier, 2014; Byun, Kwak, & Hwang, 2008; Chen, Chen, & Wei, 2009; Cheng, Collins, & Huang, 2006; Ebihara, Kubota, Takehara, & Yokota, 2014; Pham, Suchard, & Zein, 2012; Tran, 2014; Zhu, 2014), este trabajo busca determinar la relación del gobierno corporativo y del control familiar con el costo de capital en empresas listadas en la BVC durante el periodo 2008-2014. A continuación, se presenta la delimitación de la investigación.

### **2.1. Planteamiento del problema**

Múltiples estudios han mostrado el bajo porcentaje de EF que son capaces de pasar a segunda y tercera generación (Gallo, Klein, Montemerlo, Tomaselli, & Cappuyns, 2009). De forma general, existen consenso en que solo cerca del 33% de EF logran pasar a segunda generación, en tanto que solo cerca del 12% y el 3% alcanzan la tercera y cuarta generación, respectivamente (Credit Suisse, 2015). Estos porcentajes tan bajos de supervivencia están relacionados con el manejo inadecuado de las dinámicas propias de las EF (Rivera & Israel, 2013). En las empresas familiares conviven tres subsistemas, negocio, propiedad y familia que se superponen de forma constante (Tagiuri & Davis, 1996). Como resultado de esta superposición, las EF deben afrontar los problemas propios de la gestión de cualquier empresa de la mano con los riesgos inherentes a las relaciones familiares (Guzmán & Trujillo, 2012; Suárez & Santana-Martín, 2004), condición que genera desafíos para los sistemas de gobierno corporativo en las EF (Mustakallio, Autio, & Zahra, 2002).

De acuerdo con el informe de Credit Suisse (2015), entre las problemáticas de gobernanza que enfrentan las EF se tiene: (a) los accionistas minoritarios experimentan dificultades para supervisar a los accionistas controlantes quienes son a la vez propietarios y administradores; (b) falta de auténtica independencia de las juntas directivas; y (c) vinculación de familiares excesivamente remunerados y poco calificados, entre otros. Dados los problemas de gobernanza, existe una tendencia creciente en la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo como una herramienta que puede ayudar a



afrontar las dinámicas emocionales y empresariales de propias de las EF (Suárez & Santana-Martín, 2004).

A pesar de los avances realizados en materia de gobierno corporativo en Colombia<sup>6</sup>, son escasos los trabajos que comprueben o refuten el avance teórico y la evidencia empírica desarrollada en otros países con relación a los posibles beneficios derivados de la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo (mejor desempeño, menor costo de capital, mayor acceso a financiamiento). De esta forma, la tendencia en la adopción de prácticas de gobierno corporativo en el mercado colombiano viene marcada por los resultados encontrados para mercados que presentan características muy diferentes, principalmente, Estados Unidos, Europa, y más reciente, Asia.

## 2.2. Preguntas de investigación

Este trabajo está direccionado por la siguiente pregunta de investigación:

- ¿Cuál es el efecto del control familiar y del gobierno corporativo en el costo de capital?

De la pregunta anterior, se desprenden cuatro preguntas específicas que guían la investigación.

- ¿Las EF disfrutan de menor costo de capital en comparación con las ENF?
- ¿La posición que ocupa (primero o segundo) un grupo familiar como accionista controlante se relaciona con un menor costo de capital?
- ¿Las empresas con mayores mediciones de gobierno corporativo presentan menor costo de capital?
- ¿Cuáles son los grupos de prácticas de gobierno corporativo que inciden en el costo de capital?

---

<sup>6</sup> El estado colombiano en alianza con el sector privado ha liderado iniciativas de gobierno corporativo para diseñar e incorporar en las empresas códigos específicos de gobierno corporativo, entre ellos: los Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo, el Código marco de buen gobierno corporativo para pequeñas y medianas empresas, la Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia y el Código País. Estos códigos han sido acompañados por desarrollos en materia de regulación mediante diferentes leyes y decretos, generalmente dirigidos a los participantes del mercado de valores.

### **2.3. Objetivos de la investigación**

El objetivo general de este trabajo fue determinar la relación de la adopción de prácticas de gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital en empresas listadas en la BVC durante el periodo 2008-2014.

Para lograr este objetivo se plantearon tres objetivos específicos:

- Caracterizar las empresas colombianas inscritas en el RNVE en cuanto gobierno corporativo, control familiar y costo de capital
- Identificar y cuantificar la relación existente entre la adopción de prácticas de gobierno corporativo y el costo de capital
- Identificar y cuantificar la relación existente entre el control familiar y el costo de capital

### **2.4. Justificación de la investigación**

El gobierno corporativo contribuye a disminuir los efectos de las crisis y a garantizar la estabilidad de los mercados financieros (Mitton, 2002). En este sentido, su estudio ha cobrado mayor importancia luego de las recientes crisis financieras y los escándalos empresariales en diferentes lugares del mundo (Claessens & Yurtoglu, 2013). El mercado colombiano no ha sido ajeno a las crisis y a los escándalos empresariales, por lo tanto, se han realizado avances en cuanto a regulación y promulgación de buenas prácticas de gobierno corporativo. De acuerdo con la Superintendencia Financiera de Colombia (2010), estos avances han generado una mayor conciencia acerca del valor que agrega el buen gobierno a las empresas y a su desarrollo ordenado y exitoso.

Sin embargo, el desarrollo de evidencia empírica que valide la importancia del gobierno corporativo no ha ido de la mano con los avances en materia de gobierno corporativo, por lo tanto, en muchas ocasiones las empresas aplican o dicen aplicar buenas prácticas de gobierno corporativo sólo por cumplir con los requisitos que les imponen. El estudio de los posibles efectos del gobierno corporativo en el costo de capital ayudará a la consolidación de la regulación y desarrollos existentes en Colombia, ya que puede servir como un incentivo adicional para que los empresarios se decidan a implementar dichas prácticas. Todo esto, teniendo presente que el costo de capital es uno de los factores principales para la determinación del valor de la empresa (Mascareñas, 2013).

De otra parte, son múltiples los estudios que muestran la importancia de la EF en la economía mundial (Claessens et al., 2000; Faccio & Lang, 2002; IFERA, 2003; Mandl, 2008). En Colombia, el 46% de las empresas que reportaron información en 2011 fueron EF (Superintendencia de Sociedades, 2012). Sin embargo, estudios anteriores han mostrado que este porcentaje es cercano al 70% (Superintendencia de Sociedades, 2006). Otros estudios han mostrado que las EF listadas en Colombia superan el 50%. (González, Guzmán, Pombo, & Trujillo (2012): 56.6%, Gómez-Betancourt, López, Betancourt, & Millán (2012): 56%. Estas cifras muestran que las EF son un actor importante de la dinámica empresarial colombiana.

Las EF son estructuras organizacionales que difieren sustancialmente de las ENF. En la literatura se encuentra evidencia que soporta diferencias entre EF y ENF, en aspectos como el desempeño económico (Anderson & Reeb, 2003; Andres, 2008; McConaughy, Walker, Henderson, & Mishra, 1998), valor de mercado (Barontini & Caprio, 2006; McConaughy et al., 1998; Villalonga & Amit, 2006), estructura de capital (González, Guzmán, Pombo, & Trujillo, 2013; Mishra & McConaughy, 1999), políticas de compensación (Kole, 1997) y de dividendos (González, Guzmán, Pombo, & Trujillo, 2014; Villalonga & Amit, 2006), gobierno corporativo (Carney, 2005; San Martin-Reyna & Duran-Encalada, 2012; Villalonga, Amit, Trujillo, & Guzmán, 2015) y horizontes en las inversiones (Ward, 1997; Zellweger, 2007), entre otros.

Dada la importancia de las EF en la economía y las diferencias sustanciales entre EF y ENF se requiere del desarrollo de trabajos empíricos que generen luces acerca del comportamiento de la EF, particularmente, en mercados donde tienen una participación importante, como es el caso colombiano. No obstante, a pesar del creciente interés por estudiar aspectos financieros en las EF (Villalonga et al., 2015), es poca la evidencia empírica que se ha centrado en analizar la influencia de la propiedad y el control familiar en el costo de capital. En este sentido, este trabajo permitirá entender de mejor manera la forma en que interactúa el control familiar y el gobierno corporativo con el costo de capital, de tal forma, que los propietarios y a los administradores puedan tomar mejores decisiones.

### 3. Hipótesis

Este trabajo buscó soportar las siguientes hipótesis en el contexto colombiano.

**H<sub>1</sub>:** Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo está relacionada con un menor costo de capital.

**H<sub>1a</sub>:** Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo en cuanto a protección de los derechos de los accionistas está relacionada con un menor costo de capital.

**H<sub>1b</sub>:** Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo en cuanto a junta directiva está relacionada con un menor costo de capital.

**H<sub>1c</sub>:** Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo en cuanto a divulgación de información está relacionada con un menor costo de capital.

**H<sub>2</sub>:** El control familiar está asociado con un menor costo de capital (efecto de alineamiento).

**H<sub>2a</sub>:** La presencia de una familia como principal accionista controlante está asociada con un menor costo de capital (efecto de alineamiento).

**H<sub>2b</sub>:** La presencia de una familia como segundo accionista controlante está asociada con un menor costo de capital cuando el primer accionista es también una familia (efecto de alineamiento).

Más adelante, en los numerales 4.3 y 4.4 se presenta la revisión de la literatura que origina dichas hipótesis.

#### **4. Marco Teórico**

En este capítulo se presenta el marco teórico que da cuenta de la revisión de literatura sobre el tema de investigación y de otros aspectos relevantes para este trabajo. Esta sección comienza con una revisión del concepto de gobierno corporativo. Posteriormente, se presenta una contextualización de la reglamentación en materia de gobierno corporativo en Colombia. Seguido a esto, se presenta una revisión de estudios que abordan la relación del gobierno corporativo y del control familiar con el costo de capital. El marco teórico continúa con una revisión de estudios enfocados en la estimación del costo de capital y finaliza con los principales aspectos de la teoría de la agencia.

##### **4.1. El concepto de gobierno corporativo**

El gobierno corporativo está relacionado con el poder y la influencia en los procesos de decisión en las organizaciones (Aguilera & Jackson, 2010). Estos procesos dependen de la capacidad que tienen los diferentes grupos de interés para influenciar en las decisiones organizacionales (Jeffers, 2005). Es decir, dependiendo del poder que posee cada grupo de interés hace uso de los mecanismos disponibles para controlar la gestión, de tal forma que sus intereses sean protegidos (John & Senbet, 1998).

En este sentido, el gobierno corporativo asegura que los principales grupos de interés reciban información confiable acerca de la empresa y conduce a los administradores a maximizar el valor de la empresa en lugar de la búsqueda de objetivos personales (Luo, 2005). Aunque existe una amplia variedad de definiciones de gobierno corporativo, es posible ubicar estas en algún punto entre dos extremos conceptuales que están relacionados con el poder que ostenta cada grupo de interés en la estructura del gobierno corporativo.

En el primer extremo conceptual se encuentra el modelo de gobierno corporativo centrado en los accionistas, donde se asume que las empresas surgen para maximizar la utilidad de sus inversionistas (Jeffers, 2005). Desde esta visión, el gobierno corporativo se encarga de encontrar los medios adecuados para garantizar el retorno de la inversión a quienes suministran el capital (Shleifer & Vishny, 1997). En este modelo el gobierno corporativo es concebido como una forma de afrontar los problemas de agencia que se originan en la separación de la propiedad y el control (Tirole, 2001). De esta forma, los administradores actúan como agentes de los inversionistas para tomar las principales

decisiones en la empresa, en tanto que, la junta directiva se encarga de asesorar y controlar dicha gestión (Gillan, 2006).

En el otro extremo conceptual está el modelo de gobierno corporativo centrado en los grupos de interés, donde la estructura de control es valorada por el impacto en el bienestar de todos los grupos de interés (Tirole, 2001). Desde esta visión, se busca el diseño de un mecanismo que garantice una conducta correcta de la administración, tanto hacia los accionistas como hacia los empleados, los proveedores, los clientes, el Estado y la sociedad en general (Williamson, 1984).

En el modelo centrado en los grupos de interés, el eje central está en la interrelación de los individuos y grupos internos (junta directiva, accionistas, empleados, administradores, comités, etc.) con los individuos o grupos que tienen intereses externos (acreedores, inversores potenciales, consumidores, Estado, sociedad, etc.) (Du Plessis, Hargovan, & Bagaric, 2010). Desde esta perspectiva, el gobierno corporativo no es una concepción unilateral, todo lo contrario, es un proceso de identificación, análisis y respuesta por parte de las empresas a las responsabilidades sociales, políticas y económicas; que pueden haber sido definidas a través de leyes y políticas públicas, expectativas de los grupos de interés, actos voluntarios derivados de los valores corporativos y estrategias de negocios propias de las empresas (Post, 2000).

#### **4.2. Gobierno corporativo en Colombia**

A continuación, se presentan las principales disposiciones de gobierno corporativo que existen en el mercado colombiano. Para ello, se sigue un enfoque Hard Law- Soft Law<sup>7</sup>. En Colombia las disposiciones de gobierno corporativo de tipo Hard Law se encuentran dispersas en diferentes Leyes, Decretos y Resoluciones. Entre otros, se pueden

---

<sup>7</sup> Aunque el criterio más utilizado para distinguir los conceptos de Hard Law y Soft Law es la obligatoriedad (Hard Law) o no en su cumplimiento (Soft Law), es pertinente resaltar que existen definiciones más rigurosas para ubicar una práctica como Hard Law o Soft Law. Por ejemplo, Abbott & Snidal (2000) definen tres dimensiones para distinguir entre estos dos términos: (a) precisión de la norma; (b) obligatoriedad; y (c) delegación de la toma de decisiones en un tercero. De acuerdo con Abbott y Snidal, Hard Law se refiere a disposiciones vinculantes que son precisas y que, adicionalmente, han sido delegadas a un tercero para su interpretación y verificación del cumplimiento. En tanto que Soft Law se refiere a disposiciones que son débiles a lo largo de al menos una de estas tres dimensiones.

mencionar: (a) Código de Comercio, Libro Segundo, Títulos I y VI; (b) Ley 222 de 1995, Título I; (c) Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, Parte III, Capítulo VIII; y (d) Ley 964 de 2005. En tanto que las disposiciones de tipo Soft Law están plasmadas en dos códigos de gobierno corporativo. De una parte, se encuentra el Código País que está dirigido a emisores de valores. De otra parte, está la Guía Colombiana de Gobierno Corporativo que va enfocada a sociedades cerradas y de familia.

Es importante mencionar que, en comparación con las empresas cerradas y de familia, las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)<sup>8</sup> están sometidas a una mayor regulación en cuanto a gobierno corporativo. No obstante, existen disposiciones que son obligatorias tanto para emisores como para empresas cerradas y de familia; esto depende del tipo de sociedad.

#### **4.2.1. Disposiciones de gobierno corporativo de tipo Hard Law**

La normatividad relacionada con la adopción de prácticas de gobierno corporativo en Colombia cobró mayor importancia con la aparición de inversiones provenientes de los fondos privados de pensiones en empresas listadas en la BVC. La Resolución 275 de 2001, de la entonces Superintendencia de Valores<sup>9</sup>, establece los requisitos que deben cumplir los emisores de valores para que los fondos de pensiones puedan invertir en sus títulos valores. Entre estos se destaca: (a) tener al menos el 20% del total de sus acciones en manos de inversionistas diferentes del grupo o personas que los controlen; (b) adoptar mecanismos para garantizar los derechos de todos los accionistas e inversores (evaluación y el control de la dirección, tratamiento de conflictos de interés relacionados con la propiedad y el control, identificación de los principales riesgos del emisor,

---

<sup>8</sup> El RNVE tiene por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores clases y tipos de valores.

<sup>9</sup> La Superintendencia Bancaria se fusionó con la Superintendencia de Valores dando origen la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Esta nueva entidad es la encargada de supervisar el sistema financiero colombiano con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza. Así como, promover, organizar y desarrollar el mercado de valores colombiano y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados. En este documento cuando se menciona Superintendencia Bancaria o Superintendencia de Valores se está haciendo referencia a documentación o procesos de estas entidades que actualmente se encuentran bajo el alcance de la SFC.

transparencia en la elección del revisor fiscal, entre otros); y (c) establecer parámetros mínimos de divulgación de información que debe ser entregada a los accionistas, al mercado y al público en general. Como complemento a estos parámetros mínimos de divulgación se encuentra la Resolución 932 de 2001 de la Superintendencia de Valores que establece para las empresas inscritas en el RNVE la obligación de divulgar, como información eventual, todo hecho relevante respecto del emisor, sus negocios y sus valores registrados.

La Resolución 116 de 2002 está dirigida a las empresas sometidas al control de la Superintendencia de Valores. Esta resolución define una serie de prácticas consideradas como ilegales, no autorizadas e inseguras en relación con la representación de accionistas, entre ellas: (a) sugerir o determinar el nombre de quienes actuarán como apoderados en las asambleas a los accionistas; (b) recomendar a los accionistas que voten por determinada lista; (c) sugerir, coordinar o convenir con cualquier accionista o con cualquier representante de accionistas, la presentación en la asamblea de propuestas que hayan de someterse a su consideración; y (d) sugerir, coordinar o convenir la votación a favor o en contra de cualquier proposición que se presente en la misma.

La Resolución 157 de 2002 de la Superintendencia de Valores se enfoca en conductas consideradas contrarias a los usos sanos y prácticas del mercado de valores. En esta resolución se prohíben las transacciones que tengan como resultado: (a) afectar la libre formación de los precios en el mercado de valores; (b) manipular el precio o la liquidez de los valores; (c) aparentar ofertas o demandas de valores; (d) modificar artificialmente el precio, oferta, o demanda de determinado valor; (e) obstaculizar la posibilidad de otros para interferir ofertas sobre valores; y (f) hacer fluctuar artificialmente la cotización de determinado valor.

La Ley 795 de 2003 expedida por el Congreso de Colombia está dirigida a las empresas vigiladas por la Superintendencia Bancaria y establece reglas de conducta y obligaciones legales para los administradores, directores, representantes legales, revisores fiscales y funcionarios de estas empresas, indicando que estos deben obrar no sólo dentro del marco de la ley, sino dentro del principio de la buena fe y de servicio al interés público. Para ello, establece que todo funcionario con acceso a información privilegiada tiene el deber legal de abstenerse de realizar cualquier operación que dé lugar a conflictos de interés.



La independencia de la junta directiva es considerada de gran importancia entre las prácticas de gobierno corporativo. En este sentido, la Ley 795 de 2003 establece que dicho órgano de gobierno, en empresas vigiladas por la Superintendencia Bancaria, esté conformado mayoritariamente por miembros no vinculados laboralmente con la empresa. En tanto, la Ley 964 de 2005 del Congreso de Colombia establece para los emisores de valores que las juntas directivas se compongan por un mínimo de cinco (5) y un máximo de diez (10) miembros principales, donde al menos el veinticinco por ciento (25%) de estos deberán ser miembros independientes.

La Ley 964 de 2005 es considerada como uno de los mayores esfuerzos en cuanto a regulación de gobierno corporativo en Colombia. En ella se introducen cambios para proteger los derechos de los inversionistas, promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores y la confianza del público en el mismo. Dentro de los principales aportes al desarrollo de gobierno corporativo se destaca: (a) las empresas inscritas en el RNVE podrán adoptar sistemas de votación diferentes del cuociente electoral para la elección de miembros de la junta directiva, siempre que los accionistas minoritarios aumenten el número de miembros de junta directiva con el nuevo sistema; (b) cuando un grupo de accionistas que represente al menos el cinco por ciento (5%) de las acciones suscritas presente propuestas a la junta directiva, dichos órganos deberán considerarlas y responderlas por escrito, indicando claramente las razones que motivaron las decisiones; (c) los acuerdos entre accionistas deberán divulgarse al mercado una vez sean suscritos; (d) cuando existan miembros suplentes en la junta estos deberán ser independientes si sustituyen a miembros principales independientes; (e) quien tenga la calidad de representante legal de la entidad no podrá desempeñarse como presidente de la junta directiva; y (f) es obligatorio constituir un comité de auditoría con por lo menos tres (3) miembros de la junta directiva donde se incluya a todos los independientes, el presidente de dicho comité deberá ser un miembro independiente.

La Resolución 2375 de 2006 de la SFC define estándares para homogenizar el contenido y la presentación de los prospectos de información para emisión de valores. Define que el emisor deberá incluir en el prospecto toda aquella información que resulte necesaria para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca de las condiciones y características del valor que se ofrece. El Decreto 2955 de 2010 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público va dirigido a sociedades administradoras de fondos de

pensiones y cesantías (AFP). En este se establece la necesidad de contar con políticas de inversión y asignaciones estratégicas de activos claramente definidas y aprobadas por su junta directiva. También establece la prohibición para las AFP de solicitar información que no tenga carácter público y/o de impartir instrucciones respecto de la forma de ejercer su cargo a los miembros de junta directiva en emisores de valores que hayan sido elegidos con su concurso.

Para las sociedades cerradas y de familia, la mayor parte de las disposiciones en materia de gobierno corporativo se concentran en el comportamiento de los administradores. No obstante, estas disposiciones también son aplicables, en su mayoría, a los emisores de valores. La Circular Externa 100-006 de 2008 de la Superintendencia de Sociedades es una compilación del decreto 410 de 1971 (donde se expide el Código de Comercio) y la Ley 222 de 1995, en cuanto al régimen aplicable a los administradores. En esta circular se definen los deberes y prohibiciones aplicables para los administradores y se hace especial énfasis en el tratamiento en caso de conflictos de interés. En este sentido, el Decreto 1925 de 2009 del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, hace responsable a los administradores por los perjuicios que ocasione a los socios, a la empresa o a terceros producto de actuaciones relacionadas con conflictos de interés.

#### **4.2.2. Disposiciones de gobierno corporativo tipo Soft Law**

Las disposiciones de gobierno corporativo de tipo Soft Law están definidas en el código de gobierno corporativo Código País y en la Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia. El primer documento está dirigido a las empresas que se encuentran inscritas en el RNVE, en tanto que el segundo es específico para sociedades cerradas y de familia. El Código País se desarrolló mediante una iniciativa liderada por la SFC que contó con un trabajo conjunto de diferentes sectores, entre ellos: Asociación Nacional de Industriales (ANDI), Asociación Gremial Financiera Colombiana (Asobancaria), Asociación de Fiduciarias de Colombia (Asofiduciarias), Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantía (Asofondos), BVC, Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (Confecámaras) y la Federación de Aseguradores Colombianos (Fasecolda).

El Código País fue promulgado en 2007 mediante la Circular Externa 028 de la SFC. Este código contempla 41 prácticas, agrupadas en cuatro aspectos esenciales del gobierno

corporativo: (a) asamblea general de accionistas, comprende prácticas relacionadas con el proceso de convocatoria y celebración de la asamblea, además de prácticas para garantizar un trato equitativo hacia los accionistas; (b) junta directiva, incluye prácticas referentes al tamaño, conformación y funcionamiento de este órgano de gobierno. También contempla la existencia y funcionamiento de comités que apoyan la gestión de la junta directiva, tales como el comité de gobierno corporativo, comité de auditoría y el comité de nombramientos y retribuciones; (c) revelación de información financiera y no financiera, comprende prácticas de divulgación de información para permitir a los grupos de interés y al mercado en general un conocimiento apropiado sobre la situación de la empresa, de tal forma que dispongan de elementos de juicio suficientes para la toma de decisiones de manera informada; y (d) resolución de controversias, contempla prácticas para permitir una pronta y efectiva solución de las controversias que se puedan presentar con ocasión de las relaciones entre el emisor, sus accionistas y sus administradores.

En 2014 se realizó una actualización del Código País con el objetivo de adecuarlo a los desarrollos del gobierno corporativo a nivel mundial. El ámbito de aplicación sigue siendo las empresas inscritas en el RNVE, pero ahora contempla 33 prácticas que agrupan 148 recomendaciones de buen gobierno corporativo. En la Circular 028 de 2014<sup>10</sup> de la SFC se promulgó la siguiente estructura para el nuevo Código País: (a) derechos y trato equitativo de los accionistas, se reconocen una serie de derechos de propiedad que son considerados clave (influir en la sociedad a través de su participación y voto en la asamblea, recibir y solicitar información, participar en los beneficios de la sociedad o en su defecto, responder ante las pérdidas); (b) asamblea general de accionistas, contempla prácticas para revitalizar el papel de la asamblea como un órgano de gobierno y de control efectivo de los administradores; (c) junta directiva, contempla un adecuado equilibrio en la delegación de las funciones de la junta directiva, de tal forma que se garantice el cumplimiento de las funciones esenciales en este órgano de gobierno (funciones generales de definición estratégica, supervisión de materias clave, control del giro ordinario de los negocios y del gobierno); (d) arquitectura de control, bajo este concepto se integra el ambiente de control, gestión de riesgos, sistemas de control

---

<sup>10</sup> Las empresas seguirán reportando la información de gobierno corporativo bajo las recomendaciones del Código País 2007, a partir del 2015 deberán hacerlo bajo la actualización del Código País presentada en 2014.

interno, cumplimiento, información y comunicación y monitoreo. De tal forma que la empresa cuente con una estructura, políticas y procedimientos que provean una seguridad razonable en relación con el logro de los objetivos propuestos; y (e) transparencia e información financiera y no financiera, en este nuevo código la transparencia ha evolucionado desde el concepto de un derecho de los accionistas que las empresas voluntariamente atendían más allá de los mínimos de información recogidos en las leyes mercantiles, hacia un deber de las empresas.

El nuevo Código País sigue manteniendo el principio “cumpla o explique”, las recomendaciones son de adopción voluntaria. De igual forma, se mantiene la obligación de informar al mercado el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo mediante el diligenciamiento y remisión anual a la SFC de la encuesta código país. Se destaca en el nuevo Código País la obligación, para las empresas inscritas en el RNVE, de incluir en los estatutos una cláusula donde sus administradores y funcionarios estén obligados a cumplir las recomendaciones que voluntariamente ha adoptado cada empresa (SFC, 2014).

Generalmente, las disposiciones en materia de gobierno corporativo se dirigen a emisores de valores. No obstante, ha surgido un mayor interés por fortalecer el gobierno corporativo en empresas cerradas, principalmente apoyado por países de Europa (Cámara de Comercio de Bogotá, Supersociedades, & Confecámaras, 2009). La Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia es un ejemplo de esta situación. Tiene su origen en el programa de gobierno corporativo de Confecámaras<sup>11</sup>, un programa dirigido a las pymes familiares y que tiene como objetivo aumentar la competitividad y sostenibilidad de este segmento de empresas por medio de la adopción de buenas prácticas en temas clave como la dirección, toma de decisiones, administración de riesgos y conflictos entre socios. Como resultado de este programa, desde 2009, Colombia cuenta con 36 recomendaciones de gobierno corporativo dirigidas a pymes familiares. Estas recomendaciones se encuentran agrupadas en cinco módulos: (a) control de gestión, identifica una serie de prácticas en diferentes áreas (estrategia,

---

<sup>11</sup> Este programa es una iniciativa de Confecámaras en conjunto con las Cámaras de Comercio de Barranquilla, Bogotá, Bucaramanga, Cali, Cartagena, Pereira y Santa Marta. Esta iniciativa cuenta con el apoyo de la Secretaría de Estado para Asuntos Económicos de la Confederación Suiza (SECO) y el Centro Internacional para la Empresa Privada (CIPE).

presupuestos, riesgos, medidas correctivas, indicadores de gestión) para garantizar el control de la gestión; (b) máximo órgano social, incluye adopción para promover la participación de los accionistas en la asamblea y la transparencia en los procesos que se llevan a cabo en este órgano de gobierno; (c) administradores, considera prácticas que establecen de forma específica las funciones de cada órgano de la sociedad, además de plantear recomendaciones para la conformación y funcionamiento de la junta directiva; (d) revelación de información, establece la información que deben revelar los administradores respecto a su gestión; y (e) sociedades de familia, establece la creación de dos órganos adicionales de gobierno corporativo, la asamblea y el consejo de familia. A su vez, establece las funciones de estos órganos, se destaca entre ellas, la definición de un protocolo familiar.

