

El efecto del gobierno corporativo y el control familiar en el costo de capital: Evidencia empírica de Colombia

Resumen

El objetivo de este trabajo fue determinar la relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital. Para ello se usaron modelos de regresión por mínimos cuadrados ordinarios (OLS) en una muestra de 64 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante el periodo 2008-2014. Se encontró que: (i) las empresas con mayores mediciones de gobierno corporativo presentaron menor costo de capital; y (ii) la presencia de grupos familiares como primer accionista controlante y la combinación de grupos familiares como primer y segundo accionista controlante se relacionan con un menor costo de capital.

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. Los resultados encontrados para el mercado colombiano pueden arrojar luz sobre esta relación en mercados latinoamericanos que presentan similitudes en gobierno corporativo y control familiar.

Palabras clave: gobierno corporativo, costo de capital, empresa familiar.

1. Introducción

Las crisis financieras y los grandes escándalos empresariales han potenciado el estudio del gobierno corporativo (Claessens & Yurtoglu, 2013). En el caso colombiano se han creado códigos tanto para empresas listadas como para cerradas y de familia, a la vez que ha surgido nueva regulación en la materia. De acuerdo con la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) (2010) estos avances han creado conciencia acerca del valor que agrega el buen gobierno a las empresas, sin embargo, estos avances no han sido soportados con evidencia empírica. Entre los pocos trabajos, se destacan algunos que relacionan el gobierno corporativo con el desempeño (González, Guzmán, Pombo, & Trujillo, 2012; Lagos, Soto, Betancourt, Enríquez, & Gómez, 2017; Pombo & Gutiérrez, 2011), con el costo de la deuda (Lagos & Vecino, 2014) y con la unidad y armonía familiar (Gómez, Betancourt, Lagos, & Aparicio, 2016). En cuanto al posible efecto del gobierno

corporativo en el costo de capital¹ no existen estudios.

De otra parte, las empresas familiares (EF) son una de las formas organizacionales 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). No obstante, el estudio de las EF en Latinoamérica ha recibido poca atención (Villalonga & Amit, 2006), su estudio se ha concentrado en Estados Unidos y Europa (De Massis, Sharma, Chua, & Chrisman, 2012) y, más recientemente, en Asia. En Colombia no existen estudios que involucren la propiedad y el control familiar en el análisis del costo de capital. El objetivo de este trabajo fue determinar la relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital. Para esto se usaron modelos de regresión OLS en una muestra de 64 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante el periodo 2008-2014. La medición de gobierno corporativo se basó en el Código País. El costo implícito de capital (CIC) se usó para aproximar el costo de capital a partir de los modelos de Claus & Thomas (2001), Easton (2004) y Ohlson & Juettner-Nauroth (2005). Para clasificar las empresas en EF y no familiar (ENF) se consideraron las empresas como EF cuando se identificó una familia como el primer accionista controlante. Este alcance se amplió en otra variable para considerar una empresa como EF cuando los dos primeros accionistas controlantes eran grupos familiares.

Se destacan dos hallazgos en este trabajo: En primer lugar, se encontró que las empresas con mayores mediciones en los indicadores de gobierno corporativo presentaron menor costo de capital. Estos resultados son consistentes con los estudios que han mostrado la eficacia del gobierno corporativo para reducir los problemas de agencia (Luo, 2005), los costos de monitoreo de la gestión (Luo, 2005) y la asimetría de información (Skaife, Collins, & LaFond, 2004). En segundo lugar, se encontró que las EF presentaron menor costo de capital. Estos resultados proporcionan evidencia de que en las EF el efecto de alineamiento prevalece sobre el efecto de atrincheramiento.

¹ 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 (Mascareñas, 2013, p. 3). 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). En este documento cuando se menciona el costo de capital se hace referencia al costo de capital de los accionistas, en caso contrario se especifica que es el costo de la deuda.

Este documento continúa de la siguiente forma. En la segunda sección se presenta la revisión de literatura y se desarrollan las hipótesis. En las secciones tres y cuatro se presentan los objetivos y la metodología. Los resultados y la discusión son presentados en la quinta sección. Por último, en la sexta sección se presentan las conclusiones, limitaciones y posibles investigaciones futuras derivadas de este trabajo.

2. Revisión de literatura y desarrollo de hipótesis

Diversos estudios han encontrado una relación inversa entre el gobierno corporativo y el costo de capital (Cheng, Collins, & Huang, 2006). De acuerdo con Cheng et al. (2006) el gobierno corporativo puede reducir el costo de capital desde tres vías: (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 que han abordado la relación gobierno corporativo-costos de capital son abundantes, principalmente, en Estados Unidos y Europa. La mayor parte de estos trabajos se ha concentrado en el análisis de tres grupos de prácticas: protección de los accionistas, junta directiva y divulgación de información. Trabajos como los de Skaife 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 de los inversionistas, resultando esto en un menor costo de capital para las empresas.

Se planteó la siguiente hipótesis para el mercado colombiano:

H₁: *Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo está relacionada con un menor costo de capital.*

Dada su importancia en la literatura, a continuación, se presenta una revisión específica sobre el efecto en el costo de capital de prácticas de gobierno corporativo relacionadas con la protección de los accionistas, la junta directiva y la divulgación de información.

2.1. Protección de los derechos de los accionistas y costo de capital

Los accionistas minoritarios son vulnerables ante posibles expropiaciones (Attig, Guedhami, & Mishra, 2008). Cuando perciben este riesgo los inversionistas tienden a subir sus expectativas de rentabilidad aumentando el costo de capital (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), a la vez que limita posibles comportamientos oportunistas o ineficientes por parte de los administradores o de los accionistas controlantes (Skaife et al., 2004).

La presencia de grandes accionistas en la estructura de propiedad es clave en este rol. Los trabajos de Skaife et al. (2004), Attig et al. (2008) y Guedhami & Mishra (2009) mostraron que en presencia de estructuras de propiedad concentradas, los grandes accionistas mitigan los problemas de agencia, situación que conduce a un menor costo de capital. 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 cuando el accionista controlante posee control en exceso presentan mayor costo de capital.

Entre tanto, Byun et al. (2008) mostraron que la protección de los derechos de los accionistas fue el grupo de prácticas de gobierno corporativo que mayor incidencia tuvo 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 es menor el costo de capital (Bozec & Bozec, 2010; Bozec et al., 2014; Cheng et al., 2006; Pham et al., 2012). Con base en los estudios anteriores que aportan evidencia 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_{1A}: *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.*

2.2. Junta directiva y costo de capital

La junta directiva es esencial en el gobierno corporativo. Sobre este órgano recaen importantes funciones como garantizar la calidad e integridad de la información que los administradores entregan a los accionistas (Upadhyay & Sriram, 2011) y supervisar de forma independiente la gestión de los administradores (Skaife et al., 2004). Diversos trabajos han mostrado que los miembros independientes 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). Otros estudios han sugerido que las juntas directivas con pocos miembros están asociadas con un mejor gobierno corporativo (Yermack, 1996). A la vez, que son más efectivas debido al alto grado de coordinación, la facilidad de comunicación y la rapidez en la solución de 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 han mostrado que 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 aspectos de la junta directiva (independencia, tamaño, existencia e independencia de los comités de auditoría y de remuneraciones, dualidad del CEO) y encontró que las empresas con mejores prácticas en la junta directiva presentaron menor costo de capital. Por su parte, Upadhyay & Sriram (2011) encontraron que las empresas con juntas directivas más grandes tenían un menor costo de capital, debido a una mayor transparencia en la información asociada con el mayor número de miembros.

Por su parte, Singhal (2014) estudió la dualidad del CEO, la independencia y el tamaño de la junta directiva y encontró que las juntas directivas independientes reducían la percepción de riesgo, situación que conduce a los inversores a exigir una menor rentabilidad. 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_{1B}: Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo en cuanto a junta directiva está relacionada con un menor costo de capital.