#### **4.3. Gobierno corporativo y costo de capital**

El gobierno corporativo, como una herramienta que genera valor para los accionistas, ha tenido un gran interés en la investigación relacionada con las finanzas corporativas (Pham et al., 2012). Su importancia radica en diversos mecanismos que ayudan a mitigar los problemas de agencia entre accionistas y administradores (Fama & Jensen, 1983). Por ejemplo, cuando la asimetría de información es alta, los inversionistas tienden a exigir una prima adicional en el rendimiento por asumir dicho riesgo (Ashbaugh et al., 2004). No obstante, la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo puede reducir los riesgos que asumen los inversionistas, de forma tal, que estarían dispuestos a bajar sus expectativas de rentabilidad (Zhu, 2014).

La teoría y evidencia empírica sugieren una relación entre la calidad del gobierno corporativo y el costo de capital (Cheng et al., 2006). De acuerdo con Cheng et al. (2006) el gobierno corporativo puede disminuir el costo de capital de tres formas: (a) al reducir el riesgo no diversificable de expropiación por parte de los accionistas controlantes; (b) al reducir el costo de monitorear la gestión de los administradores; y (c) al limitar el uso de información privilegiada.

Los trabajos empíricos que han abordado la relación entre el gobierno corporativo y el costo de capital son abundantes, principalmente en Estados Unidos y Europa. Estos trabajos analizan diferentes atributos de gobierno, considerados como adecuados y, por lo tanto, son recomendados en códigos de gobierno corporativo o incorporados en la

legislación. Una parte considerable de los trabajos que estudian la relación gobernanza-coste de capital se ha concentrado en el análisis de tres grupos de prácticas: (a) protección de los accionistas, (b) junta directiva, y (c) divulgación de información. Trabajos como los de Ashbaugh et al. (2004), Cheng et al. (2006), Byun (2008), Chen, Chen, & Wei (2009), Bozec & Bozec (2010), Pham et al. (2012), Bozec, Laurin, & Meier (2014), (Tran, 2014), y Zhu (2014), entre otros, han soportado la idea de que las buenas prácticas de gobierno corporativo reducen el riesgo de agencia a los inversionistas, resultando esto en un menor costo de capital para las empresas.

Con base en los estudios anteriores que aportan evidencia acerca de una relación inversa entre las prácticas de gobierno corporativo y el costo de capital se planteó la siguiente hipótesis para el mercado colombiano.

**H<sub>1</sub>:** Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo está relacionada con un menor costo de capital.

Como se indicó anteriormente, gran parte de la literatura que estudia la relación entre el gobierno corporativo y el costo de capital se ha concentrado, principalmente, en tres grupos de prácticas (protección de los accionistas, junta directiva, y divulgación de información). Por su alta importancia en la literatura, a continuación, se presenta una revisión específica sobre el efecto de estas prácticas de gobierno en el costo de capital.

#### **4.3.1. Protección de los derechos de los accionistas y costo de capital**

Los accionistas minoritarios son vulnerables ante posibles expropiaciones cuando los accionistas controlantes tienen control en exceso respecto a su participación en la estructura de propiedad (Attig et al., 2008). El riesgo de expropiación puede incidir en el costo de capital dado que los inversionistas que perciben este riesgo tienden a ajustar al alza sus exigencias de rentabilidad (Guedhami & Mishra, 2009). El gobierno corporativo es una herramienta eficaz para garantizar los derechos de los accionistas (Byun et al., 2008; Chen et al., 2009), cuando se adoptan buenas prácticas de gobierno se permite a los accionistas un mejor monitoreo de la gestión que limita posibles comportamientos oportunistas o ineficientes por parte de los administradores o de los accionistas controlantes (Ashbaugh et al., 2004).

Un elemento clave para garantizar los derechos de los accionistas es la presencia de grandes accionistas en la estructura de propiedad. Ashbaugh et al. (2004) encontraron que cuando existen estructuras de propiedad concentradas, los grandes accionistas ayudan a mitigar los problemas de agencia, situación que se traduce en un menor costo de capital. Resultados similares fueron presentados por Attig et al. (2008) y Guedhami & Mishra (2009). Específicamente, Attig et al. (2008) mostraron que la presencia, el número y la participación en los derechos de voto de grandes accionistas (diferentes al accionista controlante) reducen el costo de capital. Por su parte, Guedhami & Mishra (2009) encontraron que las empresas donde el accionista controlante posee control en exceso presentan mayor costo de capital.

De otra parte, Chen et al. (2009) evidenciaron que el gobierno corporativo tiene un efecto negativo más pronunciado en el costo de capital en países que cuentan con pobre protección de los derechos de los accionistas. Entre tanto, Byun et al. (2008) mostraron que la protección de los derechos de los accionistas es el grupo de prácticas de gobierno corporativo que más incidencia tienen en la reducción del costo de capital. En el mismo sentido, otros estudios han encontrado que, a mayor protección de los derechos de los accionistas se observa un menor costo de capital (Bozec & Bozec, 2010; Bozec et al., 2014; Cheng et al., 2006; Pham et al., 2012).

Teniendo como base los estudios anteriores donde se aporta evidencia acerca de una relación inversa entre la protección de los derechos de los accionistas y el costo de capital se planteó la siguiente hipótesis para el mercado colombiano.

**H<sub>1a</sub>:** Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo en cuanto a protección de los derechos de los accionistas está relacionada con un menor costo de capital.

#### **4.3.2. Junta directiva y costo de capital**

Un elemento clave del gobierno corporativo es la junta directiva. En este órgano de gobierno recaen funciones importantes como (a) garantizar la calidad e integridad de la información que los administradores entregan a los accionistas (Upadhyay & Sriram, 2011) y (b) supervisar de forma independiente la gestión de los administradores (Ashbaugh et al., 2004). La independencia y el tamaño son las características de la junta

directiva que mayor atención han recibido en la literatura. En cuanto a los miembros independientes varios trabajos han mostrado que esta clase de miembros son importantes para evitar comportamientos oportunistas de los administradores (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983), mitigar problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios (Anderson & Reeb, 2004), garantizar la protección de los accionistas (Reverte, 2009) y para reducir las probabilidades de fraude (Dunn, 2004) y de dificultades financieras (Elloumi & Gueyie, 2001).

Respecto al tamaño de la junta directiva, la evidencia empírica sugiere que las juntas directivas con pocos miembros están asociadas con buen gobierno corporativo (Yermack, 1996). A su vez, son consideradas más efectivas debido al alto grado de coordinación, facilidad para comunicarse y la rapidez para solucionar problemas (Jensen, 1993; Lipton & Lorsch, 1992).

La calidad de la junta directiva condiciona el gobierno corporativo y a su vez afecta las condiciones en que las empresas acceden a capital externo (Coles, Daniel, & Naveen, 2008). Estudios previos han mostrado que atributos de gobierno corporativo como la independencia y el tamaño de la junta directiva se relacionan de forma negativa con el costo de capital. Por ejemplo, Reverte (2009) analizó cinco atributos de gobierno relacionados con la junta directiva (independencia, tamaño, existencia de comités de auditoría y de remuneraciones, dualidad del CEO e independencia de los comités de auditoría y de remuneraciones) y encontró que las empresas con mejores prácticas en la junta directiva presentan menor costo de capital. Por su parte, Upadhyay & Sriram (2011) encontraron que las empresas con juntas directivas más grandes tienen un menor costo de capital, esta situación se debe a una mayor transparencia de la información que está asociada con el mayor número de miembros en la junta directiva.

Singhal (2014) estudió la dualidad del CEO, la independencia y el tamaño de la junta directiva en relación con el costo de capital y encontró que las juntas directivas independientes ayudan a reducir la percepción de riesgo, situación que conduce a los inversores a exigir menores tasas de retorno sobre el capital. Similares resultados son presentados por Koerniadi & Tourani-Rad (2014), quienes encontraron que el costo de capital es más bajo en las empresas que cuentan con mejores prácticas en la junta directiva.



Con base en los estudios anteriores que aportan evidencia acerca de una relación inversa entre prácticas de gobierno corporativo en la junta directiva y el costo de capital se planteó la siguiente hipótesis para el mercado colombiano.

**H<sub>1b</sub>:** Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo en cuanto a junta directiva está relacionada con un menor costo de capital.

#### **4.3.3. Divulgación de información y costo de capital**

La teoría de la agencia plantea que los administradores pueden divulgar menos información o incluso distorsionarla con el objetivo de ocultar posibles ineficiencias o la obtención de beneficios privados (Prommin et al., 2014). Ante la limitada transparencia de las empresas, el gobierno corporativo se convierte en un herramienta eficaz para proteger los derechos de los accionistas, en especial, de aquellos que no tienen el control de la empresa (Byun et al., 2008). En este sentido, la calidad de la información funciona como un mecanismo de gobierno corporativo que reduce la asimetría de información entre la empresa y sus accionistas (Ashbaugh et al., 2004; Prommin et al., 2014). De esta forma, divulgar información de calidad y en mayores cantidades proporciona a los inversionistas un mejor criterio para determinar el verdadero valor económico de la empresa (Ashbaugh et al., 2004) que se traduce en la reducción de problemas de selección adversa (Prommin et al., 2014).

El efecto de la divulgación de información en el costo de capital ha sido de gran interés en la comunidad financiera (Botosan, 1997). La evidencia sugiere que cuando los inversionistas cuentan con información de calidad perciben un menor riesgo, por lo tanto, estarían dispuestos a exigir una rentabilidad menor por el capital que suministran a la empresa (Zhu, 2014).

Varios estudios han analizado el posible efecto de la divulgación de información en el costo de capital. Por ejemplo, Botosan (1997) analizó la cantidad de información que divulgan las empresas en los reportes anuales y encontró que en las empresas donde sus reportes cuentan con poco cubrimiento por parte de los analistas, la cantidad de información divulgada se relaciona de forma inversa con el costo de capital, en tanto que en las empresas con alto cubrimiento esta relación no es significativa. Esto indica que la

divulgación de información puede funcionar como un sustituto que envía señales al mercado cuando no existe cubrimiento de analistas o este es bajo (Botosan, 1997).

En el mismo sentido, Ashbaugh et al. (2004) mostraron que las empresas con mayor transparencia en la información financiera presentan menor costo de capital. Adicionalmente, Ashbaugh et al. (2004) basados en el supuesto de que la fiabilidad de la información financiera se debe a la calidad y la integridad del proceso de auditoría, encontraron que las empresas con comités de auditoría con mayor cantidad de miembros independientes presentan menor costo de capital.

De otra parte, Francis, Khurana, & Pereira (2005) analizaron si los incentivos a nivel de empresa para divulgar información de forma voluntaria son un mecanismo para reducir el costo de capital en países donde la debilidad de los sistemas financieros y legales podrían limitar la eficacia de divulgar información. Francis et al. (2005) observaron que a mayores necesidades de financiación externa, las empresas presentan mayores niveles de divulgación de información voluntaria, y cuando esto se presenta, dichas empresas se benefician con un menor costo capital.

Por su parte, Byun et al. (2008) observaron que prácticas relacionadas con la transparencia en la gestión, la divulgación de información y la estructura y funcionamiento del comité de auditoría se relacionan con un menor costo de capital. No obstante, el aporte de estas prácticas en dicha reducción no es tan significativo como el encontrado en las prácticas relacionadas con la protección de los derechos de los accionistas. En otro estudio, Bozec & Bozec (2010) evidenciaron que divulgar información relacionada con la estructura, composición y compensación de la junta directiva está asociado con un menor costo de capital.

Entre tanto, Zhu (2014) aportó nueva evidencia en la misma línea de los estudios de Francis et al. (2005) y Hail & Leuz (2006) donde se sugiere que los mecanismos internos (a nivel de empresa) de gobierno corporativo por sí solos no reducen los riesgos para los inversionistas. Zhu (2014) observó que para lograr un impacto significativo en el costo de capital se requiere también de mecanismos externos (a nivel país) que garanticen un marco jurídico estricto, un ambiente de información transparente y un gobierno estable y eficiente.

Con base en los estudios anteriores que aportan evidencia acerca de una relación inversa entre la divulgación de información y el costo de capital se planteó la siguiente hipótesis para el mercado colombiano.

**H<sub>1c</sub>:** Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo en cuanto a divulgación de información está relacionada con un menor costo de capital.

#### **4.4. El efecto de la propiedad y el control familiar en el costo de capital**

Estudios previos han mostrado que la propiedad familiar afecta en diferentes vías el desempeño económico de las empresas. Por ejemplo, Galve & Salas (1993) mostraron que la propiedad familiar es más eficaz para aprovechar las oportunidades del mercado. Sin embargo, estos beneficios no necesariamente se traducen en beneficios económicos, dado que el interés por mantener el control en la familia obliga a las EF a mantener un tamaño inferior al óptimo (Galve & Salas, 1993). En esta misma línea, otros estudios han mostrado que la propiedad familiar afecta el desempeño de la empresa solo si esta es mayoritaria (Gómez-Betancourt et al., 2012). Los estudios anteriores, son buenos ejemplos de que las EF presentan características particulares que las hacen un objeto de estudio atractivo. En las EF se destacan características propias de la familia como la confianza, el altruismo y el paternalismo que generan un ambiente de amor y compromiso hacia la empresa (James, 1999). Pero ¿pueden estas características de la EF conducir a un menor costo de capital? Responder a esta pregunta no es una tarea sencilla, dada la escasa evidencia empírica que ha estudiado la relación entre EF y costo de capital, esto a pesar del creciente interés por estudiar aspectos financieros en las EF (Villalonga et al., 2015). Los trabajos de Attig et al. (2008), Boubakri et al. (2010) y, más recientemente, Ebihara et al. (2014) son algunas excepciones.

Ante esta escasa evidencia, la literatura que muestra como la propiedad y el control familiar afectan los conflictos de agencia puede servir como punto de partida. Dicha literatura muestra que la propiedad y el control familiar pueden tener un efecto de doble vía en los costos de agencia.

De un lado, está el denominado efecto de alineamiento, donde se sugiere que la propiedad en manos de unos pocos accionistas puede generar beneficios para las empresas al reducir los conflictos de intereses entre propietarios y administradores (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976). En el caso de las EF, se ha planteado que “el

control familiar mitiga el problema de agencia entre accionistas minoritarios y las familias controlantes” (Boubakri et al., 2010, p. 454). De esta forma, la disminución de los conflictos de agencia en la EF puede estar asociada con una menor percepción de riesgo que a su vez conduce a un menor costo de capital. De otra parte, está el denominado efecto de atrincheramiento, donde se plantea que “la propiedad familiar puede conducir a un mayor potencial de expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios” (Boubakri et al., 2010, p. 454). Esta situación puede generar una mayor percepción de riesgo que conduce a un aumento en el costo de capital. A continuación, se discuten estas dos situaciones.

#### **4.4.1. Beneficios de la propiedad y el control familiar**

Las diferencias que presentan los grupos familiares respecto a otros accionistas han servido de base en la literatura para explicar el efecto de alineamiento que conduce a la disminución en los conflictos de agencia. Entre estas diferencias se destacan: (a) la naturaleza de los accionistas; (b) horizonte de inversión a largo plazo; (c) la preocupación por la reputación de la empresa y de la familia; (d) la presencia de miembros de la familia en la alta dirección; y (e) la menor diversificación en sus actividades empresariales.

La naturaleza de los accionistas en las EF hace que su estructura de capital sea diferente. Las EF se adhieren firmemente a la teoría de la jerarquización para decidir su estructura de financiamiento (Poutziouris, 2001). De acuerdo con esta teoría, las empresas primero se financian con fondos propios, luego pasan a financiarse mediante deuda (donde usan primero deuda bancaria y luego deuda pública), para finalmente financiarse mediante emisión de acciones (Myers & Majluf, 1984). De igual manera, el hecho de que en las EF la principal fuente de financiamiento sean la o las familias que la componen (Anderson et al., 2003; Poutziouris, 2001) hace que las EF sean más propensas a combinar objetivos monetarios con no monetarios (Adams, Manners, Astrachan, & Mazzola, 2004; Sharma, Chrisman, & Chua, 1997; Ward, 1997; Zellweger, 2006).

Derivado de la naturaleza de los accionistas, se encuentra otro aspecto que diferencia a las EF, el horizonte de inversión. Las familias están más interesadas en la supervivencia de la empresa en el largo plazo para pasarla a sus próximas generaciones (Anderson et al., 2003; Lumpkin et al., 2010). Este horizonte de inversión a largo plazo está relacionado con el capital paciente (Ward & Aronoff, 1991). Estudios han mostrado que debido al capital

paciente las EF tienden a concentrar sus resultados en el largo plazo (Miller & Breton-Miller, 2006; Sirmon & Hitt, 2003; Ward, 1997) y, por lo tanto, son menos propensas a exigir rendimientos altos en el corto plazo (de Visscher et al., 2016; Teece, 1992; Ward & Aronoff, 1991; Zellweger, 2007). A esto se le suma que el riesgo marginal de las inversiones se reduce en el largo plazo (McNulty, Yeh, Schulze, & Lubatkin, 2002; Zellweger, 2007). De igual forma, el horizonte de inversión en el largo plazo, sumado a la alta concentración de la propiedad, permite a las familias monitorear de forma más eficiente a la administración con el objetivo de asegurar que el valor de la empresa se maximice (Boubakri et al., 2010).

Otro aspecto diferencial de las EF es la marcada preocupación por la reputación de la empresa y de la familia (Anderson et al., 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2005). En las EF se infiere que las conductas actuales de la familia hacia los demás grupos de interés tienden a ser similares en el futuro como producto de la permanencia en el largo plazo de la familia en la empresa (Anderson et al., 2003). Por lo tanto, es posible esperar que la propiedad familiar conduzca a la construcción de relaciones de confianza con todos los grupos de interés (Anderson et al., 2003) ya que la naturaleza de largo plazo les permite comprometerse de manera real con los acuerdos realizados con otros grupos de interés (Andres, 2008), situación que se traduce en una mayor credibilidad hacia la EF.

La presencia de miembros familiares en la alta dirección es otro factor diferenciador de la EF. Esto hace que los conflictos entre propietarios y administradores sean menos frecuentes (Boubakri et al., 2010), ya que las familias pueden alinear las acciones de la empresa con sus propios intereses cuando miembros de la familia asumen cargos en la alta dirección (Anderson et al., 2003). De igual forma, la presencia de miembros familiares en la alta dirección permite un mejor monitoreo de la gestión.

Finalmente, la menor diversificación en los negocios es otro aspecto que caracteriza a las EF (Anderson et al., 2003; Boubakri et al., 2010). Dado que una buena parte de la riqueza de la familia está invertida en la EF<sup>12</sup>, las familias tienen mayores incentivos para monitorear de forma adecuada la empresa (Anderson et al., 2003; Andres, 2008; Villalonga & Amit, 2006), esto las lleva a concentrarse en negocios que conocen bien.

---

<sup>12</sup> Por ejemplo, Anderson et al. (2003) estiman que en promedio una familia tiene invertido el 69% de su riqueza en la EF.

En resumen, desde el efecto de alineamiento se sugiere que las familias tienden a maximizar el valor de la empresa (largo plazo) en lugar de maximizar el valor de la acción (corto plazo) cuando estos dos objetivos son divergentes (Anderson et al., 2003). Los aspectos diferenciadores de la EF (naturaleza de los accionistas, horizonte de inversión a largo plazo, preocupación por la reputación de la empresa y de la familia, presencia de miembros de la familia en la alta dirección, menor diversificación en las actividades) pueden conducir a los inversionistas hacia una percepción de riesgo menor y, por lo tanto, es de esperar un menor costo de capital en las EF.

Sin embargo, algunos autores advierten que el hecho de ser una EF no implica de forma automática que se obtengan beneficios derivados de estos aspectos diferenciadores. La forma en que se manejan las relaciones en la familia también afecta los resultados de la empresa. Por ejemplo, McConaughy (1999) planteó la existencia de un efecto familiar vinculado a la calidad de las relaciones entre los miembros de la familia y la empresa que podría influir en el costo de capital en las EF (McConaughy, 1999). En esta línea, de Visscher et al. (2016) sugirió que la cohesión de las familias y su compromiso con la empresa conducen a mejores resultados en comparación con empresas donde las familias se encuentran divididas y reina la desconfianza. Por lo tanto, la cohesión y el compromiso familiar puede conducir a un menor costo de capital dado que en las empresas donde se presentan problemas familiares la probabilidad de que sean mal manejadas es mayor, situación que conduce a un mayor nivel de riesgo (McConaughy, 1999).

#### **4.4.2. Costos de la propiedad y el control familiar**

No obstante, los beneficios de la propiedad y el control familiar, en la literatura se considera el efecto de atrincheramiento como un costo potencial relacionado con la propiedad y el control familiar (Boubakri et al., 2010). Los grupos familiares, como grandes accionistas que son, poseen estructuras de incentivos únicas, fuertes derechos de voto y motivos poderosos para gestionar las empresas de acuerdo a sus necesidades (Anderson et al., 2003). Estos grupos pueden coordinar con mayor facilidad sus acciones (Tran, 2014) y de esta forma, usar su capacidad de controlar la empresa para obtener beneficios a costa de los accionistas minoritarios (Villalonga & Amit, 2006). Por ejemplo, a través de la asignación de dividendos especiales, paquetes de compensación excesivos o evitando asumir riesgos (Anderson et al., 2003).

La propiedad familiar ha sido asociada con una mayor probabilidad de expropiación de los accionistas minoritarios (Almeida & Wolfenzon, 2006; Doidge, Karolyi, Lins, Miller, & Stulz, 2009; Luo, Chung, & Sobczak, 2009). Esta posibilidad de expropiación es más relevante cuando la participación de la familia en la propiedad y en la junta directiva es mayoritaria (Boubakri et al., 2010). Por ejemplo, se ha sugerido que la crisis asiática se profundizó debido a los mecanismos de gobierno corporativo predominantes de la época, los cuales tenían su origen en la concentración de la propiedad y el control en unos pocos grandes accionistas (Boubakri et al., 2010). Por su parte, Andres (2008) sugiere que participar de la administración y del control puede conducir a las EF a decisiones de inversión que no son óptimas debido a que los intereses de la familia no necesariamente coinciden con los intereses de los demás accionistas.

Estos costos potenciales de la propiedad familiar pueden incrementar el costo de capital (Boubakri et al., 2010). En este sentido, estudios muestran que entre mayor sea la probabilidad de expropiación de los accionistas minoritarios, como sucede en las EF (Almeida & Wolfenzon, 2006; Doidge et al., 2009; Luo et al., 2009), mayor será el costo de capital. Esto se debe a que los inversionistas se anticipan a esta situación, reduciendo el monto que están dispuestos a pagar por las acciones de estas empresas (Dyck & Zingales, 2004; Shleifer & Wolfenzon, 2002). En la misma vía, el estudio de Boubakri et al. (2010) mostró que los inversionistas subieron sus expectativas de rentabilidad al prever un afianzamiento del control familiar en las empresas después de la crisis financiera de 1998 en Asia.

Estudios han sugerido que la posibilidad de expropiación de los accionistas minoritarios es menor cuando los grandes accionistas son empresas con estructuras de propiedad diluida ya que los beneficios del control se distribuyen entre múltiples accionistas (Villalonga & Amit, 2006). Lo anterior sugiere que dependiendo de su naturaleza, “los grandes accionistas pueden tener incentivos y conocimientos divergentes que puedan afectar el costo de capital en formas distintas” (Tran, 2014, p. 184). Por ejemplo, el estudio de Attig et al. (2008) mostró que cuando los dos accionistas principales son grupos familiares, los conflictos de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios son mayores debido a que aumenta el riesgo de asimetría de información, situación que puede conducir a un mayor costo de capital (Attig et al., 2008). Este riesgo puede reducirse cuando el segundo

accionista controlante en una EF es un gran accionista no familiar (Maury & Pajuste, 2005).

En resumen, existe soporte teórico y evidencia empírica donde se ha mostrado que la propiedad y el control familiar pueden aumentar (efecto de atrincheramiento) o disminuir (efecto de alineamiento) el costo de capital. No obstante, en este estudio se planteó que los aspectos diferenciadores de la EF generan beneficios que se imponen ante los posibles costos derivados de la propiedad y el control familiar. Así como los grupos familiares tienen mayores incentivos para la expropiación de los accionistas minoritarios, también presentan mayores incentivos para monitorear la gestión (Villalonga & Amit, 2006). En este estudio se consideró que los beneficios se mantienen aún cuando el primer y segundo accionista controlante son grupos familiares. En consecuencia, se plantearon las siguientes hipótesis para el análisis de la relación entre el control familiar y el costo de capital.

**H2:** El control familiar está asociado con un menor costo de capital (efecto de alineamiento).

**H2a:** La presencia de una familia como principal accionista controlante está asociada con un menor costo de capital (efecto de alineamiento).

**H2b:** La presencia de una familia como segundo accionista controlante está asociada con un menor costo de capital cuando el primer accionista es también una familia (efecto de alineamiento).

#### **4.5. Estimación del costo de capital**

El costo de capital es “la tasa de rendimiento interno que una empresa deberá pagar a los inversores para animarles a arriesgar su dinero en la compra de títulos emitidos por ella (acciones ordinarias, acciones preferentes, obligaciones, préstamos, etc.) (Mascareñas, 2013, p. 3). El costo de capital se compone de dos elementos, el costo de la deuda (obligaciones, préstamos, bonos) y el costo del capital accionario (acciones ordinarias y/o preferentes) (Mascareñas, 2013).

El costo de capital desempeña un papel clave en las finanzas corporativas, su importancia es marcada en la valoración de la empresa, el presupuesto de capital, y en general, en prácticas relacionadas con la gestión de inversiones (Hou, Van Dijk, & Zhang, 2012). No obstante, estimar el costo de capital no es una tarea sencilla, siendo aún más complicada



en mercados emergentes, los cuales se caracterizan por mayor asimetría de información, mayores costos de transacción, alta concentración en la estructura de propiedad, poco desarrollo y baja liquidez (Maquieira, Preve, & Sarria-Allende, 2012). Circunstancias que limitan la adecuada aplicación de la mayoría de los modelos utilizados en finanzas corporativas, dado que estos han sido desarrollados bajo el supuesto de, al menos, mercados moderadamente eficientes (Maquieira et al., 2012).

Los modelos de valoración, usados para el cálculo del costo de capital, requieren de una tasa de descuento que estime el valor presente de los dividendos esperados. Normalmente, esta tasa es expresada como la suma de la prima de riesgo y la tasa libre de riesgo. Debido a que la prima de riesgo no es directamente observable se debe estimar a partir de los rendimientos obtenidos por la acción (ex-post) o a partir del precio actual de la acción y de las expectativas de dividendos futuros (ex-ante) (Gode & Mohanram, 2003). A continuación, se presentan estos dos enfoques.

#### **4.5.1. Estimación ex-post del costo de capital**

El modelo de valoración de activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés) propuesto por Sharpe (1964) y Lintner (1965) marca el comienzo de la teoría de valoración de activos (Fama & French, 2004). Su aplicación requiere asumir ciertos supuestos acerca del comportamiento del mercado, de acuerdo con Sharpe (1964) y Lintner (1965) se asume que: (a) cada inversionista puede invertir una parte de su capital en ciertos activos libres de riesgo que elige de entre todos los que pagan intereses a una tasa positiva común que es determinada exógenamente; (b) cada inversionista puede invertir una fracción de su capital en uno o en todos los activos de un conjunto finito de activos riesgosos; (c) dichos activos son negociados en un mercado puramente competitivo, libre de costos de transacción e impuestos. Estos son negociados a precios dados por el mercado y que no dependen de sus inversiones o transacciones; (d) un inversionista puede, si lo desea, pedir prestados fondos para invertir en activos riesgosos, la tasa de interés pagada por dichos préstamos es la misma que tendría que haber recibido por invertir en activos libres de riesgo. Adicionalmente, se asume que no existe límite en el monto que puede pedir prestado a dicha tasa; (e) el inversionista realiza las operaciones, tanto de compra y venta de activos como de depósitos y préstamos, en puntos discretos en el tiempo; y (f) existe homogeneidad en las expectativas de los inversionistas, es decir, todos tienen las mismas

expectativas frente a la probabilidad de obtener una rentabilidad determinada en las diferentes inversiones que realicen.