2.3. Divulgación de información y costo de capital

La teoría de la agencia plantea que los administradores pueden divulgar menor información o incluso distorsionarla con el objetivo de ocultar posibles ineficiencias u obtener beneficios privados (Prommin, Jumreornvong, & Jiraporn, 2014). Ante la limitada transparencia de las empresas, el gobierno corporativo se convierte en una herramienta eficaz para proteger a los accionistas, en especial, a 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 (Prommin et al., 2014; Skaife et al., 2004). 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 (Skaife 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, están 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 divulgaron las empresas en sus reportes anuales y encontró, para las empresas con poco cubrimiento por parte de los analistas, una relación inversa entre el costo de capital y la cantidad de información divulgada. En las empresas con alto cubrimiento de analistas esta relación no fue significativa. Esto indica que la divulgación de información funciona como un sustituto que envía señales al mercado cuando no existe cubrimiento de analistas o este es bajo (Botosan, 1997).

En el mismo sentido, Skaife et al. (2004) mostraron que las empresas con mayor transparencia en la información financiera presentaron menor costo de capital. Adicionalmente, Skaife 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 proporción de miembros independientes presentaron menor costo de capital.

De otra parte, Francis, Khurana, & Pereira (2005) analizaron si los incentivos a nivel de empresa para divulgar información voluntaria son un mecanismo para reducir el costo de capital en países con sistemas financieros y legales frágiles. Francis et al. (2005) observaron que, a mayores necesidades de financiación externa, las empresas presentan mayores niveles de divulgación de información voluntaria que conducía a un menor costo capital. Por su parte, Byun et al. (2008) observaron que las prácticas relacionadas con la transparencia en la gestión, la divulgación de información y la estructura y funcionamiento del comité de auditoría estaban relacionadas con un menor costo de capital. En otro estudio, Bozec & Bozec (2010) evidenciaron que divulgar información relacionada con la estructura, composición y compensación de la junta directiva estaba asociado con un menor costo de capital.

Entre tanto, Zhu (2014) mostró 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_{1C}: Una mayor medición en el indicador de gobierno corporativo en cuanto a divulgación de información está relacionada con un menor costo de capital.

2.4. El efecto de la propiedad y el control familiar en el costo de capital

Las EF presentan aspectos particulares que las hacen un objeto de estudio atractivo. En estas empresas 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.

La literatura sobre propiedad y control familiar muestra que la familia puede tener un efecto de doble vía en los costos de agencia. De un lado, está el efecto de alineamiento que sugiere que la propiedad en manos de 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, “el control familiar mitiga el problema de agencia entre accionistas minoritarios y las familias controlantes” (Boubakri et al., 2010, p. 454). La disminución de los conflictos de agencia en las EF puede asociarse con una menor percepción de riesgo que a su vez conduce a un menor costo de capital. De otra parte, está el efecto de atrincheramiento que 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.

2.4.1. Beneficios de la propiedad y el control familiar

En las EF existen aspectos que las diferencian de otros tipos de organizaciones. Primero, 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 mediante deuda (donde usan primero deuda bancaria y luego deuda pública), para finalmente financiarse mediante emisión de acciones (Myers & Majluf, 1984). El hecho de que en las EF la principal fuente de financiamiento sean la o las familias que la componen (Anderson, Mansi, & Reeb, 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).

Segundo, el horizonte de inversión. Las familias están más interesadas en la supervivencia de la empresa en el largo plazo (Anderson et al., 2003; Lumpkin, Brigham, & Moss, 2010). Este horizonte de inversión a largo plazo está relacionado con el capital paciente (Ward & Aronoff, 1991). Estudios han mostrado que el capital paciente conduce a las EF a concentrar sus resultados en el largo plazo (Miller & Breton-Miller, 2006; Sirmon & Hitt, 2003; Ward, 1997), 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).

Tercero, 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, se espera 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 (Andres, 2008), situación que se traduce en una mayor credibilidad hacia la EF.

Cuarto, la presencia de miembros familiares en la alta dirección. 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 (Anderson et al., 2003). De igual forma, la presencia de miembros familiares en la alta dirección permite un mejor monitoreo de la gestión.