En el modelo CAPM se plantea que la tasa de rendimiento esperada de un activo está dada por la ecuación (1).

$$E[r_i] = \beta_i^M(E[r_m] - r_f) + r_f \quad (1)$$

Donde  $E[r_i]$  es la tasa de rendimiento esperada del activo  $i$ ,  $r_f$  es la tasa de retorno de un activo libre de riesgo para el mercado,  $E[r_m]$  es la tasa de rendimiento esperada de un portafolio conformado por todas los activos del mercado,  $\beta_i^M$  es el riesgo sistemático de un activo  $i$  con respecto al portafolio de mercado y se calcula como  $\beta_i^M = \text{Cov}(r_i, r_f) / \sigma_M^2$ ,  $\sigma_M^2$  es la varianza en el retorno del portafolio de mercado. El término  $(E[r_m] - r_f)$  de la ecuación (1) es el excedente que los inversionistas obtendrán por invertir en un activo con determinado riesgo y es conocido como prima de mercado. En tanto que, el término  $\beta_i^M(E[r_m] - r_f)$  es conocido como la prima de riesgo.

El portafolio de mercado no es directamente observable, por lo tanto, se requiere de una aproximación para su cálculo. De acuerdo con Bartholdy & Peare (2005) una estimación, frecuentemente usada, para  $\beta_i^M$  es obtenida mediante una regresión de series de tiempo para la ecuación (2).

$$r_i = a_i + \beta_i^I r_{It} + \varepsilon_{it} \quad t = 1, \dots, t_0 \quad (2)$$

Donde  $r_{It}$  es el rendimiento en el tiempo  $t$  en el índice  $I$  usado como una aproximación del portafolio de mercado,  $\beta_i^I = \text{Cov}(r_i, r_I) / \sigma_I^2$  es el riesgo sistemático del activo  $i$  respecto al índice  $I$ .  $\sigma_I^2$  es la varianza del índice, y  $\varepsilon_{it}$  es el término que representa el error de dicha estimación.

El modelo CAPM es, actualmente, una de las herramientas de mayor difusión y utilización en el ámbito inversor para calcular el rendimiento esperado de activos de capital<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Maquieira et al. (2012) encontraron que solo el 52% de las empresas en Latinoamérica estiman el costo de capital. De acuerdo con este estudio, los métodos más usados para estimar el costo de capital son: (a) basados en los que los inversores manifiestan como tasa requerida de rendimiento (48.67%), (b) basados en la tasa de intervención bancaria (39.07%), (c) usando el modelo CAPM (37.75%), (d) basados en promedios de lo manifestado en (a) y (b) (31.33%), (e) usando el modelo CAPM, pero incluyendo factores de riesgo

Siendo utilizado principalmente en empresas medianas y grandes para calcular el costo de capital (Maquieira et al., 2012; Martínez, Ledesma, & Russo, 2013). Su amplio uso se debe a que ofrece predicciones de gran alcance e intuitivamente agradables acerca de cómo medir el riesgo y la relación entre el retorno esperado y el riesgo (Fama & French, 2004). Sin embargo, existe evidencia que sugiere que el modelo CAPM no es una buena descripción de los rendimientos esperados (Fama & French, 1997). Como una alternativa a esto, han surgido modelos que incluyen factores de riesgo adicionales, por ejemplo, el modelo de tres factores de Fama & French (1993).

A pesar de las ventajas de estos modelos modificados, la estimación de la prima de riesgo de forma ex-post sigue siendo problemática. Varios estudios han concluido que este enfoque para estimar el costo de capital es deficiente. Por ejemplo, Fama & French (1997) encontraron que las estimaciones realizadas, tanto con el CAPM como con el modelo de los tres factores de Fama & French (1993), son imprecisas. Esto debido, principalmente, a la incertidumbre asociada con el conocimiento y el peso de los verdaderos factores de la prima de riesgo. Por su parte, Fama & French (1997) encontraron que el error estándar en las estimaciones del costo de capital mediante estos métodos es mayor cuando se estima para las empresas de forma individual que cuando se hace para un sector económico en específico. En el mismo sentido, Elton (1999) encontró que los rendimientos obtenidos mediante el enfoque ex-post difieren significativamente de los rendimientos esperados durante períodos prolongados de tiempo.

#### **4.5.2. Estimación ex-ante del costo de capital**

Ante las dificultades para aplicar el enfoque ex-post en la estimación del costo de capital, académicos y profesionales han optado por estimar la prima de riesgo mediante un enfoque ex-ante (Claus & Thomas, 2001; Gode & Mohanram, 2003). Esta alternativa ha ganado gran aceptación en la investigación relacionada con contabilidad y finanzas (Boubakri et al., 2010). En el enfoque ex-ante se infiere la prima de riesgo a partir del precio actual y de los dividendos esperados, en lugar de hacerlo a partir de los rendimientos realizados. Como las expectativas del mercado acerca de los dividendos

---

adicionales (24.67%), (f) basados en el rendimiento histórico de las acciones ordinarias (15.33%), y (g) basados en decisiones regulatorias (8.67%).

esperados no son directamente observables, se usa las utilidades pronosticadas por los analistas como una aproximación (Gode & Mohanram, 2003).

Entre los estudios más representativos del enfoque ex-ante se encuentran: Gordon & Gordon (1997), Claus & Thomas (2001), Gebhardt, Lee, & Swaminathan (2001), Easton (2004), Easton & Monahan (2005) y Ohlson & Juettner-Nauroth (2005). Dichos estudios asumen que el costo de capital es la tasa interna de rendimiento que iguala el precio de las acciones ordinarias al valor presente de todos los flujos de fondos futuros de los accionistas ordinarios (Gebhardt et al., 2001). Esta estimación es conocida como costo implícito de capital (CIC), su principal ventaja es que se deriva de la estimación de los rendimientos esperados a partir de cotizaciones bursátiles y pronósticos de flujos de fondos (Hou et al., 2012), permitiendo estimar el costo del capital sin depender de los rendimientos realizados (Boubakri et al., 2010).

Varios estudios han mostrado que el enfoque ex-ante presenta mejor nivel de correlación entre los rendimientos realizados y los rendimientos esperados, esto en comparación con el enfoque ex-post (Li, Ng, & Swaminathan, 2013). Por ejemplo, pruebas empíricas que comparan estos enfoques han mostrado que el CIC exhibe ponderaciones en la mayoría de los factores de riesgo de acuerdo a lo predicho por la teoría (Dhaliwal, Heitzman, & Zhen Li, 2006; Gebhardt et al., 2001; Gode & Mohanram, 2003).

Para estimar la prima de riesgo, mediante un enfoque ex-ante, se requiere de ciertos supuestos acerca del patrón de pago que siguen los dividendos en el futuro, tanto en el corto plazo como en el largo plazo (Gode & Mohanram, 2003), la forma en que se asumen dichos supuestos es una característica que distingue a los modelos que usan el CIC (Hou et al., 2012). A continuación, se presentan tres de los modelos más usados para la estimación del costo de capital ex-ante.

#### **4.5.2.1. Estimación del CIC Claus & Thomas (2001)**

Claus & Thomas (2001) propusieron una estimación del CIC a partir de un modelo de utilidades residuales, para ello, incorporaron el concepto de utilidades anormales y la relación de excedente limpio en el modelo de descuento de dividendos de Williams (1938), el cual es presentado en la ecuación (3).

$$p_0 = \frac{d_1}{1 + k^*} + \frac{d_2}{(1 + k^*)^2} + \frac{d_3}{(1 + k^*)^3} + \dots, \quad (3)$$

La estimación de los dividendos futuros<sup>14</sup> en Claus & Thomas (2001) está basada en un caso especial del modelo Williams, el modelo de crecimiento de dividendos de Gordon (1962), donde se asume que los dividendos crecen a una tasa constante ( $g$ ). En el modelo de Gordon la tasa de rendimiento esperada ( $k^*$ ) es igual al rendimiento del dividendo ( $d_1/p_0$ ) más la tasa de crecimiento del dividendo a perpetuidad ( $g$ ), esto se muestra en la ecuación (4).

$$p_0 = \frac{d_1}{k^* - g} \rightarrow k^* = \left( \frac{d_1}{p_0} \right) + g \quad (4)$$

Donde  $p_0$  es el precio de la acción al final del año  $t = 0$  y  $d_1$  es el dividendo esperado al final del año futuro  $t + 1$ . Claus & Thomas (2001) reexpresaron el modelo de Williams mediante una relación de utilidades anormales como sigue:

$$p_0 = bv_0 + \frac{ae_1}{(1 + k)} + \frac{ae_2}{(1 + k)^2} + \frac{ae_3}{(1 + k)^3} + \dots, \quad (5)$$

Donde  $ae_t$  es la utilidad anormal<sup>15</sup> esperada para el año  $t$  y es calculada mediante la expresión:  $ae_t = e_t - k(bv_{t-1})$ . En el modelo de utilidades residuales, Claus & Thomas (2001) han asumido que las utilidades anormales crecen de forma constante ( $g_{ae}$ ) a partir de año  $t > 5$ . Bajo este supuesto, la ecuación (5) se puede expresar como sigue:

---

<sup>14</sup> Claus & Thomas (2001) han reconocido que las expectativas de crecimiento de los dividendos a perpetuidad son difíciles de identificar, como una aproximación para el crecimiento de los dividendos sugieren utilizar tasas de crecimiento observadas en las utilidades, dividendos, o agregados económicos. Para Claus & Thomas (2001) asumir que la tasa de crecimiento puede ser sostenida a perpetuidad es hipotético ya que no está vinculado con una serie observable, lo cual deja un espacio considerable para el desacuerdo. No obstante, afirman que el modelo de utilidades residuales hace mejor uso de la información disponible para reducir la importancia de las tasas de crecimiento asumidas, estrechando el rango de las tasas de crecimiento permitidas al basarse en el crecimiento de las utilidades en lugar del crecimiento en los dividendos.

<sup>15</sup> La expresión de utilidades anormales puede reescribirse como  $ae_t = (ROE_t - k) * bv_{t-1}$ . Esta nueva expresión muestra que las utilidades anormales son las utilidades (pérdidas) por encima (debajo) del costo de capital de una empresa (Slewe, 2008).

$$p_0 = bv_0 + \frac{ae_1}{(1+k)} + \frac{ae_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{ae_5}{(1+k)^5} + \left[ \frac{ae_5(1+g_{ae})}{(k-g_{ae})(1+k)^5} \right] \quad (6)$$

El término entre corchetes de la ecuación (6) es un valor terminal que representa el valor presente de las utilidades anormales a partir del año  $t + 5$ .

Claus & Thomas (2001) sugirieron que los dividendos esperados pueden ser relacionados con los pronósticos de las utilidades mediante el supuesto de excedente limpio<sup>16</sup> de la ecuación (7).

$$d_t = e_t - (bv_t - bv_{t-1}) \quad (7)$$

Donde  $d_t$  son los dividendos esperados en el año  $t$ ,  $e_t$  es la utilidad pronosticada para el año  $t$ , y  $bv_t$  es el valor en libros esperado de la acción al final del año  $t$ . De esta forma, la ecuación (6) puede ser usada para estimar el CIC. Para ello, se debe buscar de forma manual el valor  $k$  que hace igual el lado derecho de la ecuación al precio actual de la acción ( $p_0$ ).

#### 4.5.2.2. Estimación del CIC Easton (2004)

Easton (2004) estimó el CIC a partir del modelo de ingresos residuales descontados y precios de mercado, este modelo es conocido como la relación PEG. Easton (2004) parte del supuesto de no arbitraje, el cual implica que el precio de una acción está dado por la ecuación (8).

$$P_0 = (1+r)^{-1}[P_1 + dps_1] \quad (8)$$

Donde  $P_0$  es el precio de la acción en el año  $t = 0$ ,  $P_1$  es el precio esperado de la acción en el año  $t + 1$ ,  $dps_1$  es el dividendo esperado por acción en el año  $t + 1$  y  $r$  es una constante fija mayor que indica la tasa de rendimiento esperada. Easton (2004) planteó que la

---

<sup>16</sup> La relación de excedente limpio asume que el resultado contable se determina comparando el valor en libros del patrimonio neto al final de un ejercicio con el registrado al inicio del mismo, una vez eliminadas las operaciones con los propietarios (Sousa, 2010). La relación de excedente limpio requiere que todas las transacciones que afectan el valor en libros de la acción (dividendos, recompra de acciones) sean incluidas en el resultado contable (Claus & Thomas, 2001). Esta relación se expresa de la siguiente forma:  
 $e_t = bv_t - bv_{t-1} + d_t$

diferencia entre las utilidades contables<sup>17</sup> y las utilidades económicas caracteriza el rol de las utilidades en la valoración. Para identificar el rol del pronóstico de las utilidades contables en el siguiente periodo ( $eps_2$ ), Easton (2004) modificó la ecuación (8) sumando y restando las utilidades contables esperadas capitalizadas ( $eps_1/r$ ).

$$P_0 = \frac{eps_1}{r} - \left[ \frac{eps_1}{r} - (1+r)^{-1}(P_1 + dps_1) \right] \quad (9)$$

De acuerdo con el planteamiento de Easton (2004), si las utilidades contables esperadas en el siguiente periodo ( $eps_2$ ) son iguales a las utilidades económicas ( $rP_0$ ), el término entre corchetes de la ecuación (9) será cero. Es decir, las utilidades contables esperadas serán suficientes para realizar la valoración. Sin embargo, cuando no se cumple este supuesto, la valoración basada en las utilidades contables requiere el uso de pronósticos más allá del siguiente periodo. Entonces, Easton (2004) analizó el rol de los pronósticos de las utilidades contables para dos periodos futuros, reescribiendo la ecuación (9) de la siguiente forma:

$$P_1 = \frac{eps_2}{r} - \left[ \frac{eps_2}{r} - (1+r)^{-1}(P_2 + dps_2) \right] \quad (10)$$

Sustituyendo la ecuación (10) en la ecuación (9) se tiene:

$$P_0 = \frac{eps_1}{r} + r^{-1}(1+r)^{-1}agr_1 + (1+r)^{-2}r^{-1}[rdps_2 - (1+r)eps_2] + (1+r)^{-2}P_2 \quad (11)$$

Donde el término  $agr_1$  es la diferencia entre el crecimiento anormal de las utilidades contables esperadas ( $eps_2 + rdps_1$ ) en el año  $t + 2$  y las utilidades contables normales esperadas en el año  $t + 1$ , es decir,  $(1+r)eps_1$ . Esta relación se expresa en la ecuación (12).

$$agr_1 = eps_2 + rdps_1 - [(1+r)eps_1] \quad (12)$$

Para Easton (2004) el crecimiento anormal de las utilidades refleja los efectos de las prácticas de contabilidad generalmente aceptadas que conducen a una divergencia entre

---

<sup>17</sup> La utilidad contable se calcula como la diferencia entre los ingresos totales menos los costos explícitos. En el cálculo de la utilidad económica se incluyen en los costos totales, costo implícitos como el costo de oportunidad (Mankiw, 2012). La utilidad económica es positiva solo cuando una empresa tiene ganancias que superan todos sus costos, explícitos e implícitos.

las utilidades contables y las utilidades económicas. Entonces, si  $eps_1$  y  $eps_2$  fueran iguales a las utilidades económicas,  $agr_1$  sería cero y la relación de las utilidades esperadas con el precio esperado sería igual a la tasa de rendimiento esperada.

El rol de las utilidades contables esperadas en un horizonte de pronóstico superior a dos años es obtenido por Easton (2004) sustituyendo de forma recursiva,  $P_2, P_3, \dots, P_n$  en la ecuación (11).

$$P_t = \left( \frac{eps_1}{r} \right) + r^{-1} \sum_{t=1}^{\infty} (1+r)^{-1} agr_t \quad (13)$$

La ecuación (13) muestra que, el valor presente del término  $agr_t$  explica la diferencia entre el precio y las utilidades esperadas capitalizadas. Easton (2004) modificó la ecuación (13) para dar cabida a un horizonte finito de pronósticos mediante la definición de una tasa de cambio a perpetuidad en el crecimiento anormal de las utilidades ( $\Delta agr$ ). Si los pronósticos de las utilidades están disponibles para dos periodos, la ecuación (13) puede ser reescrita como sigue:

$$P_0 = \frac{eps_1}{r} + \frac{agr_1}{r(r - \Delta agr)} \quad (14)$$

Donde  $\Delta agr$  es la tasa única de cambio a perpetuidad del crecimiento anormal de las utilidades, calculada de acuerdo con la ecuación (15).

$$\Delta agr = (agr_{t+1}/agr_t) - 1 \quad (15)$$

Si se conoce  $\Delta agr$ , es posible estimar la tasa interna de retorno implícita a partir del precio actual ( $P_0$ ) y los pronósticos de  $eps_1$  y  $eps_2$ . Si  $eps_1$  y  $eps_2$  son iguales a las utilidades económicas, la tasa de rendimiento esperada es igual a la relación entre los pronósticos de utilidades y el precio actual. Si  $eps_1$  y  $eps_2$  no son iguales a las utilidades económicas,  $agr_1$  será diferente de cero y  $\Delta agr$  representaría el cambio futuro en el largo plazo del crecimiento anormal de las utilidades contables para ajustarse a esta diferencia entre las utilidades contables y las utilidades económicas.

Easton (2004) mostró que la relación PEG es un caso especial de este modelo, donde la relación PEG es el cociente entre la relación PE y la tasa de crecimiento de las utilidades en el corto plazo, de acuerdo con la ecuación (16).



$$PEG = \frac{P_0}{eps_1} / \left( 100 * \frac{eps_2 - eps_1}{eps_1} \right) \quad (16)$$

De acuerdo con Easton (2004) la relación PEG y un caso especial estrechamente relacionado pueden ser usados para estimar el CIC ( $r$ ). Easton (2004) consideró el caso especial donde  $\Delta agr = 0$ , es decir,  $agr_1 = agr_2 = agr_n$ , y el crecimiento anormal esperado de las utilidades en el período siguiente proporciona una estimación imparcial de todos los crecimientos anormales de las utilidades en los periodos posteriores. A partir de la ecuación (14), este caso especial puede ser escrito como sigue:

$$P_0 = [eps_2 + rdps_1 - eps_1] / r^2 \quad (17)$$

Despejando  $r$ , se tiene

$$r = \sqrt{(eps_2 + rdps_1 - eps_1) / P_0} \quad (18)$$

Esto es

$$r^2 - r(dps_1 / P_0) - (eps_2 - eps_1) / P_0 = 0 \quad (19)$$

En el análisis empírico, Easton (2004) usó los precios observados y los pronósticos de utilidades y dividendos para obtener una estimación de  $r$  como la solución de la ecuación (18). Para ello se requiere que  $eps_2 \geq eps_1 > 0$ . En un segundo caso especial, se asume  $\Delta agr = 0$  y  $dps_1 = 0$ , entonces la ecuación (18) puede ser expresada como sigue:

$$r = \sqrt{(eps_2 - eps_1) / P_0} \quad (20)$$

Las estimaciones de la tasa de rendimiento esperada ( $r$ ) son obtenidas a partir de tres casos: (a) la ecuación (19), esta estimación es conocida como  $r$  basada en la relación PEG modificada ( $r_{MPEG}$ ) donde la modificación es la inclusión de los dividendos esperados en la estimación del crecimiento en el corto plazo; (b) la ecuación (20), conocida como  $r$  basada en la relación PEG ( $r_{PEG}$ ); y (c) n tercer caso especial donde  $agr_1 = 0$ , en este caso, se evidencia a partir de la ecuación (14) que la tasa de rendimiento esperada será igual a  $eps_1 / P_0$ , esta estimación es conocida como  $r$  basada en la relación PE ( $r_{PE}$ ).

#### 4.5.2.3. Estimación del CIC Ohlson & Juettner-Nauroth (2005)

El modelo de valoración de Ohlson & Juettner-Nauroth (2005) sugiere que el precio de una acción es una función de cuatro parámetros: las utilidades futuras, la tasa de crecimiento de las utilidades tanto en el corto como en el largo plazo y una tasa de descuento. Este modelo es una generalización del modelo de Gordon (1962) donde se asumen tres supuestos: (a) el precio es igual al valor presente de los dividendos esperados; (b) existe un pago de dividendos fijo en relación a las utilidades; y (c) existe una tasa única de crecimiento constante a perpetuidad en las utilidades ( $g_p = \gamma - 1$ ). Ohlson & Juettner-Nauroth (2005) partieron de la ecuación (21).

$$p_0 = \frac{\text{eps}_1}{r_e - g_p} \quad (21)$$

Donde  $r_e$  es el costo de capital, sumando y restando el término  $\frac{\text{eps}_1}{r_e}$  en el lado derecho de la ecuación (21) se tiene:

$$p_0 = \frac{\text{eps}_1}{r_e} + \frac{g_p \text{eps}_1}{r_e (r_e - g_p)} \quad (22)$$

El modelo de crecimiento de dividendos de Gordon asume una tasa de crecimiento constante  $g_p$  puede ser reemplazada por la expresión  $(\text{eps}_2 - \text{eps}_1)/\text{eps}_1$ , de esta forma, la ecuación (22) puede ser expresada como sigue:

$$p_0 = \frac{\text{eps}_1}{r_e} + \frac{\text{eps}_2 - \text{eps}_1}{r_e (r_e - g_p)} \quad (23)$$

Gode y Mohanram (2003) mostraron que el modelo de Ohlson & Juettner-Nauroth (2005) generaliza la ecuación (23) en tres maneras: (a) mediante la ecuación (24) asume que el precio de la acción es igual al valor presente de los dividendos esperados.

$$p_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{dps}_t}{(1+r_e)^t} \quad (24)$$

donde  $r$  es una constante fija mayor que cero; (b) asume que no existen restricciones en la política de dividendos; y (c) en lugar de una tasa única de crecimiento constante a perpetuidad ( $g_p = \gamma - 1$ ). El modelo de Ohlson & Juettner-Nauroth (2005) permite, mediante el supuesto de la ecuación (25), que el crecimiento en el corto plazo ( $\hat{g}_2 =$

$[\text{eps}_2 - \text{eps}_1 - r_e(\text{eps}_1 - \text{dps}_1)]/\text{eps}_1$ ) difiera del crecimiento en el largo plazo ( $g_p$ ). La tasa de crecimiento en el corto plazo decae asintóticamente hacia  $g_p$ .

$$Z_t = [\text{eps}_{t+1} - \text{eps}_t - r_e(\text{eps}_t - \text{dps}_t)]/r_e \quad (25)$$

Donde la secuencia  $\{Z_t\}_{t=1}^{\infty}$  satisface  $Z_{t+1} = \gamma Z_t$ , con  $t = 1, 2, \dots, \infty$ , donde  $1 \leq \gamma \leq (1 + r)$  y  $Z_1 > 0$ . Entonces, bajo estos supuestos el modelo de Ohlson & Juettner-Nauroth (2005) se puede expresar mediante la ecuación (26).

$$p_0 = \frac{\text{eps}_1}{r_e} + \frac{(\text{eps}_2 - \text{eps}_1 - r_e(\text{eps}_1 - \text{dps}_1))}{r_e(r_e - g_p)} \quad (26)$$

Reagrupando y sustituyendo  $g_p = \gamma - 1$  se tiene lo siguiente:

$$r_e = A + \sqrt{A^2 + \frac{\text{eps}_1}{p_0} \times [g_2 - (\gamma - 1)]} \quad (27)$$

Donde  $r$  es el CIC,  $A \equiv \frac{1}{2} \left[ (\gamma - 1) + \frac{\text{dps}_1}{p_0} \right]$ ,  $g_2$  es la tasa de crecimiento de la utilidad esperada por acción en el corto plazo y está definida como  $g_2 = (\text{eps}_2 - \text{eps}_1)/\text{eps}_1$ ,  $p_0$  es el precio por acción en el tiempo  $t = 0$ ,  $\text{eps}_1$  es la utilidad esperada por acción en el tiempo  $t + 1$ ,  $\text{eps}_2$  es la utilidad esperada por acción en el tiempo  $t + 2$ ,  $\gamma$  es una constante que representa el crecimiento de la utilidad esperada por acción en el largo plazo y está definida como 1 más la tasa de crecimiento a largo plazo,  $\gamma - 1$  es la tasa de crecimiento en el largo plazo, y  $\text{dps}_1$  es el dividendo esperado por acción en el tiempo  $t+1$ .

#### 4.6. Teoría de la agencia

Desde la teoría de la agencia se asume que “en cualquier interacción económica se pueden identificar dos partes, el principal y el agente” (Gorbaneff, 2003, p. 77). Una relación de agencia es definida como “un contrato bajo el cual una o más personas (el principal) contratan a otra persona (el agente) para realizar algún servicio en su nombre que implica delegar alguna autoridad de toma de decisiones al agente” (Jensen & Meckling, 1976, p. 5).

De acuerdo con Jensen & Meckling (1976) si se asume que, tanto el principal como el agente buscan maximizar su utilidad, existen razones fundamentadas para pensar que el agente no siempre actuará alineado con los intereses del principal. De esta forma, la teoría de la agencia estudia los problemas que surgen cuando las partes que trabajan en un proyecto conjunto tienen diferentes objetivos y responsabilidades (Eisenhardt, 1989). Según Eisenhardt (1989) la teoría de la agencia intenta resolver dos problemas que se pueden presentar en una relación de agencia, el problema de agencia (selección adversa y riesgo moral<sup>18</sup>) y el problema del riesgo compartido (aversión al riesgo). Según Eisenhardt (1989) el problema de agencia está relacionado con la dificultad por parte del principal para verificar el comportamiento adecuado del agente. Este problema se origina cuando existen dos situaciones: (a) los objetivos difieren entre las partes; y (b) es difícil o costoso para el principal monitorear el comportamiento del agente (Eisenhardt, 1989). En tanto que, el problema del riesgo compartido está relacionado con los múltiples cursos de acción que pueden surgir cuando el principal y el agente tienen actitudes diferentes hacia el riesgo (Eisenhardt, 1989).

La literatura sobre la teoría de la agencia se ha desarrollado desde dos perspectivas: (a) la positivista y la del principal-agente (Jensen, 1983). En ambos casos se aborda el problema de la contratación entre partes que buscan maximizar sus intereses y reducir sus costos de agencia<sup>19</sup> (Jensen, 1983). A diferencia de la perspectiva del principal-agente, la positivista tiene una menor orientación matemática y una mayor orientación hacia la práctica (Jensen, 1983). El foco de atención en la teoría positivista de la agencia es generar mecanismos de gobierno para resolver los problemas de agencia (Eisenhardt, 1989). Desde esta perspectiva, se han planteado dos mecanismos de gobierno para limitar el comportamiento oportunista del agente, los contratos basados en resultados y los sistemas de información (Eisenhardt, 1989).

---

<sup>18</sup> El riesgo moral se refiere a la falta de esfuerzo por parte del agente, en tanto que la selección adversa se refiere a dificultad que tiene el principal para verificar la capacidad del agente para desarrollar determinado trabajo (Eisenhardt, 1989).

<sup>19</sup> Los costos de agencia incluyen los costos de estructuración, vinculación y monitoreo de contratos. Además de los costos resultantes de no hacer cumplir todos los contratos perfectamente (Jensen, 1983), dado que los costos para lograr una plena aplicación de los contratos superan los beneficios de ello (Fama & Jensen, 1983).

De una parte, con base en el argumento de que las recompensas, tanto para el agente como para el principal dependen de las mismas acciones (Eisenhardt, 1989), se asume que los contratos basados en los resultados conducen a una mayor probabilidad de que el agente se comporte de acuerdo con los intereses del principal (Jensen & Meckling, 1976). De otra parte, en la teoría positivista de la agencia se ha destacado la importancia de los sistemas de información (mercados de capitales y trabajo eficientes, juntas directivas, capas adicionales en la administración, sistemas de presupuestos, procedimientos de presentación de informes) en la relación de agencia (Eisenhardt, 1989). En presencia de estos sistemas de información, las posibilidades de que el agente pueda ir en contravía de los intereses del principal se reducen, ya que este último podría advertir más fácilmente tal situación. Específicamente, desde la teoría positivista de la agencia se ha planteado que cuando el principal posee información para verificar el comportamiento del agente, es más probable que el agente persiga los intereses del principal (Jensen & Meckling, 1976).

La perspectiva del principal-agente se ha concentrado en modelar los efectos de tres factores en los contratos: (a) la estructura de las preferencias de las partes; (b) la naturaleza de la incertidumbre; y (c) la estructura de la información (Jensen, 1983). Desde esta perspectiva se ha centrado la atención en la distribución del riesgo, la forma contractual y las comparaciones entre soluciones en presencia o ausencia de costos de información (Jensen, 1983). De esta forma, se busca determinar el contrato óptimo entre uno basado en los resultados o uno basado en el comportamiento (Eisenhardt, 1989).

El riesgo moral y la selección adversa conducen a un comportamiento inobservable del agente. Ante esto, de acuerdo con Eisenhardt (1989) el principal puede actuar desde dos alternativas: (a) invertir en sistemas de información que permitan al principal revertir la situación de información incompleta; o (b) basar el contrato en los resultados del agente. En este caso, se resalta la importancia del riesgo, dado que los resultados son solo parcialmente una función del comportamiento del agente (situaciones del entorno pueden variar los resultados de forma incontrolable) (Eisenhardt, 1989).

La perspectiva del principal-agente ha planteado que cuando la incertidumbre en los resultados es baja, los contratos basados en los resultados serán más atractivos, a diferencia de cuando la incertidumbre es alta, serán preferidos los contratos basados en el comportamiento (Eisenhardt, 1989). De esta forma, la esencia de la perspectiva del

principal-agente está en la disyuntiva entre el costo de medir el comportamiento y el costo de medir los resultados para transferir el riesgo al agente (Eisenhardt, 1989).

## 5. Metodología

En este numeral se presenta la metodología usada para analizar la relación entre gobierno corporativo y control familiar con el costo de capital. Para esto, se usaron modelos de regresión 2SLS en una muestra de 64 empresas listadas en la BVC durante el periodo 2008-2014. Los modelos usados para estimar el costo de capital en este trabajo requieren del pronóstico previo de utilidades para diferentes años, a continuación, se presentan los detalles de la metodología.

### 5.1. Pronósticos de utilidades

Los pronósticos de utilidades que proporcionan los analistas financieros son usados tanto por inversionistas como por investigadores en la toma de decisiones (Coën, Desfleurs, & L'Her, 2009). En general, los modelos de valoración usan directa o indirectamente dichos pronósticos (Coën et al., 2009; Friesen & Weller, 2006). A pesar de su amplio uso, estudios coinciden en que estos pronósticos no son del todo satisfactorios<sup>20</sup>, por lo tanto, han recomendado proceder con precaución cuando se utilicen para estimar el costo de capital (Guedhami & Mishra, 2009).

#### 5.1.1. Modelo para el pronóstico de utilidades

Para superar las limitaciones presentadas en el numeral anterior, Hou et al. (2012) propusieron el modelo de la ecuación (28) para calcular los pronósticos de utilidades.

---

<sup>20</sup> En este sentido, Hou et al. (2012) plantearon tres problemas relacionados con el uso de pronósticos de analistas: (a) capacidad de predicción, algunos estudios que examinan la relación entre el CIC y los rendimientos obtenidos han encontrado poco poder predictivo. Estos estudios han atribuido el problema a la calidad de los pronósticos de los analistas (Easton & Monahan, 2005; Gebhardt et al., 2001; Guay, Kothari, & Shu, 2011); (b) sobreoptimismo, diversos estudios han mostrado que los analistas tienden a ser demasiado optimistas en sus pronósticos (Dugar & Nathan, 1995; Easton & Sommers, 2007; Francis & Philbrick, 1993; McNichols & O'Brien, 1997), probablemente como resultado de los conflictos de intereses a que están sujetos; y (c) escasa cobertura, los pronósticos IBES solo están disponibles a partir de 1970, y en muchos casos los pronósticos de ganancias más allá del segundo año o pronósticos de crecimiento a largo plazo no están disponibles. Adicional, a los problemas anteriores, otros estudios han evidenciado que las empresas pequeñas y las empresas con problemas financieros no están bien representadas en dichos pronósticos (ver, por ejemplo, La Porta (1996), Hong, Lim, & Stein (2000) y Diether, Malloy, & Scherbina (2002)).

Este modelo está basado en los estudios de Fama & French (2000), Fama & French (2006), Hou & Robinson (2006) y Hou & Van Dijk (2010), donde se ha reportado evidencia de que los modelos de corte transversal son capaces de explicar una gran parte de la variación de los rendimientos esperados.

Específicamente, los modelos usados en este trabajo para estimar el costo de capital requieren contar con pronósticos de utilidades para diferentes años<sup>21</sup>. Teniendo en cuenta que para el caso colombiano no se dispone de dichos pronósticos para todas las empresas listadas en la BVC, este trabajo usa el modelo de Hou et al. (2012) para realizar los pronósticos de utilidades. Este enfoque presenta dos ventajas: (a) al utilizar una extensa sección transversal de empresas, consideradas de forma individual, para pronosticar las utilidades se genera robustez estadística al tiempo que se imponen requisitos mínimos de supervivencia a las empresas; y (b) permite calcular los pronósticos de utilidades y el CIC para cualquier empresa que cotice en bolsa de valores y que presente información sobre un número limitado de variables contables, de esta forma se mejora la cobertura. A continuación, se presenta el modelo de Hou et al. (2012).

$$\begin{aligned} & \text{UTILIDAD}_{i,t+\tau} \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{ACTIVOS}_{i,t} + \beta_2 \text{DIVIDENDOS}_{i,t} + \beta_3 \text{DUMMY\_DIVIDENDOS}_{i,t} \quad (29) \\ & + \beta_4 \text{UTILIDAD}_{i,t} + \beta_5 \text{DUMMY\_UTILIDAD}_{i,t} + \beta_6 \text{DEVENGOS}_{i,t} + \varepsilon_{i,t+\tau} \end{aligned}$$

Donde  $\text{UTILIDAD}_{i,t+\tau}$  es la utilidad neta esperada para la empresa  $i$  en el año  $t + \tau$  con  $\tau = 1$  hasta 5. Las demás variables representan información para la empresa  $i$  en el año  $t$ , de la siguiente manera:  $\text{ACTIVOS}_{i,t}$  es el total de los activos;  $\text{DIVIDENDOS}_{i,t}$  son los dividendos pagados;  $\text{DUMMY\_DIVIDENDOS}_{i,t}$  es una variable que toma el valor de uno (1) en empresas que pagan dividendos y el valor de cero (0) en caso contrario;  $\text{DUMMY\_UTILIDAD}_{i,t}$  es una variable que toma el valor de uno (1) en empresas con utilidad neta negativa y el valor de cero (0) en caso contrario; y  $\text{DEVENGOS}_{i,t}$  es la medida de devengos, calculada como la diferencia entre la utilidad neta y el flujo de efectivo proveniente de actividades de operación. Para estimar los coeficientes del modelo se usó un panel de datos balanceado con 10 años de información histórica en una muestra de

---

<sup>21</sup> Para estimar el CIC en el año  $t$  se requiere conocer las utilidades futuras para el año  $t + 1$  y  $t + 2$  en los modelos de Easton (2004) y Ohlson & Juettner-Nauroth (2005). En tanto que, en el modelo de Claus & Thomas (2001) se requiere conocer las utilidades para el año  $t + 1$  hasta  $t + 5$ .



4,440 empresas colombianas que reportaron sus informes anuales a la Superintendencia de Sociedades durante el periodo 1995-2014.

### 5.1.2. Resultados generales del pronóstico de utilidades

Los pronósticos de utilidades para las empresas que cotizan en la BVC es limitada, la mayor parte de los analistas presentan esta información solo para unas pocas empresas (las de mayor actividad bursátil). Teniendo en cuenta que los modelos usados para estimar el CIC requieren del pronóstico de las utilidades futuras, se usó para realizar estos pronósticos, el modelo de Hou et al. (2012), el cual fue presentado en la ecuación (29). De acuerdo con Lee et al. (2010) este enfoque tiene dos ventajas: (a) permite evitar los problemas derivados del uso de los pronósticos de utilidades provistos por los analistas; y (b) asegura disponer de una muestra de mayor tamaño. Se ha seleccionado este modelo dado que es una herramienta que tiene soporte empírico y que permite superar las limitaciones en cuanto a pronósticos de utilidades en el mercado colombiano.

En la Tabla 1 se presentan los resultados. En el Panel A se muestran los estadísticos descriptivos (media, desviación estándar, mínimo, máximo, mediana, y cuartiles 1 y 3). En el Panel B se muestra los coeficientes estimados<sup>22</sup>. Para estimar las utilidades se usó información histórica de 10 años en 4,400 empresas. De acuerdo con el monto de los activos, las empresas de la muestra son grandes<sup>23</sup>, el promedio de los activos es de 14,727.01 millones de pesos. Se observó que las empresas utilizan el 48.34% de las utilidades para compensar a sus accionistas mediante dividendos. En promedio las empresas obtuvieron utilidades por 664.72 millones de pesos y pagaron dividendos por

---

<sup>22</sup> Las pruebas estadísticas de Breusch-Pagan y Breusch-Godfrey indican la existencia de problemas de heterocedasticidad y de autocorrelación en el modelo. Es sabido que, para hacer inferencia en un modelo econométrico con este tipo de problemas es necesario usar estimadores de la matriz de covarianzas que puedan estimar consistentemente la covarianza de los parámetros del modelo (Zeileis, 2004). Para tratar con esto, se estimaron los parámetros del modelo mediante el procedimiento de Newey & West (1987), el cual es ampliamente usado en la literatura para corregir estos problemas (ver por ejemplo, (Gebhardt et al., 2001; Hou et al., 2012; Richardson, Sloan, Soliman, & Tuna, 2006)).

<sup>23</sup> La Ley 590 de 2010 clasifica a las empresas en Colombia como grandes si tienen activos superiores a quince mil (15.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes, aproximadamente 10341.8 millones de pesos colombianos (3.06 millones de dólares) a valores de febrero de 2016.

321.33 millones de pesos. El modelo permite explicar el 93.71% de la variabilidad de la utilidad esperada en  $t + 1$ , el 90.39% en  $t + 2$ , el 89.10% en  $t + 3$ , el 88.66% en  $t + 4$ , y el 88.15 en  $t + 5$ .

El signo de los coeficientes estimados se mantiene constante en todas las variables y periodos de pronóstico, a excepción de la variable DEVENGOS donde a partir del periodo  $t + 3$  cambia de signo negativo a positivo. Las utilidades futuras exhiben una relación positiva con los activos, los dividendos pagados y las utilidades en el año  $t$ . La relación es negativa con la medida de devengos en  $t + 1$  y  $t + 2$ , así como con la variable D\_UTILIDAD en todos los periodos.

Las variables ACTIVOS y D\_UTILIDAD son las que mejor determinan el comportamiento de las utilidades futuras, los activos son significativos estadísticamente en todos los periodos. Los dividendos son significativos en los periodos  $t + 1$  y  $t + 2$ , en tanto que, las utilidades lo son en los primeros tres periodos. Todo esto indica que en el corto plazo las empresas con mayores niveles de activos, mayores dividendos pagados y mayores utilidades tienden a obtener en promedio mayores utilidades en el futuro.

Tabla 1. Pronóstico de utilidades

Panel A. Estadísticos descriptivos									
Variable	Media	Desv. Est.	Mínimo	Q1	Mediana	Q3	Máximo		
ACTIVOS <sub>t</sub>	14,727.01	226,382.32	0.70	991.61	1,980.06	4,556.33	11,328,742.00		
DIVIDENDOS <sub>t</sub>	321.33	6,346.04	-6,959.51	0.00	0.00	0.00	335,656.78		
D_DIVIDENDOS <sub>t</sub>	0.21	0.41	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00		
UTILIDAD <sub>t</sub>	664.72	11,581.75	-130,021.19	15.58	63.29	195.92	593,065.00		
D_UTILIDAD <sub>t</sub>	0.87	0.33	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00		
DEVENGOS <sub>t</sub>	-15.80	9,256.19	-464,665.59	-122.42	4.00	150.03	475,871.64		
Panel B. Coeficientes estimados para el modelo de regresión									
Pronóstico	Observaciones	Intercepto	ACTIVOS <sub>t</sub>	DIVIDENDOS <sub>t</sub>	D_DIVIDENDOS <sub>t</sub>	UTILIDAD <sub>t</sub>	D_UTILIDAD <sub>t</sub>	DEVENGOS <sub>t</sub>	R <sup>2</sup> Ajustado
UTILIDAD <sub>t+1</sub>	39,960	126.9000** (1.910)	0.0125*** (2.79)	0.1498 (1.560)	78.7638* (1.670)	0.7707*** (10.260)	-163.0923** (-2.480)	-0.0125 (-0.320)	93.71
UTILIDAD <sub>t+2</sub>	35,520	155.0071* (1.650)	0.0239*** (3.330)	0.4197** (2.030)	32.1162 (0.380)	0.5176*** (3.430)	-175.2732* (-1.770)	-0.0205 (-0.460)	90.39
UTILIDAD <sub>t+3</sub>	31,080	188.6982* (1.720)	0.0379*** (4.970)	0.4578** (2.040)	67.4126 (0.690)	0.3579** (2.060)	-228.9683* (-1.930)	0.0261 (0.480)	89.10
UTILIDAD <sub>t+4</sub>	26,640	258.2063* (1.780)	0.0494*** (5.080)	0.4706 (1.350)	65.3653 (0.520)	0.2659 (1.100)	-295.6548* (-1.800)	0.0107 (0.190)	88.66
UTILIDAD <sub>t+5</sub>	22,200	207.3742 (-1.240)	0.0612*** (5.570)	0.5230 (1.250)	101.2691 (0.760)	0.1796 (0.530)	-225.1659 (-1.140)	0.0498 (0.610)	88.15

**Notas:** El Panel A presenta los estadísticos descriptivos (media, mediana, desviación estándar, mínimo, máximo, y percentiles seleccionados) para las variables del modelo. Los estadísticos descriptivos están calculados con 44,400 observaciones que corresponden a información histórica de 4,400 empresas en el periodo 1995-2014 (10 años). El Panel B presenta los coeficientes estimados para el modelo de Hou et al. (2012). La variable dependiente es UTILIDAD<sub>t+τ</sub> e indica la utilidad esperada en el año t+τ con τ desde 1 hasta 5. ACTIVOS<sub>t</sub> es el total de los activos. DIVIDENDOS<sub>t</sub> son los dividendos pagados. D\_DIVIDENDOS<sub>t</sub> es una variable dummy que toma el valor de uno cuando las empresas pagan dividendos y cero en caso contrario. UTILIDAD<sub>t</sub> es la utilidad neta. NEG\_UTILIDAD<sub>t</sub> es una variable dummy que toma el valor de uno cuando la utilidad de la empresa es negativa y cero en caso contrario. DEVENGOS<sub>t</sub> es la diferencia entre la utilidad neta y el flujo de efectivo proveniente de actividades de operación. Todas las variables son medidas en el año t. Todas las variables están expresadas en millones de pesos colombianos, excepto D\_DIVIDENDOS<sub>t</sub> y D\_UTILIDAD<sub>t</sub>. Los parámetros del modelo fueron estimados usando el procedimiento de Newell & West (1987) para corregir problemas de heterocedasticidad y de autocorrelación. Entre paréntesis se presenta el estadístico t corregido. \*\*\*, \*\*, \*, indican significancia estadística a nivel del 1, 5 y 10 por ciento, respectivamente.

**Fuente:** Este estudio

## 5.2. Datos y muestra

Para construir la muestra se obtuvo información contable (informes anuales), de mercado (BVC y SFC) y de gobierno corporativo (SFC) de todas las empresas que tuvieron acciones inscritas en la BVC durante el periodo 2008-2014. Para ser incluida en la muestra cada observación-año debía (a) tener información disponible sobre: precio de la acción, número de acciones en circulación, valor en libros de la acción, activos totales, utilidades, y dividendos pagados, CEO y derechos de voto los accionistas; y (b) haber diligenciado la encuesta de gobierno corporativo Código País. Las observaciones que no cumplían con estos requisitos fueron excluidas de la muestra inicial.

Posteriormente, y con base en los coeficientes estimados en el numeral 5.1, se calculó el CIC para las observaciones-año incluidas en (a) y (b). En este paso, siguiendo a Lee, So, & Wang (2010) se excluyeron las observaciones para las cuales la estimación del CIC no estuviera definida o su valor no se encontrara entre 0 y 100%. De esta forma, la muestra final se compuso de un panel de datos no balanceado de 340 observaciones-año correspondientes a 64 empresas con acciones negociadas en el periodo 2008-2014 en la BVC. En el Anexo A se presenta un resumen del proceso de selección de la muestra.

## 5.3. Modelo de investigación

En este trabajo se estudió la relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital a partir de modelos de regresión 2SLS. Se usó esta técnica econométrica para tratar la potencial endogeneidad presente en el estudio del gobierno corporativo (Börsch-Supan & Köke, 2002; Roberts & Whited, 2011; Wintoki et al., 2012). El modelo de investigación es presentado, a continuación, en las ecuaciones (30) y (31).

$$GC = \beta_W LISTADA\_E + \beta_X COSTO\_CAPITAL + \beta_Y FAMILIAR + \beta_Z CONTROLES + \varepsilon_1 \quad (30)$$

$$COSTO\_CAPITAL = \delta + \theta_X GC\_INTRUMENTALIZADO + \beta_Y FAMILIAR + \beta_Z CONTROLES + \varepsilon_2 \quad (31)$$

Donde GC es la medición de gobierno corporativo, analizada a nivel general con la variable IGCCP y a nivel específico con las variables ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN.

COSTO\_CAPITAL es el costo implícito de capital aproximado mediante la variable CIC\_PROM. FAMILIAR son una serie de variables que identifican atributos de las EF. Los CONTROLES incluyen un conjunto de características a nivel de empresa que aproximan el nivel de riesgo (BETA, TAMAÑO, MERCADO\_LIBROS, ENDEUDAMIENTO) y la capacidad de respuesta de los accionistas (CONTEST). También se incluyen como controles variables dummy que identifican cada año del periodo de estudio, además de los sectores económicos donde las empresas desarrollan su actividad principal. Finalmente, la variable LISTADA\_E fue usada para instrumentalizar el nivel de gobierno corporativo en las regresiones 2SLS, esto bajo el supuesto de que las empresas que también se encuentran listadas en mercados extranjeros presentan mejores indicadores de gobierno corporativo que sus contrapartes que solo están listadas en el mercado (Ben-Amar & André, 2006; Bozec & Bozec, 2010; Doidge, 2004; Klein, Shapiro, & Young, 2005). A continuación, se definen en forma detallada cada una de las variables de los modelos presentados anteriormente. Una versión resumida se puede consultar más adelante en el Anexo B.

### **5.3.1. Definición de variables**

#### **Variable dependiente (Costo de capital)**

Para estimar el costo de capital se usó el concepto de costo implícito de capital (CIC), definido este como la tasa interna de retorno que iguala el valor de mercado de un activo dado con el valor presente de los flujos de caja esperados (Lee et al., 2010). De forma similar a lo hecho en los estudios de Dhaliwal et al. (2006), Hail & Leuz (2006), Attig et al. (2008), Hail & Leuz (2009), Boubakri et al. (2010), El Ghouli, Guedhami, Kwok, & Mishra (2011) se utilizaron los modelos de Claus & Thomas (2001), Easton (2004) y Ohlson & Juettner-Nauroth (2005) para estimar el CIC, los cuales son denominados en este documento, CIC\_CT, CIC\_E y CIC\_OJ, respectivamente. La información para estimar el CIC proviene de tres fuentes: (a) informes anuales, (b) Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y (c) Banco de La República.

Dado que existe poca evidencia en la literatura sobre la superioridad empírica de alguno de estos modelos (Attig et al., 2008), y con el objetivo de asegurar que los resultados no están direccionados por un método específico, los resultados principales de este estudio

siguen la metodología usada por Boubakri et al. (2010) y Hou, Van Dijk, & Zhang (2012), quienes usan el promedio de los modelos como estimación del CIC (CIC\_PROM). En el

Anexo C se presentan en detalle cada uno de los tres modelos usados para estimar el CIC.

### **Variables independientes**

#### **Gobierno corporativo**

Para aproximar el nivel de gobierno corporativo se usó el Código País. Este código refleja una amplia variedad de prácticas dirigidas a los emisores de valores en el mercado colombiano. La medición se basó en el índice de gobierno corporativo Código País (IGCCP) de Lagos & Vecino (2011). Este es un índice simple que asigna el valor de uno (1) cuando la empresa afirmó adoptar dicha práctica y cero (0) en caso contrario.

El IGCCP mantiene la estructura del Código País, se compone de 41 prácticas de gobierno corporativo, las cuales están agrupadas en cuatro clases: (a) asamblea general de accionistas, comprende prácticas relacionadas con el proceso de convocatoria y celebración de la asamblea. Además de prácticas para garantizar un trato equitativo hacia los accionistas (valor máximo 11); (b) junta directiva, incluye prácticas referentes al tamaño, conformación y funcionamiento de este órgano de gobierno. También contempla la existencia y funcionamiento de comités que apoyan la gestión de la junta directiva, tales como, comité de gobierno corporativo, comité de auditoría y comité de nombramientos y retribuciones (valor máximo 15); (c) revelación de información financiera y no financiera, comprende prácticas de divulgación de información para permitir a los grupos de interés y al mercado en general un conocimiento apropiado sobre la situación de la empresa, de tal forma que dispongan de elementos de juicio suficientes para la toma de decisiones de manera informada (valor máximo 13); y (d) resolución de controversias, contempla prácticas para permitir una pronta y efectiva solución de las controversias que se puedan presentar con ocasión de las relaciones entre el emisor, sus accionistas y sus administradores (valor máximo 2). En el Anexo D se presentan en detalle las 41 prácticas de gobierno corporativo incluidas en este trabajo.

Este estudio contempló las prácticas de gobierno corporativo desde dos perspectivas. En primer lugar, se consideró la adopción de dichas prácticas a nivel general. Para ello, la variable IGCCP incluyó la sumatoria de las puntuaciones obtenidas en cada una de las 41 prácticas. En segundo lugar, se consideraron las prácticas de gobierno corporativo a nivel de cada uno de los tres primeros grupos descritos anteriormente. De esta forma, se

crearon tres variables adicionales de gobierno corporativo (ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN) que incluyeron la sumatoria obtenida en cada grupo de prácticas.

### **Atributos de EF**

A pesar del avance en el estudio de la EF, es difícil encontrar consenso acerca de lo que es una empresa de este tipo. Sin embargo, la mayor parte de los trabajos existentes definen la EF a partir de combinaciones entre la propiedad, el control y la dirección familiar. De acuerdo con Lagos & Botero (2016) estas combinaciones pueden ser agrupadas en cinco categorías para el caso Iberoamericano: (a) miembros familiares en la alta dirección; (b) miembros familiares en la junta directiva; (c) miembros de la familia fundadora como CEO o como miembro de la junta directiva; (d) participación de la familia en la estructura de propiedad; y (e) participación de la familia en la estructura de propiedad y en la junta directiva.

Las empresas son herramientas legales al servicio de relaciones contractuales entre individuos (Jensen & Meckling, 1976). Dichos contratantes o accionistas pueden ser los propietarios del capital de la empresa, sin embargo, esto no implique que controlen la empresa (Oswald y Jahera, 1991). Teniendo en cuenta lo anterior, en este trabajo se optó por usar el control familiar para distinguir entre EF y ENF.

La legislación colombiana indica que todos los emisores de valores deben informar al mercado la participación accionaria de sus 20 principales accionistas (SFC, 2013). A partir de esta información, se consolidaron los derechos de voto de todos los miembros pertenecientes a una misma familia para identificar las familias accionistas. Para hacer esto se tuvieron en cuenta los apellidos de cada accionista reportado entre los principales 20 accionistas. Siguiendo a Villalonga y Amit (2006) se definió una EF como aquella empresa en la que una familia es el accionista con la mayor participación en los derechos de voto (FAM1). En los casos donde el accionista reportado es otra empresa se procedió a identificar mediante información pública<sup>24</sup> si dicha empresa es controlada por una familia. En caso de pertenecer a la misma familia, los derechos de voto de la empresa controlante se sumaron al grupo familiar.

---

<sup>24</sup> La verificación se hace mediante la consulta de la respectiva empresa accionista en la base de datos de la Superintendencia de Sociedades, a través de esta consulta es posible identificar el representante legal y los miembros de junta para determinar si pertenecen a determinada familia.



Identificar a los accionistas de una misma familia a partir de sus nombres y apellidos puede conducir a subestimar la participación de la familia en la propiedad de la empresa, dado que pueden existir familiares que no lleven los apellidos de la familia (esposos, cuñados, suegros, etc.). En este sentido, para disminuir dicho sesgo se usó un enfoque de variables dummy, este enfoque es considerado más robusto que usar el porcentaje en los derechos de voto (Anderson et al., 2003).

Con base en las consideraciones anteriores, se calcularon cuatro variables dummy que identifican la presencia de un grupo familiar como controlante de la empresa. La variable FAM1 identifica las empresas donde el primer accionista controlante es una familia. La variable FAM12 identifica las empresas donde los dos primeros accionistas controlantes son familias. La variable FAM1\_NOFAM2 identifica a las empresas donde el primer accionista controlante es una familia y el segundo controlante es una ENF. La variable FAM12\_NOFAM3 identifica a las EF (FAM12) donde el tercer accionista controlante es una familia y el segundo controlante es una ENF. Finalmente, se identificaron las EF donde el CEO era un miembro de la familia (CEO\_FAM).

### **Variables de control**

Diferentes características a nivel de empresa fueron identificadas a partir informes anuales e información pública en un conjunto de variables de control para las cuales existe evidencia en la literatura de su relación con el costo de capital. La teoría sugiere que una buena medida de la rentabilidad esperada deberá estar relacionada con el nivel de riesgo (Ashbaugh et al., 2004). El tamaño de la empresa, la sensibilidad del rendimiento respecto al mercado, el nivel de endeudamiento y las oportunidades de crecimiento, han sido usadas ampliamente en la literatura como aproximaciones para el nivel de riesgo (Ashbaugh et al., 2004; Attig et al., 2008; Boubakri et al., 2010; Mazzotta & Veltri, 2014; Pham et al., 2012; Reverte, 2009; Tran, 2014; Upadhyay & Sriram, 2011; Zhu, 2014).

Teniendo en cuenta estos estudios se han calculado las variables TAMAÑO, BETA, ENDEUDAMIENTO y MERCADO\_LIBROS, respectivamente, para aproximar estas características en las empresas. El tamaño de la empresa (TAMAÑO) fue calculado como el logaritmo natural de los activos (Jara-Bertin & López-Iturriaga, 2014). Siguiendo a

Ashbaugh et al. (2004) y Byun et al. (2008) se midió la volatilidad de las acciones respecto al mercado en la variable BETA, calculada como en la ecuación (32).

$$BETA = \text{COVARIANZA}(\text{ACCIÓN}, \text{COLCAP}) / \text{VARIANZA}(\text{COLCAP}) \quad (32)$$

Donde COLCAP es el índice oficial de la BVC que refleja las variaciones de los precios de las 20 acciones más líquidas. Para el cálculo del BETA se usó información histórica mensual que incluyó un mínimo de 18 meses y un máximo de 60 meses.