Por último, 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 EF², las familias tienen mayores incentivos para monitorear la empresa (Anderson et al., 2003; Andres, 2008; Villalonga & Amit, 2006), esto las lleva a concentrarse en negocios que conocen bien.

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.

2.4.2. Costos de la propiedad y el control familiar

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 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 es 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 probabilidad aumenta 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 la concentración de la propiedad y el control (Boubakri et al., 2010). Por su parte, Andres

² Por ejemplo, Anderson et al. (2003) estiman que en promedio una familia tiene invertido el 69% de su riqueza en la EF.

(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).

H_{2a}: La presencia de una familia como principal accionista controlante está asociada con un menor costo de capital (efecto de alineamiento).

H_{2b}: 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).

3. Objetivos

El objetivo de este trabajo fue determinar la relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital. Para ello se usaron modelos de regresión por mínimos cuadrados ordinarios (OLS) en una muestra de 64 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante el periodo 2008-2014.

4. Metodología

4.1. Muestra

La muestra 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. 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, dividendos pagados, CEO y derechos de voto los accionistas; y (b) haber diligenciado la encuesta de gobierno corporativo Código País.

4.2. Modelo de investigación

Se usó un enfoque cuantitativo basado en modelos de regresión OLS (ver ecuación (1)).

$$CIC_PROM = \beta_X GC + \beta_Y FAMILIAR + \beta_Z CONTROLES + \varepsilon \quad (1)$$

Donde CIC_PROM es el costo implícito de capital, 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, So, & Wang, 2010). La estimación del CIC_PROM³ incluyó el promedio de los modelos de Claus & Thomas (2001), Easton (2004) y Ohlson & Juettner-Nauroth (2005) (ver Anexo A). GC son diferentes indicadores de gobierno corporativo obtenidos a partir del código país. En primer lugar, se usó el índice (IGCCP) que incluye la sumatoria de las puntuaciones obtenidas en las 41 prácticas definidas en dicho código para los emisores de valores de Colombia. En segundo lugar, se consideraron las prácticas a nivel de tres subíndices (ASAMBLEA, JUNTA y REVELACIÓN). FAMILIAR es una serie de variables que identifican atributos de las EF, entre ellas: si el CEO es un miembro de la familia (CEO_FAM); FAM1 consideró una empresa como EF cuando se identificó una familia como primer accionista controlante; FAM12 consideró una empresa como EF cuando los dos primeros accionistas controlantes eran grupos familiares. 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 incluyeron variables dummy para controlar por año y sector económico. Para una definición detallada de las variables ver el Anexo B.

5. Resultados y discusión

5.1. Estadísticos descriptivos

En la Tabla 1 se presentan los principales estadísticos descriptivos para las variables del modelo de investigación. Respecto al gobierno corporativo, ASAMBLEA fue el grupo de prácticas con el mayor cumplimiento (8.89, 80.8% del máximo posible). En contraste, el menor cumplimiento estuvo en JUNTA (9.9, 66%). En un punto intermedio se ubicó REVELACIÓN con 8.93 puntos y 68.7% cumplimiento. A nivel general, el IGCCP mostró un porcentaje de implementación del 70.7% y un promedio de 29.01 puntos. Lagos & Vecino (2011) mostraron para el año 2010 los siguientes porcentajes de cumplimiento: IGCCP (70.1%), ASAMBLEA (80.2%), JUNTA (66.2%), REVELACION (67.2%), esto sugiere que las empresas colombianas no han mejorado de forma sustancial sus estándares de gobierno corporativo.

³ Los modelos usados para estimar el costo de capital requieren de los pronósticos de utilidades para diferentes años. Teniendo en cuenta que para el caso colombiano no se dispone de dichos pronósticos para todas las empresas listadas en la BVC, se usó el modelo de Hou et al. (2012) para realizar los pronósticos de utilidades. Por motivos de espacio no se presentan dichos resultados.

En cuanto a las variables de control se observó que la capacidad de respuesta del segundo y tercer accionista (CONTEST) es en promedio 0.33. La variable BETA indica que las acciones de las empresas son menos volátiles que el mercado. En promedio las empresas tienen un TAMAÑO de 13.99. Las empresas presentan un valor promedio de 1.43 en la relación MERCADO_LIBROS. La variable ENDEUDAMIENTO muestra que las empresas de la muestra presentan altos niveles de endeudamiento, 1.39 en promedio.

En cuanto al carácter familiar, se observó que las EF (FAM1) representan el 55.6%. Solo el 17.65% de las empresas tienen un CEO familiar (CEO_FAM). Las EF donde el segundo accionista controlante es un grupo no familiar (FAM1_NOFAM2) representan el 39.1%. Finalmente, el costo de capital promedio (CIC_PROM) es del 14%.

Tabla 1. 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

5.2. Relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital

En las columnas (1) al (4) de la Tabla 2 se presenta el análisis considerando EF a aquellas empresas que tienen como primer accionista controlante una familia o un grupo familiar (FAM1). En tanto que en las columnas (5) a (8) se considera EF las que tienen a una familia o grupo familiar en las dos primeras posiciones controlantes (FAM12).

En primer lugar, en las columnas (1) y (5) se evidencia una relación inversa y significativa entre el IGCCP y el costo de capital. Estos resultados soportan la hipótesis H_1 que sugería que a mayores mediciones de gobierno corporativo 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 (Bozec & Bozec, 2010; Bozec et al., 2014; Byun et al., 2008; Chen et al., 2009; Cheng et al., 2006; Pham et al., 2012; Skaife et al., 2004; 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).

En segundo lugar, en las columnas (2), (4), (6) y (8) de la Tabla 2 se evidencia una relación inversa y significativa entre los subíndices ASAMBLEA y REVELACIÓN. Aunque en el caso del subíndice JUNTA (columnas 3 y 7) el signo es negativo, dicha relación no es significativa. Respecto a ASAMBLEA, los resultados soportan la Hipótesis H_{1a} que 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 para proteger 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 garantizar los derechos de los accionistas (Byun et al., 2008; Chen et al., 2009), en particular, los de los accionistas minoritarios. El uso de buenas prácticas de gobierno corporativo permite a los accionistas monitorear de mejor manera la actuación de los administradores, de forma que limitan comportamientos oportunistas o ineficientes (Skaife et al., 2004).

Respecto a la divulgación de información los resultados soportan la Hipótesis H_{1c} que 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 los trabajos que han mostrado una relación inversa entre costo de capital y divulgación de información (Bozec & Bozec, 2010; Byun et al., 2008; Francis et al., 2005; Skaife et al., 2004; Zhu, 2014).

Respecto al control familiar los resultados permiten soportar la hipótesis **H₂** y sus derivadas **H_{2a}** y **H_{2b}**. Específicamente se encontró que la presencia de grupos familiares como primer accionista controlante (FAM1) y la combinación de grupos familiares como primer y segundo accionista controlante (FAM12) están relacionadas con un menor costo de capital. Factores relacionados con la estructura de propiedad y las relaciones familiares pueden explicar el menor costo de capital en las EF. Por ejemplo, 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 reducir el costo de capital. De otra parte, la EF concentran sus esfuerzos en el largo plazo (Anderson et al., 2003; Lumpkin et al., 2010), esto reduce el costo de capital dado que el riesgo marginal de las inversiones en el largo plazo es menor (McNulty, Yeh, Schulze, & Lubatkin, 2002; Zellweger, 2007). A esto se suma que una buena parte del capital en las EF 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). Del mismo modo, la preocupación por la reputación de la empresa y de la familia (Anderson et al., 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2005) puede disminuir el costo de capital al generar relaciones de confianza con todos los grupos de interés (Anderson et al., 2003) que mitigan los conflictos de agencia.

Por último, en cuanto a los controles se encontró que las variables MERCADO_LIBROS, TAMAÑO y ENDEUDAMIENTO son determinantes en el costo de capital y se comportan de acuerdo con lo esperado en la teoría.