La variable MERCADO\_LIBROS es calculada como el cociente entre el valor de mercado de la acción y el valor en libros de la acción (Ashbaugh et al., 2004; Boubakri et al., 2010).

El nivel de endeudamiento de la empresa (ENDEUDAMIENTO) fue calculado como la relación entre el total de la deuda y el total del patrimonio (Boubakri et al., 2010).

Algunos estudios han mostrado que una mayor capacidad de respuesta de los demás accionistas frente al accionista controlante es un elemento clave que impide o dificulta la expropiación de los accionistas minoritarios (Bozec et al., 2014; Jara-Bertin & López-Iturriaga, 2014; Jara-Bertin, López-Iturriaga, & López-de-Foronda, 2008). En la variable CONTEST se mide la capacidad de respuesta del segundo y tercer accionista controlante frente al primer accionista controlante. CONTEST es calculada como el cociente entre la suma de los derechos de voto del segundo y tercer accionista controlante y los derechos de voto del primer accionista controlante.

Finalmente, el conjunto de variables dummy SECTOR y AÑO identifican el sector económico en el cual la empresa desarrolla su actividad principal (Industria, Financiero, Agroindustria, Servicios, Construcción o Servicios Públicos) y el año específico del periodo de estudio (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014), respectivamente.

#### **5.4. Estadísticos descriptivos**

La muestra final estuvo compuesta de 340 observaciones-año correspondientes a 64 empresas. En la Tabla 2 se observa la importancia de las EF entre las empresas listadas en la BVC. El 54.7% de las empresas de la muestra son EF. Las EF están presentes y son mayoría en todos los sectores económicos considerados en este estudio, salvo el sector de servicios públicos. Se destaca la marcada importancia de las EF en los sectores industria, agroindustria y construcción donde representan más del 70% de la muestra. No

obstante, la marcada importancia de la EF en la economía se observó que solo el 34.3% de ellas tienen como CEO a un miembro de la familia.

Tabla 2. Distribución de la muestra por sector económico

Sector	Muestra completa	ENF	EF	Porcentaje de EF
Panel A. Empresas por sector y carácter familiar				
	64 (340)	29 (151)	35 (189)	54.7 (55.6)
Industria	14 (72)	4 (19)	10 (53)	71.4 (73.6)
Financiero	13 (78)	6 (31)	7 (47)	53.8 (60.3)
Agroindustria	10 (56)	2 (13)	8 (43)	80 (76.8)
Servicios	9 (48)	4 (23)	5 (25)	55.6 (52.1)
Construcción	7 (26)	2 (8)	5 (18)	71.4 (69.2)
Servicios Públicos	11 (60)	11 (57)	0 (3)	0 (5)
Panel B. Otras características de la muestra				
CEO Familiar	12 (60)	0 (2)	12 (58)	34.3 (30.7)

**Notas:** Esta tabla reporta la distribución de la muestra de acuerdo con el sector y el carácter familiar. Las empresas son consideradas EF cuando el primer accionista controlante es una familia (FAM1). Los datos corresponden a 340 observaciones-año de 64 empresas durante 2008-2014. Si una observación-año cambió de EF a ENF o viceversa, para el cálculo del número de empresas se consideró la primera condición. En el caso de las observaciones-año se tomó EF o ENF según correspondía. Entre paréntesis se presentan los valores para las observaciones-año de la muestra.

**Fuente:** Este estudio

En la Tabla 3 se presentan los principales estadísticos descriptivos para variables seleccionadas del modelo de investigación. Se evidencia que las EF son bastante diferentes de las ENF. Respecto a las prácticas de gobierno corporativo se encontró que las EF presentan menores mediciones, tanto a nivel general (IGCCP) como a nivel de subíndices (ASAMBLEA, JUNTA, REVELACIÓN), en comparación con las ENF. Para la muestra completa se observó que el promedio del IGCCP es cercano a 29 puntos (71% del valor máximo posible). En las EF fue de 25.66 puntos (63% del valor máximo posible), mientras que en las ENF fue de 33.19 (81% del valor máximo posible). Estas cifras sugieren la necesidad de adelantar iniciativas que ayuden a mejorar los estándares de gobierno corporativo en Colombia, en especial en las EF.

En cuanto a las variables de control, no se encontraron diferencias significativas entre EF y ENF en los niveles de ENDEUDAMIENTO. De forma general, se encontró que las EF son en promedio empresas más pequeñas (TAMAÑO), menos riesgosas (BETA), con menores

oportunidades de crecimiento (MERCADO\_LIBROS), con menor capacidad de respuesta de sus accionistas frente a los accionistas controlantes (CONTEST) y con mayor costo de capital (CIC\_PROM). En el numeral 6.2 se presenta un análisis detallado de la estimación del costo de capital. En la Tabla 4 se presenta la matriz de correlaciones para las principales variables del modelo de investigación.

Tabla 3. Estadísticos descriptivos para la muestra total

	Muestra completa (340)					ENF (151)					EF (189)					Comparación de Medias
	Media	Mediana	Desv.	Mín.	Máx.	Media	Mediana	Desv.	Mín.	Máx.	Media	Mediana	Desv.	Mín.	Máx.	
Atributos de gobierno corporativo																
IGCCP	29.01	28.75	7.22	11.33	41.00	33.19	33.33	5.98	14.33	41.00	25.66	24.27	6.34	11.33	41.00	7.526***
ASAMBLEA	8.89	9.00	1.63	3.50	11.00	9.87	10.00	1.14	5.00	11.00	8.11	8.50	1.53	3.50	11.00	1.758***
JUNTA	9.90	9.33	2.84	2.83	15.00	11.23	11.50	2.85	4.33	15.00	8.84	8.33	2.35	2.83	15.00	2.398***
REVELACIÓN	8.93	8.83	2.91	2.00	13.00	10.44	11.00	2.34	4.33	13.00	7.72	7.67	2.76	2.00	13.00	2.716***
Características de las empresas																
CONTEST	0.33	0.21	0.36	0.00	1.45	0.38	0.25	0.35	0.00	1.39	0.30	0.16	0.37	0.00	1.45	0.073**
BETA	0.24	0.14	1.71	-29.34	1.95	0.47	0.46	0.54	-0.95	1.75	0.05	0.00	2.22	-29.34	1.95	0.421***
TAMAÑO	13.99	13.84	2.16	9.43	18.61	14.55	14.71	2.14	9.65	18.61	13.54	13.66	2.06	9.43	18.02	1.012***
MERCADO_LIBROS	1.43	1.10	1.27	0.15	8.21	1.75	1.33	1.60	0.15	8.21	1.16	0.94	0.85	0.17	5.41	0.589***
ENDEUDAMIENTO	1.39	0.39	2.71	0.00	25.68	1.37	0.39	3.10	0.01	25.68	1.41	0.39	2.36	0.00	12.44	-0.040
CIC_PROM	0.14	0.12	0.08	0.02	0.55	0.12	0.10	0.07	0.02	0.41	0.15	0.14	0.09	0.02	0.55	-0.029***

**Notas:** Esta tabla reporta los principales estadísticos descriptivos (media, mediana, desviación estándar, mínimo, máximo) para las principales variables del modelo de investigación. Los estadísticos se presentan para la muestra completa y discriminando por EF y ENF. Para la clasificar las empresas en EF y ENF se considera una empresa como familiar cuando el primer accionista controlante es una familia. Los estadísticos corresponden a un panel de datos no balanceado de 64 empresas (340 observaciones-año) listadas en la BVC durante el periodo 2008-2014. La definición de las variables se presenta en el Anexo B. La prueba de medias es una t de student donde se asumen varianzas diferentes. \*, \*\*, \*\*\*, indican nivel de significancia del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

**Fuente:** Elaboración propia

Tabla 4. Matriz de correlaciones para las principales variables

	IGCCP	ASAMBLEA	JUNTA	REVELACIÓN	CIC_PROM	FAM1	FAM12	BETA	TAMAÑO	ML	DEUDA	LISTADA_E
IGCCP	1.000											
ASAMBLEA	0.850***	1.000										
JUNTA	0.910***	0.700***	1.000									
REVELACIÓN	0.935***	0.725***	0.751***	1.000								
CIC_PROM	-0.184***	-0.221***	-0.124**	-0.177***	1.000							
FAM1	-0.519***	-0.538***	-0.420***	-0.465***	0.179***	1.000						
FAM12	-0.352***	-0.394***	-0.285***	-0.290***	-0.124**	0.397***	1.000					
BETA	0.218***	0.196***	0.166***	0.227***	-0.041	-0.123**	-0.221***	1.000				
TAMAÑO	0.514***	0.415***	0.501***	0.494***	0.121**	-0.234***	-0.357***	0.200***	1.000			
ML	0.275***	0.294***	0.196***	0.256***	-0.227***	-0.230***	-0.124**	0.088	0.102*	1.000		
DEUDA	0.115**	0.032	0.105*	0.143***	0.320***	0.007	-0.023	0.027	0.396***	0.142***	1.000	
LISTADA_E	0.523***	0.462***	0.528***	0.468***	-0.24***	-0.278***	-0.123**	0.208***	0.576***	0.216***	-0.016	1.000

**Notas:** Esta tabla reporta las correlaciones entre las principales variables del modelo. En el Anexo B se presenta en detalle la definición de las variables. ML es la variable MERCADO-LIBROS y DEUDA es la variable ENDEUDAMIENTO. \*, \*\*, \*\*\*; indican nivel de significancia del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

**Fuente:** Este estudio

## 6. Resultados

En este numeral se presentan los principales resultados de este trabajo. En primer lugar, se realiza una contextualización de la estructura de propiedad en las empresas colombianas. Posteriormente, se presentan los resultados relacionados con el costo de capital. Finalmente, se presenta el análisis de la relación entre gobierno corporativo, control familiar y el costo de capital.

### 6.1. Concentración de la propiedad

En la Tabla 5 se presentan los estadísticos descriptivos para las coaliciones entre los tres primeros accionistas controlantes. En el Panel A de la Tabla 5 se observa que las empresas de la muestra tenían una estructura de propiedad concentrada en uno o máximo dos accionistas.

Tabla 5. Descriptivos para la distribución de los tres primeros grandes accionistas

Accionista	Familiar	Estatal	Financiero	NO Financiero	Minoritarios
Panel A. Distribución por tipo de accionista (340 observaciones-año)					
Primero	55.6 (66.8)	12.6 (60.9)	6.5 (67.8)	25.3 (60.8)	- (0)
Segundo	23.8 (18.2)	10.9 (19.8)	2.6 (14.6)	7.4 (18.3)	55.3 (4)
Tercero	10.9 (12.5)	1.8 (15.8)	0.3 (11.4)	0.6 (10.5)	86.5 (2.6)
Panel B. Distribución cuando el primer accionista es familiar (189 observaciones-año)					
Segundo	29.6 (19.4)	3.7 (17.5)	2.6 (11.7)	4.8 (14.8)	59.3 (3.3)
Tercero	7.9 (14.5)	- -	- -	1.1 (10.5)	91.0 (1.9)
Panel C. Distribución cuando el primer y segundo accionista son familiares (56 observaciones-año)					
Tercero	21.4 (14.7)	- -	- -	- -	78.6 (1.5)

**Notas:** Esta tabla reporta la distribución porcentual por tipo de accionista para los tres primeros grandes accionistas. Entre paréntesis se muestra el promedio de la participación porcentual de cada accionista en la estructura de propiedad. Se considera como accionista minoritario aquel que tiene menos del 10% en la estructura de propiedad.

**Fuente:** Este estudio

La concentración en la estructura de propiedad es tan alta que los accionistas minoritarios serían el segundo mayor accionista en el 55.3% de las veces y el tercero en el 86.5%. Se destaca que los grupos familiares presentan la mayor participación en la estructura de propiedad en comparación con los otros tipos de grandes accionistas. En este sentido, los grupos familiares siempre superan a los demás grandes accionistas como mayor accionista en cualquiera de los tres niveles; primero (55.6%), segundo (23.8%) y tercero (10.9%). En el Panel B de la Tabla 5 se observa que cuando un grupo familiar es el primer accionista controlante es habitual encontrar a otro grupo familiar (29.6%) o a los accionistas minoritarios (59.3%) en la segunda posición de accionistas. Las combinaciones familiar-estado (3.7%), familiar-financiero (2.6%) y familiar-NO financiero (4.8%) son bastante menos habituales para esta posición. Como tercer mayor accionista solamente grupos familiares (7.9%) y accionistas minoritarios (91.0%) participan en la propiedad cuando una familia es el primer accionista controlante.

Finalmente, en el Panel C de la Tabla 5 se observa que la situación anterior se repite cuando los dos primeros accionistas controlantes son grupos familiares, solamente participan como tercer mayor accionista controlante los grupos familiares (21.4%) y los accionistas minoritarios. Los datos mostrados anteriormente, confirman la presencia mayoritaria de los grupos familiares en la estructura de propiedad de las empresas colombianas. Esto implica considerar que en el caso colombiano, la coalición de accionistas familiar-familiar podría asociarse con la extracción de beneficios privados entre estos dos grupos de accionistas mediante el alineamiento de sus intereses (Attig et al., 2008).

## **6.2. Costo de capital**

### **6.2.1. Descriptivos para el costo de capital**

En este trabajo se usó como estimación del costo de capital el concepto de CIC, definido este como la tasa interna de retorno que iguala el valor de mercado de un activo dado con el valor presente de sus flujos de caja esperados (Lee et al., 2010). El CIC fue estimado a partir del promedio anual de tres modelos usados ampliamente en la literatura: Claus y Thomas (2001), Easton (2004) y Ohlson & Juettner-Nauroth (2005), los cuales han sido denominados en este documento CIC\_CT, CIC\_E y CIC\_OJ, respectivamente. Estos modelos fueron presentados previamente en el numeral 4.5.2.



Los modelos CIC\_CT, CIC\_E y CIC\_OJ requieren para su estimación de los pronósticos de utilidades para los periodos  $t + 1$  hasta  $t + 5$  en cada empresa  $i$ . Estos pronósticos son obtenidos a partir del modelo de Hou et al. (2012), el cual fue descrito en el numeral 5.1.1 y sus resultados fueron presentados en el numeral 5.1.2. Para ello, se multiplicaron los valores de las variables independientes en el año  $t$  de cada empresa  $i$  con los coeficientes estimados en el modelo de regresión para los periodos  $t + 1$  hasta  $t + 5$  de acuerdo con la ecuación (29).

La Tabla 6 resume las estimaciones del CIC para las empresas listadas en Colombia. El Panel A reporta los principales estadísticos descriptivos tanto para los modelos CIC\_CT, CIC\_E y CIC\_OJ como para el promedio de ellos (CIC\_PROM). Comparando los tres modelos, el CIC\_E es la estimación más alta, en la muestra completa el promedio del CIC\_E es de 0.188. En tanto que el modelo CIC\_OJ es la de menor valor, 0.099. El valor estimado mediante CIC\_CT se ubicó entre estas estimaciones anteriores, con un promedio de 0.128 para la muestra total.

Los resultados principales de este trabajo son presentados a través de la variable CIC\_PROM, donde se incluye el promedio anual de los modelos CIC\_CT, CIC\_OJ y CIC\_E. La media de CIC\_PROM en la muestra total es 0.138 con una la desviación estándar de 0.082. El Panel B de la Tabla 6 reporta los coeficientes de correlación para las tres estimaciones del CIC y para el promedio de ellas. Se encontró que las correlaciones entre los tres modelos y CIC\_PROM estaban en el rango de 0.776 (CIC\_OJ vs. CIC\_PROM) y 0.845 (CIC\_E vs. CIC\_PROM). Estos resultados son similares a los presentados en trabajos anteriores. Por ejemplo, Attig et al. (2008) y Boubakri et al. (2010) reportaron correlaciones entre 0.808 y 0.919 para los mismos modelos. Teniendo en cuenta las altas correlaciones encontradas, se considera que el CIC\_PROM es una buena aproximación para el CIC en las empresas colombianas.

Tabla 6. Estimaciones del costo de capital para empresas en Colombia

Panel A. Descriptivos para las estimaciones del CIC				
Año (Observaciones)	CIC_CT	CIC_E	CIC_OJ	CIC_PROM
2008 (34)	0.137	0.220	0.112	0.156
2009 (39)	0.125	0.164	0.096	0.128
2010 (47)	0.114	0.154	0.087	0.118
2011 (52)	0.117	0.187	0.091	0.132
2012 (54)	0.125	0.201	0.104	0.143
2013 (55)	0.123	0.188	0.094	0.135
2014 (59)	0.151	0.202	0.108	0.154
Mínimo	0.041	0.000	0.000	0.016
Percentil 25	0.078	0.098	0.055	0.077
Mediana	0.102	0.159	0.078	0.121
Desviación	0.078	0.143	0.075	0.082
Media	0.128	0.188	0.099	0.138
Percentil 75	0.153	0.228	0.117	0.173
Máximo	0.584	0.980	0.562	0.549

  

Panel B. Coeficientes de correlación entre las estimaciones del CIC				
	CIC_CT	CIC_E	CIC_OJ	CIC_PROM
CIC_CT		0.451	0.841	0.835
CIC_E			0.395	0.845
CIC_OJ				0.801

**Notas:** En Panel A de esta tabla reporta los principales estadísticos descriptivos de las estimaciones del CIC (expresado en notación decimal) para cada uno de los tres modelos y para la estimación promedio. Los estadísticos corresponden a un panel de datos no balanceado de 64 empresas (340 observaciones-año) listadas en la BVC durante el periodo 2008-2014. CIC\_PROM es la aproximación usada en este estudio para el CIC y está estimado como el promedio aritmético de los modelos CIC\_CT, CIC\_E, y CIC\_OJ, donde estos últimos son las estimaciones obtenidas a partir de los modelos de Claus y Thomas (2001), Easton (2004) y Ohlson y Juettner-Nauroth (2005), respectivamente. El panel B reporta en la diagonal superior los coeficientes de correlación de Pearson, todas las correlaciones son significativas a nivel del 1%. En el Anexo C se presentan de forma detallada cada uno de los tres modelos usados para la estimación del CIC.

**Fuente:** Este estudio

### 6.2.2. Validación del costo de capital

La teoría sugiere que una buena medida de la rentabilidad esperada deberá estar relacionada con el nivel de riesgo (Ashbaugh et al., 2004). El tamaño de la empresa

(TAMAÑO), la sensibilidad del rendimiento respecto al mercado (BETA), el endeudamiento (ENDEUDAMIENTO) y la relación entre el valor de mercado y el valor en libros (MERCADO-LIBROS) han sido usadas ampliamente en la literatura como aproximaciones para el nivel de riesgo, ver por ejemplo, Ashbaugh et al. (2004), Attig et al. (2008), Reverte (2009), Boubakri et al. (2010), Upadhyay & Sriram (2011), Pham et al. (2012), Mazzotta & Veltri (2014), Tran (2014) y Zhu (2014), entre otros.

Siguiendo a Ashbaugh et al. (2004) y Tran (2014), se comprobó la validez de la estimación del CIC\_PROM mediante el modelo de regresión de la ecuación (33). Este modelo analizó la relación entre cuatro indicadores de riesgo (TAMAÑO, BETA, ENDEUDAMIENTO, MERCADO-LIBROS) y el valor estimado promedio del CIC (CIC\_PROM).

$$\text{CIC\_PROM} = \beta_0 + \beta_1 \text{TAMAÑO} + \beta_2 \text{BETA} + \beta_3 \text{ENDEUDAMIENTO} + \beta_4 \text{MERCADO\_LIBROS} + \sum_{t=2008}^{2014} \alpha_t \text{AÑO} + \sum_{s=1}^7 \gamma_s \text{SECTOR} + \varepsilon \quad (33)$$

Donde CIC\_PROM es el promedio del CIC y es calculado a partir de los valores anuales obtenidos para los modelos CIC\_CT, CIC\_E y CIC\_OJ. TAMAÑO es el logaritmo natural de los activos. BETA es un indicador de riesgo de la acción y es calculado a partir del modelo CAPM Local mediante regresión simple por mínimos cuadrados ordinarios, para el cálculo del BETA se usó información histórica de 18 meses (mínimo) y 60 meses (máximo). Como aproximación para el rendimiento del mercado se usó el Índice Colcap de la BVC. ENDEUDAMIENTO es la relación entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MERCADO\_LIBROS es la relación entre el valor de mercado y el valor en libros de la acción. Finalmente, AÑO y SECTOR son un conjunto de variables dummy que identifican el año respectivo del periodo de estudio 2008-2014 y el sector económico en el cual la empresa desarrolla su actividad principal (Industria, Financiero, Agroindustria, Servicios, Construcción y Servicios Públicos).

De acuerdo con la teoría, se espera una relación negativa entre el CIC\_PROM y las variables TAMAÑO y MERCADO\_LIBROS. Es común que las grandes empresas tengan mayor diversificación en sus actividades, lo cual puede traducirse en un menor nivel de riesgo (Bozec & Bozec, 2010). La relación MERCADO\_LIBROS es asociada con las oportunidades de crecimiento, empresas con mayores valores en esta relación son consideradas por los inversores como empresas donde existen mayores posibilidades de

obtener ganancias, por lo tanto, están dispuestos a exigir una menor rentabilidad (Fama & French, 1998, 2006b).

En tanto que, se espera una relación positiva entre el CIC\_PROM y las variables BETA y ENDEUDAMIENTO. El indicador BETA muestra la sensibilidad en el rendimiento de un activo dado respecto a un portafolio de mercado (González, 2001), a mayor BETA mayor riesgo (Black, 1972; Lintner, 1965; Sharpe, 1964). El costo de capital no es independiente de la estructura de capital (Modigliani & Miller, 1958), un mayor endeudamiento puede traducirse en una mayor percepción de riesgo asociada a la posibilidad de quiebra (Bozec & Bozec, 2010).

Las columnas (1) a (4) de la Tabla 7 presentan los resultados de la regresión donde el CIC fue analizado de forma independiente para cada una de las cuatro aproximaciones del riesgo (BETA, TAMAÑO, MERCADO\_LIBROS, ENDEUDAMIENTO), además de controlar por cada año del periodo 2008-2014 y por los siete sectores económicos (Industria, Financiero, Agroindustria, Servicios, Construcción y Servicios Públicos). La columna (5) presenta el modelo de regresión donde se incluyeron las cuatro aproximaciones del riesgo y los controles.

Los resultados son consistentes con la teoría y la evidencia empírica en todos los indicadores de riesgo, no obstante, el BETA es el único indicador que no es significativo, los demás son significativos al nivel del 1%. Específicamente, se encontró que el CIC\_PROM está relacionado de forma positiva con el BETA y con el ENDEUDAMIENTO. Respecto a la relación MERCADO\_LIBROS y TAMAÑO se encontró que dicha relación es negativa. Cuando se consideran los controles y los indicadores de riesgo en conjunto se observó que estos explican el 28.75% de la variación del CIC\_PROM. En general, se considera que el CIC\_PROM es una buena aproximación para el costo de capital de las empresas en Colombia. Los resultados presentados en la Tabla 7 son superiores o similares a los reportados en estudios recientes<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> Reverte (2009), Mazzotta & Veltri (2014) y Tran (2014) reportaron un R<sup>2</sup> Ajustado de 7.7%, 7.2% y 16%, respectivamente. Otros estudios han encontrado un R<sup>2</sup> Ajustado superior al de este trabajo. Por ejemplo, Pham et al. (2012) reportaron 49.3%.

Tabla 7. Validación del costo de capital

Indicador de Riesgo	Signo esperado	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
BETA (x100)	+	-0.122 (-0.42)				0.074 (0.51)
TAMAÑO (x100)	-		-0.103 (-0.43)			-0.636*** (-2.88)
MERCADO_LIBROS (x100)	-			-1.607*** (-5.06)		-1.957*** (-5.79)
ENDEUDAMIENTO (x100)	+				0.965*** (3.37)	1.166*** (4.58)
AÑO		SI	SI	SI	SI	SI
SECTOR		SI	SI	SI	SI	SI
INTERCEPTO	?	0.102*** (6.53)	0.115*** (3.12)	0.124*** (8.08)	0.089*** (5.93)	0.200*** (5.93)
R <sup>2</sup> Ajustado		0.136	0.136	0.185	0.181	0.286

**Notas:** Esta tabla presenta la validación para el promedio del CIC en 340 observaciones-año. La variable dependiente es CIC\_PROM, esta representa el promedio del CIC y es calculado a partir de los valores anuales obtenidos para los modelos CIC\_CT, CIC\_E y CIC\_OJ. TAMAÑO es el logaritmo natural de los activos. BETA es el indicador de riesgo de la acción y es calculado a partir del modelo CAPM Local a través de regresión simple por mínimos cuadrados ordinarios, para el cálculo del BETA se usó información histórica de 18 meses (mínimo) y 60 meses (máximo), como aproximación para el rendimiento del mercado se usó el Índice Colcap de la BVC. ENDEUDAMIENTO es la relación entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MERCADO\_LIBROS es la relación entre el valor de mercado y el valor en libros de la acción. AÑO es un conjunto de variables dummy que identifican cada año del periodo de estudio 2008-2014. Sector es un conjunto de variables dummy para identificar el sector económico en el cual la empresa desarrolla su actividad principal (Industria, Financiero, Agroindustria, Servicios, Construcción y Servicios Públicos). Los coeficientes fueron estimados a partir de mínimos cuadrados ordinarios. (x100) indica que el coeficiente estimado ha sido multiplicado por 100 para efectos de presentación. Entre paréntesis se muestra el estadístico t corregido mediante errores estándar robustos. \*\*\*, \*\*, \*, indican nivel de significancia de 1%, 5%, y 10%, respectivamente.

**Fuente:** Este estudio

### 6.2.3. Costo de capital y control familiar

Con el objetivo de determinar si existen diferencias en el costo de capital entre EF y ENF se han utilizado tres aproximaciones para identificar las EF: (a) FAM1, una empresa es considerada como EF cuando el accionista con mayor proporción en los derechos de voto es un grupo familiar (Villalonga & Amit, 2006); (b) FAM12, se considera EF cuando los dos accionistas con mayor proporción en los derechos de voto son grupos familiares; y (c) FAM\_MAYORITARIA, una empresa es considerada como EF cuando los accionistas familiares (uno o varios grupos) poseen más del 50% de los derechos de voto (Abor & Biekpe, 2007; Gómez-Betancourt et al., 2012). En la Tabla 8 se observa que el costo de capital es mayor en las EF cuando un grupo familiar es el mayor accionista controlante (FAM1) y cuando una o más familias tienen la mayoría de los derechos de voto (FAM\_MAYORITARIA). No obstante, cuando dos grupos familiares son el primero y segundo accionista controlante el costo de capital es menor en las EF.

En el Panel A se observa que la muestra total (2008-2014) presenta una diferencia de 2.9 puntos porcentuales en el CIC\_PROM, a favor de las ENF, cuando se usa la variable FAM1 para identificar las EF. De acuerdo con esta definición, el 55.6% de las observaciones-año son EF. En el Panel B se observa que dicha diferencia es de 2.7 puntos porcentuales, a favor de las EF, cuando la variable usada es FAM12. Bajo esta definición, el 16.5% de las observaciones-año fueron clasificadas como EF. Finalmente, en el Panel C se observa que la diferencia es de 2.1 puntos porcentuales, a favor de las ENF, cuando la definición de EF está asociada con la mayoría en los derechos de votos (FAM\_MAYORITARIA). Según esta definición el 46.5% de las observaciones-año son EF. Se destaca que todas las diferencias mencionadas anteriormente son significativas a nivel del 1%.

Los resultados anteriores pueden indicar que cuando una familia o grupo familiar es el accionista controlante existe mayor probabilidad de que se presente el efecto de atrincheramiento identificado en Boubakri et al. (2010). Sin embargo, cuando dos familias confluyen como el primer y segundo accionista controlante es más probable que se presente un efecto de alineamiento planteado en Boubakri et al. (2010) que conduce a un menor costo de capital en las EF. No obstante, este efecto se revertiría cuando las familias son los accionistas que poseen mayor cantidad de los derechos de votos.

Tabla 8. Comparación del costo de capital de acuerdo con el carácter familiar

Panel A: Comparación de medias usando FAM1						
Periodo	Observaciones		CIC_PROM		Comparación de medias	
	ENF	EF	ENF	EF	Diferencia	Estadístico t
2008	13	21	0.145	0.164	-0.019	-0.746
2009	18	21	0.103	0.150	-0.047**	-2.192
2010	23	24	0.099	0.137	-0.039**	-2.373
2011	23	29	0.126	0.136	-0.010	-0.493
2012	24	30	0.108	0.172	-0.064***	-2.717
2013	24	31	0.121	0.146	-0.024	-1.120
2014	26	33	0.153	0.154	-0.000	-0.004
2008-2014	151	189	0.122	0.151	-0.029***	-3.414
Panel B: Comparación de medias usando FAM12						
2008	27	7	0.161	0.137	0.025	1.145
2009	31	8	0.128	0.129	0.000	-0.003
2010	40	7	0.119	0.114	0.006	0.308
2011	44	8	0.135	0.111	0.024*	1.358
2012	45	9	0.152	0.099	0.053**	2.180
2013	47	8	0.138	0.116	0.023	0.879
2014	50	9	0.162	0.108	0.054***	2.462
2008-2014	284	56	0.143	0.115	0.027***	3.216
Panel C: Comparación de medias usando FAM_MAYORITARIA						
2008	15	19	0.153	0.159	-0.006	-0.227
2009	19	20	0.105	0.151	-0.046**	-2.107
2010	27	20	0.108	0.133	-0.025**	-1.406
2011	28	24	0.127	0.137	-0.010	-0.514
2012	30	24	0.137	0.152	-0.016	-0.596
2013	31	24	0.121	0.153	-0.032*	-1.417
2014	32	27	0.147	0.161	-0.014	-0.523
2008-2014	182	158	0.128	0.150	-0.021***	-2.443

**Notas:** Esta tabla reporta las diferencias de medias para la variable CIC\_PROM (expresado en notación decimal). FAM1 identifica las empresas donde el primer accionista controlante es una familia. FAM12 identifica las empresas donde tanto el primero como el segundo accionista controlante son una familia. FAM\_MAYORITARIA identifica las empresas donde los derechos de voto de los accionistas familiares son superiores al 50%. Los promedios corresponden a un panel de datos no balanceado de 64 empresas (340 observaciones-año) listadas en la BVC durante el periodo 2008-2014. CIC\_PROM es la aproximación usada en este trabajo para estimar el CIC y es calculado como el promedio aritmético de los modelos CIC\_CT, CIC\_E, y CIC\_OJ, donde estos últimos son las estimaciones obtenidas a partir de los modelos de Claus y Thomas (2001), Easton (2004) y Ohlson y Juettner-Nauroth (2005), respectivamente. La prueba de medias es una t de student donde se asumen varianzas diferentes. \*, \*\*, \*\*\* indican nivel de significancia del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

**Fuente:** Este estudio

### **6.3. Relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital**

Para analizar el impacto del gobierno corporativo y el control familiar en el costo de capital se usaron modelos de regresión 2SLS. Esta técnica econométrica permite combinar la metodología de efectos fijos con el uso de variables instrumentales (Bozec & Bozec, 2010), siendo esto más adecuado que la regresión por mínimos cuadrados ordinarios (OLS, por sus siglas en inglés) para tratar el problema de endogeneidad que puede generar estimadores OLS sesgados e inconsistentes<sup>26</sup> (Wooldridge, 2010). A continuación, se presentan los principales resultados de este trabajo. El modelo de regresión 2SLS usado fue presentado anteriormente en las ecuaciones (30) y (31).

#### **6.3.1. Resultados para el control familiar y el gobierno corporativo a nivel de índice**

En este numeral se presenta el análisis de la relación del gobierno corporativo (a nivel de IGCCP) y el control familiar con el costo de capital. En los modelos (1) y (3) de la Tabla 9 se presentan los resultados de la primera etapa de la regresión 2SLS donde el IGCCP es la variable dependiente. Ambos modelos mostraron un alto poder explicativo para la medición de gobierno corporativo: modelo (1) ( $R^2$  ajustado: 63%, F: 28.5,  $P < 0.001$ ) y modelo (3) ( $R^2$  ajustado: 61.1%, F: 26.4,  $P < 0.001$ ). Específicamente, se encontró que la variable LISTADA\_E está relacionada de forma positiva y significativa a nivel del 1% con el IGCCP. Esto indica que las empresas colombianas listadas en mercados del extranjero presentan mayores indicadores de gobierno corporativo en comparación con las empresas que solamente se encuentran listadas en el mercado colombiano.

Lo anterior, es consistente con la evidencia empírica que ha encontrado mayores indicadores de gobierno corporativo en empresas listadas en mercados extranjeros en comparación con sus pares que solo se encuentran listadas en el mercado local (Ben-Amar & André, 2006; Bozec & Bozec, 2010; Doidge, 2004; Klein et al., 2005). Adicionalmente, se observó una baja correlación entre la variable LISTADA\_E y la variable CIC\_PROM (coeficiente de correlación: -0.24). De esta forma, se asume que la variable

---

<sup>26</sup> Algunos estudios comparativos han mostrado que el sesgo producido por la endogeneidad puede ser la explicación para los resultados contradictorios reportados en los estudios de la relación entre gobierno corporativo y aspectos del desempeño de las empresas (Börsch-Supan & Köke, 2002; Roberts & Whited, 2011; Wintoki et al., 2012).



LISTADA\_E es una variable válida para instrumentalizar el IGCCP en un modelo de regresión 2SLS.

En los modelos (2) y (4) de la Tabla 9 se presentan los resultados de la segunda etapa de la regresión 2SLS. En el modelo (2) se usó como aproximación de EF aquellas empresas donde el primer accionista controlante era una familia (FAM1). En tanto que en el modelo (4) se usaron aquellas empresas donde los dos principales accionistas controlantes eran familias (FAM12). El modelo (2) permite explicar el 21.6% de la variabilidad del CIC\_PROM. Se observó que las empresas con mayores mediciones en el IGCCP presentan menor costo de capital. El coeficiente estimado para la variable IGCCP es negativo y significativo a nivel del 10%.

En cuanto al carácter familiar, se encontró que cuando una familia es el primer accionista controlante (FAM1) el costo de capital es menor. Dicha relación es significativa a nivel del 1%. En el modelo (2) también se analiza que pasa con el costo de capital en las EF cuando el segundo accionista no es una familia (FAM1\_NOFAM2). En este caso, se observó que estas empresas presentan mayor costo de capital. Dicha relación es significativa a nivel del 1%. En cuanto a las variables de control en el modelo (2), se encontró que la variable MERCADO\_LIBROS exhibe una relación negativa y significativa a nivel del 1% con el costo de capital. También se evidenció que las empresas con mayores niveles de deuda (ENDEUDAMIENTO) presentan un mayor costo de capital, esta relación es significativa a nivel del 1%.

A partir del modelo (4) es posible explicar el 23.9% de la variabilidad del costo de capital. Se evidenció, al igual que en el modelo (2), que las empresas con mayores mediciones en el IGCCP presentan menor costo de capital. El coeficiente estimado para la variable IGCCP es significativo a nivel del 5%. Respecto al carácter familiar, en el modelo (4) se observó que las EF (FAM12) presentan menor costo de capital. Dicha relación es significativa a nivel del 1%. Se destaca que la presencia de un grupo no familiar como tercer principal accionista controlante (FAM12\_NOFAM3) en las EF no es determinante para explicar el comportamiento del costo de capital. En cuanto a las variables de control en el modelo (4), se observó que la variable MERCADO\_LIBROS exhibe una relación negativa y significativa a nivel del 1% con el costo de capital. En tanto que, las empresas con mayores niveles de deuda (ENDEUDAMIENTO) presentan un mayor costo de capital, siendo significativa esta relación al 1%.

Tabla 9. Relación del IGCCP y el control familiar con el costo de capital

	Etapa 1	Etapa 2	Etapa 1	Etapa 2
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)
Variables Independientes \ Dependiente	IGCCP	CIC_PROM	IGCCP	CIC_PROM
IGCCP (x100)		-0.948*		-0.902**
		(-1.83)		(-2.42)
FAM1	-5.999***	-0.081***		
	(-7.09)	(-2.60)		
FAM1_NOFAM2	2.633***	0.073***		
	(3.18)	(5.35)		
FAM12			-8.244***	-0.106***
			(-5.20)	(-3.26)
FAM12_NOFAM3			4.854***	0.037
			(2.93)	(1.42)
CEO_FAM	-0.482	-0.002	-1.530**	-0.003
	(-0.66)	(-0.12)	(-2.14)	(-0.21)
CONTEST	5.826***	0.047	7.597***	0.052
	(6.60)	(1.19)	(8.26)	(1.32)
BETA (x100)	-4.181	-0.020	-5.457	-0.004
	(-0.28)	(-0.21)	(-0.36)	(-0.04)
TAMAÑO	1.367***	0.008	1.329***	0.008
	(6.08)	(0.73)	(5.76)	(0.80)
MERCADO_LIBROS	-0.105	-0.016***	-0.386	-0.017***
	(-0.43)	(-3.93)	(-1.56)	(-4.29)
ENDEUDAMIENTO	0.083	0.010***	0.247*	0.011***
	(0.64)	(2.80)	(1.87)	(3.15)
LISTADA_E	3.117***		4.117***	
	(3.65)		(4.85)	
CIC_PROM	-7.541**		-10.036***	
	(-2.05)		(-2.69)	
INTERCEPTO	8.517**	0.299***	7.738**	0.294***
	(2.47)	(4.61)	(2.20)	(5.01)
SECTOR	SI	SI	SI	SI
AÑO	SI	SI	SI	SI
R <sup>2</sup> (%)	63.0	21.6	61.1	23.9

Notas: Esta tabla reporta los resultados de la regresión por mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS) donde se analizó la relación del gobierno corporativo (IGCCP) y el control familiar con el costo de capital. La muestra se compuso de un panel de datos no balanceado que incluyó 64 empresas (340 observaciones-año) para el periodo 2008-2014. La variable dependiente es CIC\_PROM. Las variables independientes son IGCCP, FAM1, FAM12, FAM1\_NOFAM2 y FAM12\_NOFAM3. Las variables de control son CEO\_FAM, CONTEST, BETA, TAMAÑO, MERCADO\_LIBROS, ENDEUDAMIENTO, SECTOR y AÑO. La variable LISTADA\_E es usada para instrumentalizar el nivel de gobierno corporativo en la primera etapa de las regresiones 2SLS. CIC\_PROM también es incluida en esta primera etapa como variable independiente. En la segunda etapa, la variable IGCCP es la variable original pero instrumentalizada como resultado de la regresión 2SLS en la primera etapa. En el Anexo B se presenta en detalle la definición de las variables. (x100) indica que el coeficiente se ha multiplicado por 100 para efectos de presentación. Entre paréntesis se muestra el estadístico t corregido mediante errores estándar robustos. \*, \*\*, \*\*\*; indican nivel de significancia del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

**Fuente:** Este estudio

### 6.3.2. Resultados para el control familiar y el gobierno corporativo a nivel de subíndices

En este numeral se presenta el análisis de la relación del control familiar y el gobierno corporativo (a nivel de los subíndices, ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN) con el costo de capital. En el modelo (1) de la Tabla 10 se reporta la primera etapa de la regresión 2SLS donde ASAMBLEA es la variable dependiente. Los resultados de esta etapa son similares a los encontrados en el numeral 6.3.1 para el IGCCP. La variable LISTADA\_E también es un fuerte predictor del gobierno corporativo a nivel de subíndices. Se observó que el poder explicativo es alto para los tres subíndices<sup>27</sup>: ASAMBLEA ( $R^2$  ajustado: 54.7%, F: 20.5,  $P < 0.001$ ), JUNTA ( $R^2$  ajustado: 54.5%, F: 20.3,  $P < 0.001$ ), REVELACIÓN ( $R^2$  ajustado: 57.7%, F: 20.6,  $P < 0.001$ ). Estos resultados confirman la fuerte relación entre la variable LISTADA\_E y las diferentes mediciones de gobierno corporativo. Lo anterior, sumado a la baja correlación que exhibe dicha variable con la medición del costo de capital (-0.24) soporta el uso de la variable LISTADA\_E como un instrumento válido para los subíndices de gobierno corporativo.

En los modelos (2), (3) y (4) de la Tabla 10 se reportan los resultados de la segunda etapa de regresión para el CIC\_PROM donde se usan los tres subíndices de gobierno corporativo (ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN, respectivamente) como variables independientes. En estos modelos se usó como aproximación de EF aquellas empresas donde el primer accionista controlante era una familia (FAM1). Los modelos son significativos para explicar el costo de capital, los resultados del  $R^2$  ajustado fueron 31.2, 20.2 y 10.4, respectivamente. Se encontró que los coeficientes para los tres subíndices de gobierno corporativo son negativos. Estos son significativos a nivel del 10% en los casos de la ASAMBLEA y JUNTA, resultados que soportan una relación inversa entre la adopción de prácticas de gobierno corporativo (a nivel de subíndices) y el costo de capital.

En cuanto al carácter familiar de las empresas, se observó que las empresas donde el principal accionista controlante es una familia presentan menor costo de capital. Dichas relaciones son significativas a nivel del 1% en los modelos (2) y (3) y a nivel del 5% en el modelo (4). La identidad del segundo accionista controlante es determinante en el costo de capital. Específicamente se encontró que la combinación de accionistas controlantes

---

<sup>27</sup> Por motivos de brevedad no se presentan los resultados de la primera etapa de regresión para los demás modelos que incluyen a los subíndices de gobierno corporativo.

familiar-no familiar (FAM1\_NOFAM2) conduce a un mayor costo de capital. Esta relación es significativa al 1% en todos los modelos (2, 3 y 4).

Respecto a las variables de control se observó que las variables MERCADO\_LIBROS y ENDEUDAMIENTO son determinantes en el costo de capital y se comportan de acuerdo con lo esperado en la teoría. Específicamente, se encontró una relación inversa y significativa al 1% en los modelos (2), (3) y (4) entre la variable MERCADO\_LIBROS y el costo de capital. En el ENDEUDAMIENTO se observó una relación positiva con el costo de capital, dicha relación es significativa en los modelos (2) y (3).

En los modelos (5), (6) y (7) de la Tabla 10 se reportan los resultados de la segunda etapa de regresión para los tres subíndices de gobierno corporativo (ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN, respectivamente). En estos modelos se usó como aproximación de EF aquellas empresas donde los dos principales accionistas controlantes eran familias (FAM12). Se observó que los modelos son significativos para explicar la variación del costo de capital, los resultados del  $R^2$  ajustado fueron 31.8, 17.7 y 9.1, respectivamente.

En cuanto a los subíndices de gobierno corporativo se observó que se mantiene el sentido de la relación con el CIC\_PROM. No obstante, el nivel de significancia es mayor. Se pasó de 10% en los modelos (2) y (3) a 5% en los modelos (4), (5) y (6).

Respecto al carácter familiar se encontró que cuando dos familias son los principales accionistas controlantes el costo de capital es menor. Dichas relaciones son significativas a nivel del 1% en los (4), (5) y (6). Se destaca que cuando el tercer accionista controlante es una ENF no es determinante para explicar el costo de capital, esto pese a que la relación con el CIC\_PROM mantiene el signo positivo.

Finalmente, las variables MERCADO\_LIBROS y ENDEUDAMIENTO se comportan de acuerdo con lo esperado. En estas variables se observaron relaciones significativas a nivel del 1% con el costo de capital que mantienen el signo negativo y positivo, respectivamente.

Tabla 10. Relación de los subíndices de gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital

Modelo	Etapa 1 Variable dependiente ASAMBLEA		Etapa 2 (Variable dependiente CIC_PROM)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)

ASAMBLEA		-0.033*			-0.033**		
		(-1.93)			(-2.55)		
JUNTA			-0.019*			-0.020**	
			(-1.86)			(-2.42)	
REVELACIÓN				-0.045			-0.036**
				(-1.55)			(-2.19)
FAM1	-1.811***	-0.083***	-0.060***	-0.099**			
	(-8.59)	(-2.68)	(-2.94)	(-2.01)			
FAM1_NOFAM2	1.027***	0.081***	0.067***	0.065***			
	(4.98)	(5.22)	(5.46)	(3.82)			
FAM12					-0.109***	-0.090***	-0.121***
					(-3.47)	(-3.27)	(-2.72)
FAM12_NOFAM3					0.033	0.029	0.060
					(1.38)	(1.20)	(1.48)
CEO_FAM	-0.038	0.001	0.012	-0.028	0.001	0.015	-0.029
	(-0.21)	(0.11)	(0.72)	(-1.05)	(0.06)	(0.93)	(-1.16)
CONTEST	0.779***	0.018	0.036	0.097	0.024	0.042	0.090
	(3.54)	(0.75)	(1.07)	(1.26)	(0.87)	(1.17)	(1.51)
BETA (x100)	-0.917	-0.012	-0.127	0.204	0.005	-0.114	0.172
	(-0.25)	(-0.14)	(-0.96)	(0.98)	(0.06)	(-0.91)	(1.26)
TAMAÑO (x100)	12.133**	-0.043	0.579	2.259	-0.049	0.665	0.017
	(2.16)	(-0.07)	(0.58)	(1.00)	(-0.08)	(0.73)	(1.14)
MERCADO_LIBROS	0.032	-0.014***	-0.019***	-0.017***	-0.015***	-0.019***	-0.019***
	(0.53)	(-3.29)	(-4.38)	(-3.07)	(-3.99)	(-4.26)	(-3.84)
ENDEUDAMIENTO	0.042	0.011***	0.011***	0.008	0.011***	0.011***	0.010
	(1.31)	(3.29)	(3.36)	(1.59)	(3.58)	(3.44)	(2.46)
LISTADA_E	0.854***						
	(4.01)						
CIC_PROM	-3.165***						
	(-3.46)						
INTERCEPTO	7.006***	0.437***	0.280***	0.224**	0.436***	0.259***	0.200**
	(8.17)	(4.24)	(4.29)	(-1.41)	(6.59)	(4.05)	(2.24)
SECTOR	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
AÑO	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
R <sup>2</sup> (%)	54.7	31.2	20.2	10.4	31.8	17.7	9.1

**Notas:** Esta tabla reporta los resultados de la regresión por mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS) donde se analizó la relación del gobierno corporativo (a nivel de los subíndices ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN) y el control familiar con el costo de capital. La muestra se compuso de un panel de datos no balanceado que incluyó 64 empresas (340 observaciones-año) para el periodo 2008-2014. La variable dependiente es CIC\_PROM. Las variables independientes son ASAMBLEA, JUNTA, REVELACIÓN, FAM1, FAM12, FAM1\_NOFAM2 y FAM12\_NOFAM3. Las variables de control son CEO\_FAM, CONTEST, BETA, TAMAÑO, MERCADO\_LIBROS, ENDEUDAMIENTO, SECTOR y AÑO. La variable LISTADA\_E es usada para instrumentalizar el nivel de gobierno corporativo en la primera etapa de las regresiones 2SLS. CIC\_PROM también es incluida en esta primera etapa como variable independiente. En la segunda etapa, las variables ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN son las variables originales pero instrumentalizadas como resultado de la regresión 2SLS en la primera etapa. En el Anexo B se presenta en detalle la definición de las variables. (x100) indica que el coeficiente se ha multiplicado por 100 para efectos de presentación. Entre paréntesis se muestra el estadístico t corregido mediante errores estándar robustos. \*, \*\*, \*\*\*; indican nivel de significancia del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

**Fuente:** Este estudio

### **6.3.3. Discusión de los resultados**

En este numeral se discuten los resultados de la relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital. Para analizar el efecto del gobierno corporativo se usó el IGCCP (nivel general) y los subíndices (nivel específico) ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN. En tanto que para analizar la relación del control familiar con el costo de capital se usaron las variables FAM1 y FAM12.

#### **6.3.3.1. Gobierno corporativo y costo de capital**

En primer lugar, en los modelos (2) y (4) de la Tabla 9 se evidenció una relación inversa y significativa entre el IGCCP y el costo de capital. De esta forma, se soporta la hipótesis  $H_1$  donde se planteó que las empresas con mayores mediciones de gobierno corporativo presentan un menor costo de capital. Estos resultados son consistentes con diversos estudios que han encontrado un menor costo de capital en las empresas que cuentan con buenas prácticas de gobierno corporativo (Ashbaugh et al., 2004; Bozec & Bozec, 2010; Bozec et al., 2014; Byun et al., 2008; Chen et al., 2009; Cheng et al., 2006; Pham et al., 2012; Tran, 2014; Zhu, 2014).

El diferencial en el costo de capital puede ser explicado por las señales (menor riesgo de expropiación, menores costo de monitoreo, menor asimetría en la información) que envían al mercado las empresas que adoptan buenas prácticas de gobierno corporativo. Estas señales reducen la percepción de riesgo entre los inversionistas, y por lo tanto, estos están dispuestos a exigir un menor rendimiento en sus inversiones (Zhu, 2014). De forma general, estos estudios han mostrado que los mecanismos de gobierno corporativo generan valor en las empresas mediante la mitigación de los problemas de agencia (Fama & Jensen, 1983).

Aunque las buenas prácticas de gobierno corporativo no eliminan los problemas de agencia si pueden ayudar a: (a) alinear los intereses de los accionistas y los administradores (Luo, 2005), dado que cuando el principal posee información para verificar el comportamiento del agente, es más probable que este persiga los intereses del principal (Jensen & Meckling, 1976); (b) reducir los costos de monitoreo de la gestión al asegurar que los principales grupos de interés reciban información confiable acerca de la empresa (Luo, 2005); y (c) reducir la asimetría de información, por lo tanto, los

inversionistas están dispuestos a exigir una prima menor en el rendimiento debido a la menor percepción de riesgo (Ashbaugh et al., 2004).

En segundo lugar, en los resultados de los modelos (2) al (7) de la Tabla 10 se evidenció una relación inversa y significativa entre los subíndices ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN con el costo de capital, a excepción del modelo (4) donde dicha relación no es significativa. A continuación, se discuten los resultados de cada subíndice.

Respecto a la asamblea de accionistas, los resultados de los modelos (2) y (5) permiten soportar la hipótesis  $H_{1a}$  donde se planteó que una mayor medición en el indicador de protección de los derechos de los accionistas está relacionada con un menor costo de capital. Estos resultados son consistentes con la evidencia empírica que ha encontrado un menor costo de capital en las empresas que cuentan con prácticas de gobierno corporativo que protegen a los accionistas (Bozec & Bozec, 2010; Bozec et al., 2014; Byun et al., 2008; Cheng et al., 2006; Pham et al., 2012). De forma general, estos estudios han mostrado que el gobierno corporativo es una herramienta eficaz para proteger a los accionistas (Byun et al., 2008; Chen et al., 2009), en particular, a los accionistas minoritarios. Una de las ventajas que proporciona el uso de buenas prácticas de gobierno corporativo a los accionistas es que estos pueden monitorear de mejor manera la actuación de los administradores, de forma que limitan comportamientos oportunistas o ineficientes (Ashbaugh et al., 2004).

En cuanto a la junta directiva, los resultados de los modelos (3) y (6) permiten soportar la hipótesis  $H_{1b}$  donde se planteó que una mayor medición en el indicador de junta directiva está relacionada con un menor costo de capital. Estos resultados son consistentes con la evidencia empírica que ha encontrado un menor costo de capital en las empresas con mejores prácticas de gobierno corporativo en la junta directiva (Koerniadi & Tourani-Rad, 2014; Reverte, 2009; Singhal, 2014; Upadhyay & Sriram, 2011).

El uso de buenas prácticas de gobierno corporativo en la junta directiva es particularmente útil para reducir la asimetría de información que caracteriza la relación entre accionistas y administradores (Ashbaugh et al., 2004; Prommin et al., 2014). Dada esta asimetría, es posible que los administradores quieran sacar provecho y no hagan los esfuerzos suficientes para divulgar información, en calidad y cantidad adecuada, para ocultar ineficiencias o para obtener beneficios privados (Prommin et al., 2014). En este sentido, un buen funcionamiento de la junta directiva ayuda a garantizar la calidad e

integridad de la información (Upadhyay & Sriram, 2011) que a su vez permite una mejor supervisión de la actuación de los administradores (Ashbaugh et al., 2004), evitando comportamientos oportunistas (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983), y ayudando a mitigar problemas de agencia (Anderson & Reeb, 2004).

Respecto a la divulgación de información los resultados de los modelos (4) y (7) permiten soportar las hipótesis  $H_{1c}$  donde se planteó que una mayor medición en el indicador de divulgación de información está relacionada con un menor costo de capital. Estos resultados son consistentes con la evidencia empírica que ha encontrado un menor costo de capital en las empresas que cuentan con mejores prácticas de gobierno corporativo en divulgación de información (Ashbaugh et al., 2004; Bozec & Bozec, 2010; Byun et al., 2008; Francis et al., 2005; Zhu, 2014). Las buenas prácticas de gobierno corporativo en cuanto a la calidad de la información reducen la asimetría de información entre los accionistas y la empresa (Ashbaugh et al., 2004; Prommin et al., 2014) permitiendo a los accionistas y al mercado tomar decisiones informadas, reduciendo problemas de selección adversa (Prommin et al., 2014). De esta forma, los inversionistas cuentan con información de calidad que reduce su percepción de riesgo, por lo que están dispuestos a exigir una rentabilidad menor por el capital que suministran a la empresa (Zhu, 2014). Otra ventaja de las buenas prácticas de gobierno corporativo en cuanto a divulgación de información es que ayudan a alinear los intereses del agente y de principal, dado que cuando el principal posee información para verificar el comportamiento del agente, es más probable que el agente persiga los intereses del principal (Jensen & Meckling, 1976).

#### **6.3.3.2. Control familiar y costo de capital**

A continuación, se discuten los resultados acerca del efecto del control familiar en el costo de capital. En el análisis se consideraron dos aproximaciones para EF: (a) cuando el primer accionista controlante es una familia (FAM1); y (b) cuando el primer y segundo accionista controlante eran familias (FAM12). En los resultados del modelo (2) de la Tabla 9 y de los modelos (2), (3) y (4) de la Tabla 10 se evidenció que las EF donde el primer accionista controlante era una familia presentaron menor costo de capital. Resultados similares se observaron en las EF cuando los dos primeros accionistas controlantes eran familias (modelo (4) de la Tabla 9 y modelos (5), (6) y (7) de la Tabla 10). Estos resultados



permiten soportar las hipótesis  $H_{2a}$  y  $H_{2b}$  donde se planteó que la presencia de familia como principales accionistas controlantes está asociada con un menor costo de capital.

Estos resultados son consistentes con estudios donde se ha evidenciado que la presencia de grandes accionistas en la estructura de propiedad es un elemento clave para proteger a los accionistas (Ashbaugh et al., 2004). Los grupos familiares, como los grandes accionistas que son, ayudan a mitigar los problemas de agencia. Algunos estudios han mostrado que la posibilidad de expropiación de los derechos de los accionistas minoritarios es mayor en la EF (Almeida & Wolfenzon, 2006; Doidge et al., 2009; Luo et al., 2009). Sin embargo, otros estudios han encontrado que la expropiación de los accionistas minoritarios es menor cuando los grandes accionistas son empresas con estructuras de propiedad diluida ya que los beneficios del control se distribuyen entre múltiples accionistas (Villalonga & Amit, 2006). Este puede ser el caso de las EF, donde, aunque el control es ejercido por una familia, cuenta con múltiples miembros de la familia como accionistas que pueden considerar la expropiación de minoritarios como un alto riesgo ante pocos beneficios.