Tabla 2. Relación del gobierno corporativo y del control familiar con el costo de capital

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
IGGCP	-0.0021** (-2.53)				-0.0028*** (-3.50)			
ASAMBLEA		-0.0127*** (-3.95)				-0.0150*** (-4.86)		
JUNTA			-0.0016 (-0.83)				-0.0031 (-1.62)	
REVELACIÓN				-0.0047** (-2.50)				-0.0061*** (-3.30)
FAMILIAR1	-0.0391*** (-2.87)	-0.0487*** (-3.55)	-0.0301** (-2.26)	-0.0348*** (-2.65)				
FAM1_NOFAM2	0.0633*** (5.35)	0.0682*** (5.79)	0.0610*** (5.13)	0.0609*** (5.17)				
FAMILIAR12					-0.0608** (-2.50)	-0.0718*** (-2.98)	-0.0482** (-1.98)	-0.0546** (-2.27)
FAM12_NOFAM3					0.0053 (0.21)	0.0101 (0.41)	-0.0032 (-0.12)	0.0029 (0.11)
CEO_FAM	0.0006 (0.05)	0.0013 (0.12)	0.0021 (0.19)	-0.0019 (-0.17)	0.0073 (0.68)	0.0070 (0.66)	0.0125 (1.14)	0.0051 (0.46)
CONTEST	0.0020 (0.14)	0.0003 (0.02)	-0.0068 (-0.48)	0.0004 (0.03)	-0.0006 (-0.04)	-0.0023 (-0.16)	-0.0141 (-0.93)	-0.0045 (-0.30)
BETA	-0.0003 (-0.13)	-0.0002 (-0.11)	-0.0004 (-0.18)	-0.0001 (-0.04)	-0.0001 (-0.05)	-0.0001 (-0.02)	-0.0003 (-0.12)	0.0002 (0.08)
TAMAÑO	-0.0059* (-1.85)	-0.0063** (-2.19)	-0.0086*** (-2.67)	-0.0066** (-2.13)	-0.0056* (-1.74)	-0.0065** (-2.25)	-0.0088*** (-2.68)	-0.0067** (-2.15)
MERCADO_LIBROS	-0.0183*** (-5.28)	-0.0169*** (-4.90)	-0.0188*** (-5.40)	-0.0186*** (-5.39)	-0.0178*** (-5.06)	-0.0164*** (-4.72)	-0.0182*** (-5.09)	-0.0181*** (-5.15)
ENDEUDAMIENTO	0.0120*** (7.16)	0.0117*** (7.12)	0.0123*** (7.32)	0.0121*** (7.20)	0.0119*** (6.95)	0.0117*** (6.97)	0.0122*** (7.00)	0.0119*** (6.97)
INTERCEPTO	0.2518*** (5.51)	0.3091*** (6.51)	0.2471*** (5.35)	0.2407*** (5.25)	0.2808*** (6.30)	0.3436*** (7.63)	0.2816*** (6.19)	0.2695*** (5.98)
SECTOR	SI							
AÑO	SI							
R ² (%)	37.25	38.98	36.13	37.21	36.18	38.31	34.27	35.92
R ² Ajustado (%)	33.31	35.15	32.12	33.28	32.18	34.44	30.15	31.90

Notas: Relación del gobierno corporativo (IGGCP) y el control familiar con el costo de capital. La muestra consiste en un panel de datos no balanceado que incluye 64 empresas (340 observaciones-año) para el periodo 2008-2014. Entre paréntesis se muestra el estadístico t. *, **, ***, indican nivel de significancia del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Fuente: Este estudio

6. Conclusiones

El objetivo de este trabajo fue determinar la relación del gobierno corporativo y el control familiar con el costo de capital. Para ello se usaron modelos de regresión por mínimos cuadrados ordinarios (OLS) en una muestra de 64 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante el periodo 2008-2014. 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 de la asamblea general de accionistas, la junta directiva y divulgación de información financiera y no financiera (ASAMBLEA, JUNTA, REVELACIÓN).