Los resultados anteriores proporcionan evidencia de que en las EF el efecto de alineamiento prevalece sobre el efecto de atrincheramiento. Es decir, que en las EF los accionistas son capaces de alinear sus intereses buscando un beneficio común. Esto puede estar relacionado con características propias de la EF (confianza, altruismo, paternalismo) que se derivan de sus accionistas, las familias (James, 1999). A lo anterior, se le suma que la propiedad en manos de unos pocos accionistas reduce los conflictos de intereses entre propietarios y administradores (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976).

Múltiples factores pueden explicar el menor costo de capital encontrado en las EF. Por ejemplo, en las EF la teoría de la jerarquización es útil para entender su estructura de financiamiento (Poutziouris, 2001). Estas empresas usan los fondos propios como principal medio de financiamiento. Posteriormente, eligen financiamiento a través de deuda, y por último lo hacen mediante emisión de acciones. (Myers & Majluf, 1984). Estas decisiones de financiamiento impactan a la baja el costo de capital en las EF.

Otro aspecto que puede explicar el menor costo de capital en EF es el horizonte de inversión. Dado el interés en la supervivencia de la EF en el largo plazo (Anderson et al., 2003; Lumpkin et al., 2010) se genera el denominado capital paciente (Ward & Aronoff,

1991) que permite a las EF concentrar sus resultados en el largo plazo (Miller & Breton-Miller, 2006; Ward, 1997). Por lo tanto, sus accionistas son menos propensos a exigir rendimientos altos en el corto plazo (de Visscher et al., 2016; Teece, 1992; Ward & Aronoff, 1991; Zellweger, 2007). Lo anterior, sumado con que en el largo plazo el riesgo marginal de las inversiones se reduce (McNulty, Yeh, Schulze, & Lubatkin, 2002; Zellweger, 2007).

Otros aspectos que pueden explicar el menor costo de capital en las EF son: la preocupación por la reputación de la empresa y la familia, la presencia de la familia en la alta dirección y la menor diversificación en los negocios. La marcada preocupación por la reputación de la empresa y de la familia (Anderson et al., 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2005) presente en las EF tiende a generar relaciones de confianza con todos los grupos de interés (Anderson et al., 2003). Esto puede conducir a un ambiente de credibilidad hacia las EF que reduce los conflictos de agencia entre los grupos de interés (accionistas mayoritarios, minoritarios, administración, etc.). Por su parte, la presencia de miembros de la familia en la alta dirección también ayuda a disminuir los conflictos de agencia entre propietarios y administradores (Boubakri et al., 2010), además de permitir un mejor monitoreo de la gestión. Los incentivos para monitorear adecuadamente la gestión, también se derivan de la alta proporción de su riqueza que colocan las familias en la empresa (Anderson et al., 2003; Andres, 2008; Villalonga & Amit, 2006). Por último, la menor diversificación en los negocios en EF (Anderson et al., 2003; Boubakri et al., 2010) permite a estas empresas concentrarse en negocios que conocen bien.

Los aspectos mencionados anteriormente (estructura de financiamiento, horizonte de inversión a largo plazo, preocupación por la reputación de la empresa y de la familia, presencia de miembros de la familia en la alta dirección, menor diversificación en las actividades) generan una percepción de riesgo menor que puede conducir a un menor costo de capital.

En este estudio también se analizó el efecto en el costo de capital que supone la presencia adicional de un accionista controlante no familiar: FAM1\_NOFAM2 en el caso de FAM1 y FAM12\_NOFAM3 en el caso de FAM12. En el primer caso, se encontró que la presencia de un grupo no familiar como segundo accionista controlante está asociado con un mayor costo de capital. En tanto que, en el caso de las EF donde los dos primeros accionistas controlantes son familias, la presencia de un tercer accionista no familiar no

afecta el costo de capital. Estos resultados sugieren que cuando los accionistas controlantes son familias es más fácil que entre estas se pongan de acuerdo para alinear sus intereses con el objetivo de obtener un beneficio en común. Dado que en las EF es más probable que se combinen objetivos monetarios con no monetarios (Adams, Manners, Astrachan, & Mazzola, 2004; Sharma, Chrisman, & Chua, 1997; Ward, 1997; Zellweger, 2006), es posible que se generen conflictos cuando existen accionistas controlantes que son grupos no familiares que conduzcan a un mayor costo de capital. Los resultados obtenidos muestran que esta preocupación es menor cuando el accionista controlante no familiar ocupa la tercera posición luego de dos grupos familiares.

## 7. Conclusiones e implicaciones prácticas

El objetivo de este estudio fue determinar la relación entre la adopción de prácticas de gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital. Para ello, se usó un enfoque cuantitativo, donde se analizó dicha relación a partir de modelos de regresión 2SLS, técnica econométrica que combina la metodología de efectos fijos con el uso de variables instrumentales (Bozec & Bozec, 2010) para tratar adecuadamente el problema de endogeneidad (Wooldridge, 2010).

Las prácticas de gobierno corporativo fueron analizadas a nivel general mediante el índice de gobierno corporativo código país (IGCCP) y a nivel de tres subíndices que incluyeron prácticas relacionadas con la asamblea general de accionistas, la junta directiva y la divulgación de información financiera y no financiera (ASAMBLEA, JUNTA, REVELACIÓN). Se analizaron 64 empresas listadas en la BVC (340 observaciones-año) durante el periodo 2008-2014.

La muestra se caracterizó por la alta participación de EF. El 55.6% de los casos fueron empresas donde el primer accionista controlante era una familia. En tanto que en el 23.8% de los casos los dos principales accionistas controlantes eran familias. Se observó que las EF están presentes y son mayoría en todos los sectores económicos considerados en este estudio, salvo el sector de servicios públicos. Se destaca la marcada importancia de las EF en los sectores industria, agroindustria y construcción donde representan más del 70% de la muestra. No obstante, la marcada importancia de la EF en la muestra se observó que solo el 34.3% de ellas tienen como CEO a un miembro de la familia. En el análisis univariado se encontró que las EF presentan menores mediciones de gobierno corporativo, tanto a nivel general como a nivel de subíndices.

De forma general, se concluye que la adopción de prácticas de gobierno corporativo y el control familiar está relacionada con un menor costo de capital. En cuanto al gobierno corporativo, se han soportado las hipótesis  $H_1$  y sus hipótesis derivadas  $H_{1a}$ ,  $H_{1b}$  y  $H_{1c}$ , donde se evidenció que las empresas con mayores mediciones en los indicadores de gobierno corporativo, tanto a nivel general (IGCCP) como a nivel de subíndices (ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN) presentan menor costo de capital.

El menor costo de capital puede ser explicado mediante la reducción de los problemas de agencia. Se concluye que, aunque las buenas prácticas de gobierno corporativo no eliminan los problemas de agencia si pueden ayudar a: (a) alinear los intereses de los

accionistas y los administradores (Luo, 2005), dado que cuando el principal posee información para verificar el comportamiento del agente, es más probable que este persiga los intereses del principal (Jensen & Meckling, 1976); (b) reducir los costos de monitoreo de la gestión al asegurar que los principales grupos de interés reciban información confiable acerca de la empresa (Luo, 2005); (c) reducir la asimetría de información, por lo tanto, los inversionistas están dispuestos a exigir una prima menor en el rendimiento debido a la menor percepción de riesgo (Ashbaugh et al., 2004). La alineación de intereses, la reducción en los costos de monitoreo y la reducción en la asimetría de información limitan comportamientos oportunistas o ineficientes de los administradores. Todos estos factores conducen a una percepción menor de riesgo y, por lo tanto, los inversionistas están dispuestos a exigir una menor rentabilidad.

Respecto al control familiar, se ha soportado la hipótesis  $H_{2a}$  donde se evidenció que la presencia de grupos familiares como primer accionista controlante (FAM1) se relaciona con un menor costo de capital. De igual forma, se ha soportado la hipótesis  $H_{2b}$  donde se observó que la combinación de grupos familiares como primer y segundo accionista controlante (FAM12) está relacionada con un menor costo de capital. Estos resultados permiten concluir que en las EF el efecto de alineamiento prevalece sobre el efecto de atrincheramiento.

Factores relacionados con la estructura de propiedad y las relaciones familiares pueden explicar el menor costo de capital en las EF. Las EF se financian con recursos propios, deuda, emisión de acciones, en su orden (Myers & Majluf, 1984). Los costos diferenciales de estas fuentes de capital pueden conducir a un menor costo de capital. De otra parte, la EF tienden a concentrar sus esfuerzos en el largo plazo (Anderson et al., 2003; Lumpkin et al., 2010). Esto también puede reducir el costo de capital dado que el riesgo marginal de las inversiones en el largo plazo se reduce (McNulty, Yeh, Schulze, & Lubatkin, 2002; Zellweger, 2007). Además de que, dada la naturaleza de sus accionistas, una buena parte de su capital es paciente (Ward & Aronoff, 1991), por lo tanto, sus accionistas son menos propensos a exigir rendimientos altos en el corto plazo (de Visscher et al., 2016; Teece, 1992; Ward & Aronoff, 1991; Zellweger, 2007).

La preocupación por la reputación de la empresa y la familia, la presencia de la familia en la alta dirección y la menor diversificación en los negocios también pueden afectar el costo de capital. La preocupación por la reputación de la empresa y de la familia

(Anderson et al., 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2005) tiende a generar relaciones de confianza con todos los grupos de interés (Anderson et al., 2003) que puede reducir los conflictos de agencia. De igual forma, la presencia de miembros de la familia en la alta dirección permite un mejor monitoreo de la gestión. Finalmente, la menor diversificación en los negocios de las EF (Anderson et al., 2003; Boubakri et al., 2010) hace que estas empresas se concentren en negocios que conocen muy bien.

Como valor agregado, este estudio contribuye a extender la literatura sobre el papel del gobierno corporativo y el control familiar en el costo de capital. Los resultados encontrados para el mercado colombiano pueden arrojar luz sobre la relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital en otros mercados latinoamericanos donde existen similitudes en cuanto a gobierno corporativo y control familiar.

Dada la importancia de las prácticas de gobierno corporativo en el costo de capital encontrada en este estudio, las entidades encargadas y las empresas pueden profundizar en la adopción de buenas prácticas de gobernanza. Esto implica generar iniciativas que ayuden a mejorar los estándares de gobierno corporativo en Colombia, en especial, en las EF.

## 8. Limitaciones y líneas de investigación futuras

Los resultados de este estudio han mostrado que el control familiar y el gobierno corporativo están relacionados de forma negativa con el costo de capital. Sin embargo, son necesarias investigaciones futuras para superar algunas limitaciones, además de comprender situaciones que no fueron consideradas en este estudio.

Una de las limitaciones de este estudio es la medición de gobierno corporativo. Esta fue realizada mediante la encuesta Código País, donde las empresas reportan a la SFC el estado de aplicación de las prácticas de gobierno corporativo definidas en el Código País. Esta encuesta carece de poder de verificación, la única herramienta que usa la SFC para verificar su veracidad está relacionada con la obligatoriedad de diligenciamiento por parte del CEO de la empresa que remite la encuesta. No obstante, investigaciones futuras podrían incluir otros mecanismos de verificación (cruce de información entre la encuesta Código País y los informes anuales, informes de gobierno corporativo e información relevante publicada por las empresas) que permitan tener una mayor certeza del estado de aplicación de las prácticas de gobierno corporativo en Colombia.

Otra limitación está relacionada con la definición de EF. Este estudio usó una definición basada en los derechos de voto. No obstante, algunos estudios han mostrado que la posibilidad de expropiación de los accionistas minoritarios es más relevante cuando la participación de la familia en la propiedad y en la junta directiva es mayoritaria (Boubakri et al., 2010). Investigaciones futuras pueden incorporar aproximaciones más amplias para definir una EF que permitan determinar si la participación de los miembros de la familia en la alta dirección (CEO, junta directiva, alta gerencia) incide en el costo de capital.

Este estudio, en consonancia con estudios anteriores (Anderson & Reeb, 2003; Andres, 2008; González et al., 2012, 2014; McConaughy et al., 1998; Villalonga & Amit, 2006) evidenció que las EF difieren significativamente de las ENF. Por lo tanto, estudios comparativos entre EF y ENF son necesarios para comprender las diferencias entre este tipo de empresas en cuanto a sus estructuras y mecanismos de gobierno corporativo. No obstante, no todas las EF son iguales. Investigaciones futuras podrían centrarse en aspectos que diferencian a las EF entre sí, esta corriente de investigación es denominada "heterogeneidad en las EF" (Chua, Chrisman, Steier, & Rau, 2012).

Por ejemplo, algunos autores advierten que el hecho de ser una EF no implica de forma automática que se obtengan beneficios derivados de estos aspectos diferenciadores. La

forma en que se manejan las relaciones en la familia también afecta los resultados de la empresa. McConaughy (1999) planteó la existencia de un efecto familiar vinculado a la calidad de las relaciones entre los miembros de la familia y la empresa que podría influir en el costo de capital en las EF (McConaughy, 1999). Específicamente, futuras investigaciones podrían centrarse en determinar si existe un efecto familiar que conduzca a que las EF con mejores relaciones entre sus miembros tengan un menor costo de capital. Otro aspecto que podría abordarse desde una perspectiva de heterogeneidad en la EF es la participación de la familia fundadora en la junta directiva o la gestión.

En el mismo sentido, futuros trabajos pueden centrarse en estudiar la relación entre el costo de capital y los factores que pueden estar asociados con un menor costo de capital en las empresas familiares (estructura de financiamiento, horizonte de inversión a largo plazo, preocupación por la reputación de la empresa y la familia, la presencia de la familia en la alta dirección y la menor diversificación en los negocios).

Finalmente, entre las limitaciones se destaca que la muestra de estudio abarcó empresas listadas en la BVC, empresas con características que no pueden generalizarse a las pequeñas y medianas empresas. Investigaciones futuras podrían incluir el análisis de la relación del gobierno corporativo y control familiar en el costo de capital en empresas cerradas.



### Referencias

- Abbott, K. W., & Snidal, D. (2000). Hard and soft law in international governance. *International Organization*, 54(3), 421–456.
- Abor, J., & Biekpe, N. (2007). Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(3), 288–300.
- Adams, A. F., Manners, G. E., Astrachan, J. H., & Mazzola, P. (2004). The Importance of Integrated Goal Setting: The Application of Cost-of-Capital Concepts to Private Firms. *Family Business Review*, 17(4), 287–302.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *The Academy of Management Annals*, 4(1), 485–556.
- Almeida, H. V., & Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. *The Journal of Finance*, 61(6), 2637–2680.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285.
- 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.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209–237.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431–445.
- Ashbaugh, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). *Corporate governance and the cost of equity capital*. Retrieved from <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.484.5088&rep=rep1&type=pdf>
- Attig, N., Guedhami, O., & Mishra, D. (2008). Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 721–737.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689–723.
- Bartholdy, J., & Peare, P. (2005). Estimation of expected return: CAPM vs. Fama and French. *International Review of Financial Analysis*, 14(4), 407–427.

- Ben-Amar, W., & André, P. (2006). Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3-4), 517–543.
- Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York, NY: Harcourt, Brace, & World.
- Black, F. (1972). Capital market equilibrium with restricted borrowing. *The Journal of Business*, 45(3), 444–455.
- Börsch-Supan, A., & Köke, J. (2002). An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. *German Economic Review*, 3(3), 295–326.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 323–349.
- Boubakri, N., Guedhami, O., & Mishra, D. (2010). Family control and the implied cost of equity: Evidence before and after the Asian financial crisis. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 451–474.
- Bozec, Y., & Bozec, R. (2010). Overall governance and cost of capital: evidence from Canada using panel data. *Journal of Global Business Management*, 6(1), 1.
- Bozec, Y., Laurin, C., & Meier, I. (2014). The relation between excess control and cost of capital. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 93–114.
- Byun, H.-Y., Kwak, S.-K., & Hwang, L.-S. (2008). The implied cost of equity capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37(1), 139–184.
- Cámara de Comercio de Bogotá, Supersociedades, & Confecámaras. (2009). *Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia*. Bogotá. Retrieved from [http://www.supersociedades.gov.co/web/documentos/guia\\_colombiana\\_de\\_gobierno\\_corporativo.pdf](http://www.supersociedades.gov.co/web/documentos/guia_colombiana_de_gobierno_corporativo.pdf)
- Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 249–265.
- Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273–289.
- Cheng, C. S. A., Collins, D., & Huang, H. H. (2006). Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27(2),

175–204.

- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Rau, S. B. (2012). Sources of heterogeneity in family firms: An introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1103–1113.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). Separation of Ownership from Control of East Asian Firms. *Journal of Financial Economics*, 58, 81–112.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33.
- Claus, J., & Thomas, J. (2001). Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *The Journal of Finance*, 56(5), 1629–1666.
- Coën, A., Desfleurs, A., & L'Her, J.-F. (2009). International evidence on the relative importance of the determinants of earnings forecast accuracy. *Journal of Economics and Business*, 61(6), 453–471.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356.
- Colli, A. (2003). *The history of family business 1850-2000*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Congreso de 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 concursales y se dictan otras disposiciones".
- Congreso de Colombia. (2003). *Ley 795 de 2003*. "Por la cual se ajustan algunas normas del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se dictan otras disposiciones".
- 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".
- Credit Suisse. (2015). *The family business model*. Zurich. Retrieved from <http://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/index.cfm?fileid=1ABF2EFE-9E3A-8D24-5014CF45E78BA03E>
- De Massis, A., Sharma, P., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2012). *Family business studies: An annotated bibliography*. Edward Elgar Publishing.

- de Visscher, F. M., Aronoff, C. E., & Ward, J. L. (2016). *Financing transitions: Managing capital and liquidity in the family business*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- Dhaliwal, D., Heitzman, S., & Zhen Li, O. (2006). Taxes, leverage, and the cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 44(4), 691–723.
- Diether, K. B., Malloy, C. J., & Scherbina, A. (2002). Differences of opinion and the cross section of stock returns. *The Journal of Finance*, 57(5), 2113–2141.
- Doidge, C. (2004). US cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 519–553.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Lins, K. V., Miller, D. P., & Stulz, R. M. (2009). Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. *The Journal of Finance*, 64(1), 425–466.
- Du Plessis, J. J., Hargovan, A., & Bagaric, M. (2010). *Principles of contemporary corporate governance*. Cambridge University Press.
- Dugar, A., & Nathan, S. (1995). The effect of investment banking relationships on financial analysts' earnings forecasts and investment recommendations. *Contemporary Accounting Research*, 12(1), 131–160.
- Dunn, P. (2004). The impact of insider power on fraudulent financial reporting. *Journal of Management*, 30(3), 397–412.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Control premiums and the effectiveness of corporate governance systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(2–3), 51–72.
- Easton, P. D. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review*, 79(1), 73–95.
- Easton, P. D., & Monahan, S. J. (2005). An evaluation of accounting-based measures of expected returns. *The Accounting Review*, 80(2), 501–538.
- Easton, P. D., & Sommers, G. A. (2007). Effect of analysts' optimism on estimates of the expected rate of return implied by earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 45(5), 983–1015.
- Ebihara, T., Kubota, K., Takehara, H., & Yokota, E. (2014). Market liquidity, private information, and the cost of capital: Market microstructure studies on family firms in Japan. *Japan and the World Economy*, 32, 1–13.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.

- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406.
- Elloumi, F., & Gueyie, J.-P. (2001). Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 1(1), 15–23.
- Elton, E. J. (1999). Expected return, realized return and asset pricing tests. *Journal of Finance*, 4, 1199–1220.
- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365–395.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 288–307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1997). Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*, 43(2), 153–193.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. *The Journal of Finance*, 53(6), 1975–1999.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000). Forecasting Profitability and Earnings. *The Journal of Business*, 73(2), 161–175.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *The Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25–46.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2006a). Profitability, investment and average returns. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 491–518.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2006b). The value premium and the CAPM. *The Journal of Finance*, 61(5), 2163–2185.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301–325.
- Francis, J., & Philbrick, D. (1993). Analysts' decisions as products of a multi-task environment. *Journal of Accounting Research*, 216–230.
- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review*, 80(4), 1125–1162.

- Friesen, G., & Weller, P. A. (2006). Quantifying cognitive biases in analyst earnings forecasts. *Journal of Financial Markets*, 9(4), 333–365.
- Gallo, M. Á., Klein, S., Montemerlo, D., Tomaselli, S., & Cappuyns, K. (2009). *La empresa familiar multigeneracional*. Barcelona: Ediciones Universidad de Navarra.
- Galve, G. C., & Salas, F. V. (1993). Propiedad y resultados de la gran empresa española. *Investigaciones Económicas*, 17(2), 207–238.
- Gebhardt, W. R., Lee, C., & Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135–176.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381–402.
- Gode, D., & Mohanram, P. (2003). Inferring the cost of capital using the Ohlson–Juettner model. *Review of Accounting Studies*, 8(4), 399–431.
- Gómez-Betancourt, G., López, V. M. P., Betancourt, R. J. B., & Millán, P. J. O. (2012). Estudio sobre el desempeño de las empresas familiares colombianas que cotizan en la bolsa de valores, frente a las empresas no familiares. *Entramado*, 8(1), 28–42.
- Gómez-Betancourt, G., Zapata-Cuervo, N., & Betancourt, R. J. B. (2016). Gobierno Corporativo. Prácticas sugeridas e implementadas por empresas familiares y no familiares colombianas. *Entramado*, 12(2), 12–29.
- Gómez, B. G. E., Betancourt, R. J. B., Lagos, C. D., & Aparicio, C. R. (2016). Influence of Corporate Governance and Management Practices on the Perception of Unity and Harmony in Family-owned Companies. *Revista EAN*, (81), 159–164.
- González, M. (2001). CAPM performance in the Caracas Stock Exchange from 1992 to 1998. *International Review of Financial Analysis*, 10(3), 333–341.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2012). Family firms and financial performance: The cost of growing. *Emerging Markets Review*, 13(4), 626–649.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308–2320.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2014). Family involvement and dividend policy in closely held firms. *Family Business Review*, 27(4), 365–385.
- Gorbaneff, Y. (2003). Teoría del agente-principal y el mercadeo. *Revista Universidad EAFIT*, 39(129), 75–86.

- Gordon, J. R., & Gordon, M. J. (1997). The finite horizon expected return model. *Financial Analysts Journal*, 53(3), 52–61.
- Gordon, M. J. (1962). *The investment, financing, and valuation of the corporation*. Homewood, IL: Irwin.
- Guay, W., Kothari, S. P., & Shu, S. (2011). Properties of implied cost of capital using analysts' forecasts. *Australian Journal of Management*, 36(2), 125–149.
- Guedhami, O., & Mishra, D. (2009). Excess control, corporate governance and implied cost of equity: International evidence. *Financial Review*, 44(4), 489–524.
- Guzmán, A., & Trujillo, M. A. (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en sociedades cerradas*. Bogotá: CESA.
- Hail, L., & Leuz, C. (2006). International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of Accounting Research*, 44(3), 485–531.
- Hail, L., & Leuz, C. (2009). Cost of capital effects and changes in growth expectations around US cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 93(3), 428–454.
- Hong, H., Lim, T., & Stein, J. C. (2000). Bad news travels slowly: Size, analyst coverage, and the profitability of momentum strategies. *The Journal of Finance*, 55(1), 265–295.
- Hou, K., & Robinson, D. T. (2006). Industry concentration and average stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1927–1956.
- Hou, K., & Van Dijk, M. A. (2010). Profitability shocks and the size effect in the cross-section of expected stock returns. *Fisher College of Business Working Paper*, 1–3.
- Hou, K., Van Dijk, M. A., & Zhang, Y. (2012). The implied cost of capital: A new approach. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 504–526.
- IFERA. (2003). Family businesses dominate. *Family Business Review*, 16(4), 235–239.
- James, H. S. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41–55.
- Jara-Bertin, M., & López-Iturriaga, F. J. (2014). Earnings management and the contest to the control: an international analysis of family-owned firms. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Espanola de Financiacion Y Contabilidad*, 43(4), 355–379.
- Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F. J., & López-de-Foronda, Ó. (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.
- Jeffers, E. (2005). Corporate governance: Toward converging models? *Global Finance Journal*, 16(2), 221–232.
- Jensen, M. C. (1983). Organization theory and methodology. *Accounting Review*, 319–339.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371–403.
- Klein, P., Shapiro, D., & Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 769–784.
- Koerniadi, H., & Tourani-Rad, A. (2014). Corporate governance, financing patterns and the cost of capital: evidence from New Zealand companies. *International Journal of Economics and Business Research*, 8(3), 324–339.
- Kole, S. R. (1997). The complexity of compensation contracts. *Journal of Financial Economics*, 43(1), 79–104.
- La Porta, R. (1996). Expectations and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 51(5), 1715–1742.
- Lagos, C. D., & Botero, I. C. (2016). Corporate Governance in Family Businesses from Latin America, Spain and Portugal: A Review of the Literature. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 29(3), 231–254.
- Lagos, C. D., & Vecino, A. C. E. (2011). Medición de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia. *Tendencias*, 12(2), 230–253.
- Lagos, C. D., & Vecino, A. C. E. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios Gerenciales*, 30(130), 73–84.
- Lee, C. M. C., So, E., & Wang, C. (2010). Evaluating implied cost of capital estimates. *SSRN eLibrary*, 6, 51.
- Ley 590. Publicada en el Diario Oficial de la República de Colombia, No. 44.078 de Julio 12 de 2000. Congreso de Colombia.
- Li, Y., Ng, D. T., & Swaminathan, B. (2013). Predicting market returns using aggregate



- implied cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 419–436.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 13–37.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59–77.
- Lumpkin, G. T., Brigham, K. H., & Moss, T. W. (2010). Long-term orientation: Implications for the entrepreneurial orientation and performance of family businesses. *Entrepreneurship and Regional Development*, 22(3–4), 241–264.
- Luo, X., Chung, C.-N., & Sobczak, M. (2009). How do corporate governance model differences affect foreign direct investment in emerging economies? *Journal of International Business Studies*, 40(3), 444–467.
- Luo, Y. (2005). How does globalization affect corporate governance and accountability? A perspective from MNEs. *Journal of International Management*, 11(1), 19–41.
- Mandl, I. (2008). *Overview of family business relevant issues*. Austrian Institute for SME Research. Retrieved from [http://www.pedz.uni-mannheim.de/daten/edz-h/gdb/08/familybusiness\\_study\\_en.pdf](http://www.pedz.uni-mannheim.de/daten/edz-h/gdb/08/familybusiness_study_en.pdf)
- Mankiw, N. G. (2012). *Principios de economía*. Cengage Learning Editores.
- Maquieira, C. P., Preve, L. A., & Sarria-Allende, V. (2012). Theory and practice of corporate finance: Evidence and distinctive features in Latin America. *Emerging Markets Review*, 13(2), 118–148.
- Martínez, C. E., Ledesma, J. S., & Russo, A. O. (2013). Particularidades del Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (CAPM) en Mercados Emergentes. *Análisis Financiero*, (121), 37–47.
- Mascareñas, J. (2013). *El coste del capital*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid. Retrieved from <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/mon/26.pdf>
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813–1834.
- Mazzotta, R., & Veltri, S. (2014). The relationship between corporate governance and the cost of equity capital. Evidence from the Italian stock exchange. *Journal of Management & Governance*, 18(2), 419–448.
- McConaughy, D. L. (1999). Is the cost of capital different for family firms? *Family Business Review*, 12(4), 353–360.

- McConaughy, D. L., Walker, M. C., Henderson, G. V., & Mishra, C. S. (1998). Founding family controlled firms: Efficiency and value. *Review of Financial Economics*, 7(1), 1–19.
- McNichols, M., & O'Brien, P. C. (1997). Self-selection and analyst coverage. *Journal of Accounting Research*, 35, 167–199.
- McNulty, J. J., Yeh, T. D., Schulze, W. S., & Lubatkin, M. H. (2002). What's your real cost of capital. *Harvard Business Review*, 80(10), 114–121.
- Miller, D., & Breton-Miller, L. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73–87.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2005). *Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses*. Boston: MA: Harvard Business Press.
- Ministerio de Comercio-Industria y Turismo. (2009). *Decreto 1925 de 2009*. "Por medio del cual se reglamenta parcialmente el artículo 23 de la Ley 222 de 1995, y demás normas concordantes, en lo relativo a conflicto de interés y competencia con la sociedad por parte de los administradores de la sociedad".
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2010). *Decreto 2955 de 2010*. "Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010, se establece el régimen de inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones Obligatorias y se reglamentan parcialmente la Ley 100 de 1993".
- Ministerio de Justicia. (1971). *Decreto 410 de 1971*. "Por el cual se expide el Código de Comercio".
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23(4), 53.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215–241.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Mustakallio, M., Autio, E., & Zahra, S. A. (2002). Relational and contractual governance in family firms: Effects on strategic decision making. *Family Business Review*, 15(3), 205–222.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when

- firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelationconsistent covariance matrix. *Econometrica*, 55(3), 703–708.
- Ohlson, J. A., & Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS growth as determinantsof value. *Review of Accounting Studies*, 10(2–3), 349–365.
- Oswald, S. L., & Jahera, J. S. (1991). The influence of ownership on performance: An empirical study. *Strategic Management Journal*, 12(4), 321–326.
- Pham, P. K., Suchard, J., & Zein, J. (2012). Corporate governance and the cost of capital: Evidence from Australian companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), 84–93.
- Pombo, C., & Gutiérrez, L. H. (2011). Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups. *Journal of Economics and Business*, 63(4), 251–277.
- Post, J. E. (2000). Moving from geographic to virtual communities: Global corporate citizenship in a dot. com world. *Business and Society Review*, 105(1), 26–46.
- Poutziouris, P. Z. (2001). The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy. *Family Business Review*, 14(3), 277–291.
- Prommin, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2014). The effect of corporate governance on stock liquidity: The case of Thailand. *International Review of Economics & Finance*, 32, 132–142.
- Reverte, C. (2009). Do better governed firms enjoy a lower cost of equity capital?: Evidence from Spanish firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(2), 133–145.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2006). The implications of accounting distortions and growth for accruals and profitability. *The Accounting Review*, 81(3), 713–743.
- Rivera, G., & Israel, S. (2013). Modelo de gestión para las empresas familiares con perspectivas de crecimiento y sostenibilidad. *Revista Perspectivas*, (31), 87–132.
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2011). Endogeneity in empirical corporate finance. In M. Constantinides & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*. North

- Holland: Elsevier.
- San Martin-Reyna, J. M., & Duran-Encalada, J. A. (2012). The relationship among family business, corporate governance and firm performance: Evidence from the Mexican stock exchange. *Journal of Family Business Strategy*, 3(2), 106–117.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (1997). Strategic management of the family business: Past research and future challenges. *Family Business Review*, 10(1), 1–35.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66(1), 3–27.
- Singhal, A. (2014). Corporate Governance, Cost of Capital and Value Creation: Evidence from Indian Firms. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 4(6), 36–54.
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339–358.
- Slewe, D. (2008). A comparison between the Abnormal Earnings Growth Model and the Residual Income Valuation Model: is the AEGM better in predicting future returns than the RIVM? *University of Amsterdam*.
- Sousa, F. (2010). El declive del estado de resultados tradicional ante la irrupción actual del excedente limpio. *Contaduría Y Administración*, 230, 47–76.
- Suárez, K. C., & Santana-Martín, D. J. (2004). Governance in Spanish family business. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 10(1/2), 141–163.
- Superintendencia de Sociedades. (2006). *Sociedades de familia en Colombia Año 2005*. Retrieved from <http://www.supersociedades.gov.co/imagenes/SOCIED.DE.FLIA1.html>
- Superintendencia de Sociedades. (2008). *Circular Externa 100-006 de 2008*. “Régimen de administradores (Código de Comercio y Ley 222 de 1995)”.
- Superintendencia de Sociedades. (2012). *Informe 31 Prácticas Empresariales*. Bogotá. Retrieved from <http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Documentos> RSE/INFORME

GOBIERNO CORPORATIVO 2012 (6).pdf

Superintendencia de Valores. (2001a). *Resolución 275*. “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”.

Superintendencia de Valores. (2001b). *Resolución 932*. “Por la cual se modifica la resolución 400 de 1995”.

Superintendencia de Valores. (2002a). *Resolución 116*. “Por medio de la cual se adiciona la resolución 1200 de 1995”.

Superintendencia de Valores. (2002b). *Resolución 157*. “Por la cual se deroga la resolución 127 de marzo 8 de 2002, referente a sanos usos y prácticas del mercado público de valores”.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2006). *Resolución 2375*. “Por medio de la cual se establece el contenido del prospecto de información de que trata el artículo 1.1.2.4 de la Resolución 400 de 1995 expedida por la Sala General de la Superintendencia de Valores”.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2007a). *Circular Externa 028 de 2007*. Retrieved from [https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile21412&downloadname=ce028\\_07.rtf](https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile21412&downloadname=ce028_07.rtf)

Superintendencia Financiera de Colombia. (2007b). *Código de mejores prácticas corporativas Colombia*. Retrieved from <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/textos/codigopias.pdf>

Superintendencia Financiera de Colombia. (2010). *Documento conceptual de gobierno corporativo*. Retrieved from <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/GobiernoCorporativo/doccongb200810pub.pdf>

Superintendencia Financiera de Colombia. (2013). *Circular Externa 037 de 2013*. Retrieved from [https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/NuestraSuperintendencia/gobierno/proynorma/proynorma22\\_13.doc](https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/NuestraSuperintendencia/gobierno/proynorma/proynorma22_13.doc)

Superintendencia Financiera de Colombia. (2014). *Circular Externa 028 de 2014*. “Presentación del Nuevo Código País y Adopción del Reporte de Implementación de

- Mejores Prácticas Corporativas". Retrieved from <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/10082461>
- Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9(2), 199–208.
- Teece, D. J. (1992). Foreign investment and technological development in Silicon Valley. *California Management Review*, 34(2), 88–106.
- Tirole, J. (2001). Corporate governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35.
- Tran, D. H. (2014). Multiple corporate governance attributes and the cost of capital—Evidence from Germany. *The British Accounting Review*, 46(2), 179–197.
- Upadhyay, A., & Sriram, R. (2011). Board size, corporate information environment and cost of capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(9–10), 1238–1261.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M.-A., & Guzmán, A. (2015). Governance of Family Firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 635–654.
- Ward, J. L. (1997). Growing the family business: Special challenges and best practices. *Family Business Review*, 10(4), 323–337.
- Ward, J. L., & Aronoff, C. E. (1991). The power of patient capital. *Nation's Business*, 79(9), 48–49.
- Williams, J. B. (1938). *The theory of investment value*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Williamson, O. E. (1984). Corporate governance. *The Yale Law Journal*, 93(7), 1197–1230.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. London, England: MIT press.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.
- Zeileis, A. (2004). Econometric computing with HC and HAC covariance matrix estimators.
- Zellweger, T. (2007). Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms. *Family Business Review*, 20(1), 1–15.
- Zellweger, T. M. (2006). Risk, return and value in the family firm. University of St. Gallen.

Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the cost of capital: an International study. *International Review of Finance*, 14(3), 393–429.

## Anexos

## Anexo A. Selección de la muestra

Filtro	Criterio	# Observaciones-Año	# Observaciones-Año Perdidas	# Empresas	# Empresas Perdidas
(a)	Empresas con acciones inscritas en la BVC durante el periodo 2008-2014 y con información disponible sobre: precio de la acción, número de acciones en circulación, valor en libros de la acción, activos totales, utilidades, y dividendos pagados	408		65	
(b)	Empresas con información de gobierno corporativo (Encuesta Código País)	405	3	65	0
(c)	Estimaciones del CIC válidas y estimaciones entre 0% y 100% para los tres modelos	340	65	64	1
Muestra final		340		64	
Perdidas			68		1

**Notas:** Esta tabla detalla el proceso de selección de la muestra. La muestra final se compuso de 340 observaciones-año, las cuales correspondieron a 64 empresas durante el periodo 2008-2014.



## Anexo B. Definición de variables

Variable	Definición (Fuente de datos).
IGCCP	= Indicador general de gobierno corporativo, calculado como la sumatoria de las recomendaciones de gobierno corporativo del Código País que han sido adoptadas por la empresa. Es la sumatoria de los subíndices ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN, ver detalles en el Anexo D (Encuesta Código País de la Superintendencia Financiera de Colombia).
ASAMBLEA	= Indicador de gobierno corporativo para la asamblea general de accionistas, calculado como la sumatoria de las recomendaciones de gobierno corporativo del Código País para la asamblea general de accionistas que han sido adoptadas por la empresa, ver detalles en el Anexo D (Encuesta Código País de la Superintendencia Financiera de Colombia).
JUNTA	= Indicador de gobierno corporativo para la junta directiva, calculado como la sumatoria de las recomendaciones de gobierno corporativo del Código País para la junta directiva que han sido adoptadas por la empresa, ver detalles en el Anexo D (Encuesta Código País de la Superintendencia Financiera de Colombia).
REVELACIÓN	= Indicador de gobierno corporativo para revelación de información financiera y no financiera, calculado como la sumatoria de las recomendaciones de gobierno corporativo del Código País para Revelación de información financiera y no financiera que han sido adoptadas por la empresa, ver detalles en el Anexo D (Encuesta Código País de la Superintendencia Financiera de Colombia).
FAM1	= Variable dummy que toma el valor de uno (1) cuando el accionista con mayor proporción en los derechos de voto es un grupo familiar y cero (0) en caso contrario (Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades, Informes Anuales).
FAM12	= Variable dummy que toma el valor de uno (1) cuando los dos accionistas con mayor proporción en los derechos de voto son dos grupos familiares y cero (0) en caso contrario (Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades, Informes Anuales).
FAM1_NOFAM2	= Variable dummy que toma el valor de uno (1) cuando el segundo accionista controlante es una ENF en empresas familiares (FAM1) y cero (0) en caso contrario (Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades, Informes Anuales).
FAM12_NOFAM3	= Variable dummy que toma el valor de uno (1) cuando el TERCER accionista controlante es una ENF en empresas familiares (FAM12) y cero (0) en caso contrario (Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades, Informes Anuales).

CEO_FAM	= Variable dummy que toma el valor de uno (1) cuando el CEO de la empresa es un miembro familiar y cero (0) en caso contrario (Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades, Informes Anuales).
CONTEST	= Variable que mide la capacidad de respuesta del segundo y tercer accionista controlante frente al primer accionista controlante. Es calculada como el cociente entre la suma de los derechos de voto del segundo y tercer accionista controlante y los derechos de voto del primer accionista controlante (Superintendencia Financiera de Colombia).
BETA	= Indicador de riesgo de la acción, es calculado a partir del modelo CAPM Local a través de regresión simple por mínimos cuadrados ordinarios, para el cálculo del BETA se usó información histórica de 18 meses (mínimo) y 60 meses (máximo), además, como aproximación para el rendimiento del mercado se usó el Índice Colcap de la Bolsa de Valores de Colombia (Bolsa de Valores de Colombia).
TAMAÑO	= Logaritmo natural de los activos totales (Informes Anuales, Bolsa de Valores de Colombia).
MERCADO_LIBROS	= Relación entre el valor de mercado y el valor en libros de la acción. (Informes Anuales, Bolsa de Valores de Colombia).
ENDEUDAMIENTO	= Relación entre el total de la deuda y el total del patrimonio (Informes Anuales).
SECTOR	= Variables dummy que clasifican a la empresa de acuerdo con el sector económico al que pertenece: Industria, Financiero, Agroindustria, Servicios, Construcción, o Servicios Públicos (Superintendencia Financiera de Colombia).
AÑO	= Variables dummy para identificar cada año del periodo de estudio.
CIC_PROM	= Promedio del costo implícito de capital, es calculado a partir de los valores anuales obtenidos para los modelos CIC_CT, CIC_E y CIC_OJ, ver detalle en el Anexo C (Informes Anuales, Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de La República).

---

**Notas:** Todos los cálculos fueron realizados con valores tomados al final de año fiscal. En caso contrario, se indica de forma específica el mes del año usado para el cálculo. Entre paréntesis se indica la fuente de donde proviene la información para el cálculo.

---

**Fuente:** Este estudio

### Anexo C. Estimación del costo de capital

Este anexo detalla los modelos usados para estimar el costo implícito de capital: Claus & Thomas (2001), Easton (2004), Ohlson & Juettner-Nauroth (2005), los cuales son denominados en este documento, CIC\_CT, CIC\_E y CIC\_OJ, respectivamente. Las siguientes variables son iguales en todos los modelos donde aparecen, supuestos diferentes o cambios específicos a estas variables son descritos más adelante en el modelo respectivo. Los valores para el cálculo son tomados al final del año  $t$ , a menos que se indique lo contrario.

- $P_t$  = precio de la acción de la acción en el año  $t$ , el precio es tomado tres meses después del cierre contable como en Lee et al. (2010).
- $UA_t$  = utilidades por acción en el año  $t$ .
- $UA_{t+\tau}$  = utilidades esperadas por acción en el año  $t + \tau$ , con  $\tau$  que varía de 1 hasta 5 dependiendo del modelo. Son estimadas a partir del modelo de Hou et al. (2012).
- $DA_t$  = dividendos pagados por acción en el año  $t$ .
- $k_{t+\tau}$  Razón de pago de dividendos, siguiendo a Gebhardt, Lee, & Swaminathan (2001) es calculada como  $DA_{t+\tau-1}/UA_{t+\tau-1}$  en empresas con utilidades positivas, y como  $DA_{t+\tau-1}/(0.06 \times A_{t+\tau-1})$  en empresas con utilidades negativas.
- $DA_{t+\tau}$  = dividendos esperados por acción por acción en el año  $t + \tau$ , con  $\tau$  que varía de 1 hasta 4 dependiendo del modelo, son calculados como  $UA_{t+\tau-1} \times k_{t+\tau-1}$ .
- $VL_t$  = valor en libros de la acción en el año  $t$ .
- $VL_{t+\tau}$  = valor esperado en libros de la acción en el año  $t + \tau$ .
- TC = tasa de crecimiento de las utilidades anormales en el largo plazo, siguiendo a Attig et al. (2008) se calcula como la diferencia entre la tasa libre de riesgo (TES colombianos a 10 años) y la inflación objetivo definida por el Banco de la República en el año  $t$ .

#### CIC\_CT

$$P_t = VL_t + \sum_{\tau=1}^5 \left[ \frac{UA_{t+\tau} - CIC\_CT(VL_{t+\tau-1})}{(1 + CIC\_CT)^\tau} \right] + \frac{[UA_{t+5} - CIC\_CT(VL_{t+4})](1 + TC)}{(CIC\_CT - TC)(1 + CIC\_CT)^5} \quad (34)$$

En este modelo la expresión  $UA_{t+\tau} - CIC\_CT(VL_{t+\tau-1})$  indica las utilidades anormales en el año  $t + \tau$ .  $VL_{t+\tau}$  se calcula como  $VL_{t+\tau} = VL_{t+\tau-1} + k(UA_{t+\tau})$ .

#### CIC\_E

$$P_t = \frac{UA_{t+2} + (CIC\_E \times DA_{t+1}) - UA_{t+1}}{(CIC\_E)^2} \quad (35)$$

#### CIC\_OJ

$$CIC\_OJ = A + \sqrt{A^2 + \frac{UA_{t+1}}{P_t} \times [g_2 - (TC - 1)]} \quad (36)$$

donde  $A \equiv \frac{1}{2} \left[ (TC - 1) + \frac{DA_{t+1}}{P_t} \right]$   $g_2 = \frac{(UA_{t+2} - UA_{t+1})}{UA_{t+1}}$ , es la tasa esperada de crecimiento de la utilidad por acción en el corto plazo.

## Anexo D. Prácticas de gobierno corporativo incluidas en el Código País

---

### Asamblea general de accionistas (11 prácticas)

---

1. Se recomienda que la compañía facilite a los accionistas la toma de decisiones informadas en la asamblea, poniendo a su disposición, dentro del término de la convocatoria y en el domicilio social, la documentación necesaria para la debida información de los mismos sobre los temas por tratar.
  2. La información señalada en la práctica anterior deberá contener la propuesta de candidatos a integrar la junta directiva cuando ella esté disponible, para lo cual, los accionistas deberán remitir a la sociedad sus propuestas dentro del término de la convocatoria; asimismo y cuando a ello haya lugar, deberá tenerse a disposición de los accionistas la información financiera que sea material para decisiones que se han de adoptar en la respectiva asamblea, sobre las sociedades subordinadas y la matriz de la sociedad.
  3. Cuando la entidad cuente con una página de internet, esta será utilizada para difusión de la convocatoria y de cualquiera otra información que se considere necesaria por la compañía para el desarrollo de la asamblea.
  4. Sin perjuicio del derecho que les asiste a los accionistas para presentar sus propuestas en las reuniones de asamblea (ordinarias o extraordinarias), se recomienda que, en el orden del día establecido para aquellas, se desagreguen los diferentes asuntos por tratar de modo que no se confundan con otros, dando al orden del día una secuencia lógica de temas, salvo aquellos puntos que deban discutirse conjuntamente por tener conexidad entre sí, hecho que deberá ser advertido.
  5. Se recomienda que la segregación deba ser aprobada por la asamblea general de accionistas.
  6. Se recomienda que, en adición a aquellos aspectos respecto de los cuales esta exigencia opera por disposición legal, los siguientes asuntos o decisiones puedan ser analizados y evacuados por la asamblea general de accionistas únicamente en el evento en que hayan sido incluidos expresamente en la convocatoria a la reunión respectiva: cambio de objeto social; renuncia al derecho de preferencia en la suscripción; cambio de domicilio social; disolución anticipada y segregación.
  7. Se recomienda que la sociedad prepare y ponga a disposición de los accionistas mecanismos electrónicos que permitan divulgar durante la reunión, el desarrollo de la misma, de manera que aquellos que no puedan asistir tengan conocimiento de lo que en ella acontece.
  8. Se recomienda que las operaciones relevantes que se realicen con vinculados económicos, salvo que por disposición legal expresa el emisor no pueda adelantar, sean aprobadas por la asamblea general de accionistas. No requerirán de dicha autorización las operaciones que cumplan simultáneamente con las siguientes condiciones: a) que se realicen a tarifas de mercado, fijadas con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio del que se trate; b) que se trate de operaciones del giro ordinario del emisor, que no sean materiales.
  9. Se recomienda que las sociedades den a conocer al público con claridad, exactitud e integridad, los
-

---

derechos y obligaciones inherentes a la calidad de accionista.

---

10. Se recomienda que la sociedad, de forma permanente, ponga en conocimiento del público las clases de acciones emitidas por la sociedad, la cantidad de acciones emitidas y la cantidad de acciones en reserva para cada clase de acciones.

---

11. Se recomienda que exista un reglamento interno de funcionamiento de la asamblea general de accionistas que como mínimo abarque los temas de convocatoria y celebración.

---

#### **Junta directiva (15 prácticas)**

---

12. Se recomienda que, dentro de los límites legales, la junta directiva esté conformada por un número impar de miembros que sea suficiente para el adecuado desempeño de sus funciones, y que permita una eficaz administración y gobierno de la compañía.

---

13. Se recomienda que la junta directiva se reúna cuando menos una vez por mes.

---

14. Se recomienda que exista un reglamento interno de funcionamiento de la junta directiva que como mínimo contenga lo referido en las prácticas 18, 19 y 20 de este código, aprobado por la junta, que tenga carácter vinculante y que sea informado a todos los accionistas del emisor.

---

15. Se recomienda que la designación como director recaiga únicamente sobre aquellas personas que cumplan con los requisitos de trayectoria profesional, formación académica y de experiencia, para el mejor desarrollo de sus funciones.

---

16. Se recomienda no designar como miembros principales o suplentes de la junta directiva u órgano que haga sus veces, un número de personas vinculadas laboralmente al emisor que, reunidas en sesión y en ejercicio de sus facultades como miembros de tales órganos, puedan conformar, entre ellas, mayorías decisorias, generales o especiales, de acuerdo con la ley y los estatutos del emisor.

---

17. Se recomienda que los directores informen a la junta directiva, las relaciones, directas o indirectas, que mantengan entre ellos, o con el emisor, o con proveedores, o con clientes o con cualquier otro grupo de interés de las que pudieran derivarse situaciones de conflicto de interés o influir en la dirección de su opinión o voto.

---

18. Se sugiere que cuando un miembro de junta directiva sea nombrado en el emisor por primera vez, le sea puesta a su disposición la información suficiente para que pueda tener un conocimiento específico respecto del emisor y del sector en que se desarrolla, así como aquella información relacionada con las responsabilidades, obligaciones y atribuciones que se derivan del cargo.

---

19. Se recomienda que en las actas de las reuniones de junta directiva se identifiquen los estudios, fundamentos y demás fuentes de información que sirvieron de base para la toma de las decisiones, así como de las razones a favor y en contra que se tuvieron en cuenta para la toma de las mismas.

---

20. Se recomienda que, para el correcto ejercicio de sus funciones, los miembros de la junta directiva tengan acceso con anticipación a la información que sea relevante para la toma de decisiones, de acuerdo

---

---

con el orden del día contenido en la convocatoria. Para el efecto, se deberá incluir en el reglamento interno de funcionamiento de la junta el término de antelación a la reunión dentro del cual se presentará la información a los miembros de la junta, el cual, en todo caso, no podrá ser inferior a dos (2) días, así como establecerse los medios a través de los cuales podrán recabar la referida información, la cual se deberá encontrar en la compañía.

---

21. Se recomienda que cuando se prevea la existencia de miembros suplentes de la junta directiva u órgano que haga sus veces, dichos miembros se mantengan adecuadamente informados de los temas sometidos a consideración del órgano mencionado con el fin que cuando deban ejercer como miembros principales, dispongan del conocimiento necesario para dicha labor.

---

22. Se recomienda que el reglamento interno de funcionamiento de la junta directiva contemple las condiciones bajo las cuales ésta pueda contratar, a solicitud de cualquiera de sus miembros, un asesor externo para contribuir con elementos de juicio necesarios para la adopción de determinadas decisiones. Para el efecto, el emisor podrá destinar una partida en su presupuesto anual.

---

23. Se recomienda que, en adición al comité de auditoría exigido legalmente, el emisor conforme otros comités permanentes que se ocupen de temas particulares, específicamente de temas de nombramientos y retribuciones y gobierno corporativo. Dichos comités se conformarán con al menos un miembro de la junta directiva.

---

24. Se recomienda la creación de un comité de nombramientos y retribuciones, que tendrá entre otras funciones y sin limitarse a ellas, apoyar a la junta directiva en los siguientes temas: a) revisar el desempeño de la alta gerencia, entendiendo por ella al presidente y a los funcionarios del grado inmediatamente inferior; b) proponer una política de remuneraciones y salarios para los empleados del emisor, incluyendo la alta gerencia; c) proponer el nombramiento y remoción del presidente de la compañía o quien haga sus veces, así como su remuneración; d) proponer los criterios objetivos por los cuales el emisor contrata a sus principales ejecutivos; y e) las demás acordes con la naturaleza del objetivo del comité.

---

25. Se recomienda la creación de un comité de gobierno corporativo, que tendrá entre otras funciones y sin limitarse a ellas, apoyar a la junta directiva en los siguientes temas: a) propender por que los accionistas y el mercado en general, tengan acceso de manera completa, veraz y oportuna a la información del emisor que deba revelarse; b) informar acerca de las actividades desarrolladas por el comité de auditoría; c) revisar y evaluar la manera en que la junta directiva dio cumplimiento a sus deberes durante el período; d) monitorear las negociaciones realizadas por miembros de la junta con acciones emitidas por la compañía o por otras compañías del mismo grupo; e) supervisar el cumplimiento de la política de remuneración de administradores; y f) las demás acordes con la naturaleza del objetivo del comité.

---

26. Se recomienda que el comité de auditoría contemple entre sus funciones: a) emitir concepto, mediante un informe escrito, respecto de las posibles operaciones que se planean celebrar con vinculados económicos, para lo cual deberá verificar que las mismas se realicen en condiciones de mercado y que no vulneran la igualdad de trato entre los accionistas; b) establecer las políticas, criterios y prácticas que

---

---

utilizará el emisor en la construcción, revelación y divulgación de su información financiera; y c) definir mecanismos para consolidar la información de los órganos de control del emisor para la presentación de la información a la junta directiva.

---

**Revelación de información financiera y no financiera (13 prácticas)**

---

27. Se recomienda que el emisor ponga a disposición de sus inversionistas un punto de atención o de contacto, que sirva de canal de comunicación entre éstos y el emisor.

28. Se recomienda que cuando en criterio del emisor, la respuesta a un inversionista pueda colocarlo en ventaja, se garantice el acceso a dicha respuesta a los demás inversionistas de manera inmediata, de acuerdo con los mecanismos que el emisor haya establecido para el efecto, y en las mismas condiciones económicas.

---

29. Se recomienda que un grupo de accionistas pueda solicitar la realización de auditorías especializadas.

---

30. Se recomienda el establecimiento de un procedimiento que, con el fin de garantizar la protección de los accionistas, precise: a) el porcentaje accionario a partir del cual se puede solicitar auditorías especializadas; b) las razones por las cuales se definió dicho porcentaje; c) los requisitos de la solicitud de auditoría especializada; d) a quién corresponde su práctica y cómo se procede a su designación; e) quién debe asumir el costo de la auditoría especializada; y f) plazos precisos para cada una de las etapas o pasos del procedimiento.

---

31. Se recomienda que los emisores cuenten con mecanismos que permitan divulgar, a los accionistas y demás inversionistas, los hallazgos materiales resultantes de actividades de control interno.

---

32. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado las políticas generales aplicables a la remuneración y a cualquier beneficio económico que se conceda a los miembros de la junta directiva, el representante legal, el revisor fiscal, los asesores externos y las auditorías especializadas.

---

33. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado, los contratos entre sus directores, administradores, principales ejecutivos y representantes legales, incluyendo sus parientes, socios y demás relacionados.

---

34. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado sus normas internas sobre resolución de conflictos.

---

35. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado los criterios aplicables a las negociaciones que sus directores, administradores y funcionarios realicen con las acciones y los demás valores emitidos por ellas, como por ejemplo el derecho de preferencia.

36. Se recomienda que los emisores divulguen al mercado las hojas de vida de los miembros de las juntas directivas y de los órganos de control interno, y de no existir éstos, de los órganos equivalentes, al igual que de los representantes legales, de tal manera que permitan conocer su calificación y experiencia, con relación a la capacidad de gestión de los asuntos que les corresponda atender.

---

---

37. Se recomienda no designar como revisor fiscal a personas o firmas que hayan recibido ingresos de la compañía y/o de sus vinculados económicos, que representan el veinticinco por ciento (25%) o más de sus últimos ingresos anuales.

---

38. Se recomienda que el emisor o sus vinculados económicos, no contraten con el revisor fiscal servicios distintos a los de auditoría.

---

39. Se recomienda que el emisor, en los contratos que suscriba con su revisoría fiscal, pacte cláusulas en las que la firma de revisoría se comprometa a rotar a las personas naturales que al interior adelantan dicha función con por lo menos una periodicidad de cinco (5) años. Igualmente, se recomienda pactar que la persona que ha sido rotada solamente pueda retomar la auditoría de la misma compañía luego de un periodo de dos (2) años. La misma recomendación aplica para los casos en los cuales el revisor fiscal sea una persona natural.

---

#### **Resolución de Controversias (2 prácticas)**

---

40. El emisor deberá adoptar las medidas necesarias para informar a sus accionistas del procedimiento jurisdiccional con que cuentan para hacer efectiva la protección de sus derechos ante la Superintendencia Financiera de Colombia.

---

41. Se recomienda que el emisor adopte para la solución de conflictos que se presenten entre él con los accionistas, entre los accionistas y administradores y entre los accionistas, la vía de arreglo directo y, en todo caso, se deberá prever una forma alternativa de solución.

---

**Fuente:** Superintendencia Financiera de Colombia (2007)