De forma general, se concluye que la adopción de prácticas de gobierno corporativo está relacionada con un menor costo de capital. Los resultados soportan las hipótesis H_1 y sus derivadas H_{1a} y H_{1b} , esto aporta evidencia a favor de que las empresas con mayores mediciones en los indicadores de gobierno corporativo, tanto a nivel general (IGCCP) como a nivel de subíndices (ASAMBLEA y REVELACIÓN) presentan menor costo de capital. El menor costo de capital puede ser explicado desde la reducción de los problemas de agencia. 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 los resultados soportan las hipótesis H_2 y sus derivadas H_{2a} y H_{2b} que proporcionan evidencia favorable sobre que la presencia de grupos familiares como primer accionista controlante (FAM1) y la combinación de grupos familiares como primer y segundo accionista controlante (FAM12) están relacionadas 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 pueden explicar el menor costo de capital en las EF.

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 dicha relación en otros mercados latinoamericanos donde existen similitudes en cuanto a gobierno corporativo. 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.

Los resultados de este estudio han mostrado que el gobierno corporativo está relacionado 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 se realizó 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.

Finalmente, 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 el control familiar con el costo de capital en empresas cerradas.

7. Referencias

- 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.
- 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. [http://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00067-9](http://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00067-9)
- 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. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.05.003>

- 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.
- Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York, NY: Harcourt, Brace, & World.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301–325.
- 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.
- Gebhardt, W. R., Lee, C., & Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135–176.
- 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., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2012). Family firms and financial performance: The cost of growing. *Emerging Markets Review*, 13(4), 626–649.

- Guedhami, O., & Mishra, D. (2009). Excess control, corporate governance and implied cost of equity: International evidence. *Financial Review*, 44(4), 489–524.
- 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.
- 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.
- 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.
- Lagos, C. D., Soto, E. N. C., Betancourt, R. J. B., Enríquez, Y. J. O., & Gómez, B. G. (2017). Tamaño e independencia de la junta directiva y su relación con el desempeño económico: un análisis para empresas familiares y no familiares. *AD-Minister*, (31), 5–23. <http://doi.org/10.17230/ad-minister.31.1>
- 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*. Retrieved from http://faculty.chicagobooth.edu/workshops/accounting/past/pdf/LSW-A_20100408_n.pdf
- 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
- Mascareñas, J. (2013). *El coste del capital*. 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- Skaife, H. A., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). *Corporate governance and the cost of equity capital*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=639681>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2010). *Documento conceptual de gobierno corporativo*. Retrieved from <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/GobiernoCorporativo/doccong200810pub.pdf>
- Teece, D. J. (1992). Foreign investment and technological development in Silicon Valley. *California Management Review*, 34(2), 88–106.
- 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. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- 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. <http://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1997.00323.x>
- Ward, J. L., & Aronoff, C. E. (1991). The power of patient capital. *Nation's Business*, 79(9), 48–49.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of

- directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.
- 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.

Anexo A. Estimación del costo implícito 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 τ 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 τ 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

$$P_t = VL_t + \sum_{\tau=1}^5 \left[\frac{UA_{t+\tau} - CIC_CT(VL_{t+\tau-1})}{(1 + CIC_CT)^\tau} \right] + \frac{[UA_{t+5} - CIC_CT(VL_{t+4})](1 + TC)}{(CIC_CT - TC)(1 + CIC_CT)^5} \quad (2)$$

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

$$P_t = \frac{UA_{t+2} + (CIC_E \times DA_{t+1}) - UA_{t+1}}{(CIC_E)^2} \quad (3)$$

CIC_OJ

$$CIC_OJ = A + \sqrt{A^2 + \frac{UA_{t+1}}{P_t} \times [g_2 - (TC - 1)]} \quad (4)$$

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 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 (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 (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 (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 (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 mediante OLS. 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 dummies 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 dummies 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 (Informes Anuales, Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de La República).

Notas: Todos los cálculos son 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.

