



Artículo

Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda



Diógenes Lagos Cortes^{a,*} y Carlos Enrique Vecino Arenas^b

^a Docente, Facultad de Cultura Física, Deporte y Recreación, Universidad Santo Tomás, Bogotá, Colombia

^b Profesor titular, Escuela de Estudios Industriales y Empresariales, Universidad Industrial de Santander, Bucaramanga, Colombia

INFORMACIÓN DEL ARTÍCULO

Historia del artículo:

Recibido el 12 de mayo de 2012

Aceptado el 8 de enero de 2014

On-line el 11 de marzo de 2014

Códigos JEL:

G10

G30

M10

Palabras clave:

Gobierno corporativo

Costo de la deuda

Índice de gobierno corporativo

Medición de gobierno corporativo

R E S U M E N

Este documento estudia la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, incluidas en el código de mejores prácticas corporativas (Código País), y el costo de capital proveniente de deuda en empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Usando modelos de regresión, se encuentra evidencia que indica la existencia de una relación inversa entre el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de la deuda en emisores no financieros (empresas pertenecientes al sector real y de servicios públicos). Para el caso de los emisores financieros, no se encuentra evidencia de esta situación.

© 2012 Universidad ICESI. Publicado por Elsevier España, S.L. Todos los derechos reservados.

Influence of corporate governance on the cost of capital from debt issuance

A B S T R A C T

This paper studies the relationship between the implementation of corporate governance practices, as defined in the code of best corporate practices (Código País), and the cost of debt capital from companies listed on the Stock Exchange of Colombia. Using regression models, evidence was found suggesting the existence of an inverse relationship between the level of implementation of corporate governance practices and the cost of financial debt issuers (companies in utilities and the real sector). There was no evidence to support such conclusion in the financial sector.

© 2012 Universidad ICESI. Published by Elsevier España, S.L. All rights reserved.

Influência da gestão corporativa nos custos de capital proveniente da emissão de dívida

R E S U M O

Este documento estuda a relação entre a aplicação de práticas de gestão corporativa, incluídas no código das melhores práticas corporativas (Código País), e os custos de capital proveniente da dívida em empresas listadas na Bolsa de Valores da Colômbia. Usando modelos de regressão, encontram-se provas que

JEL classification:

G10

G30

M10

Keywords:

Corporate governance

Cost of debt

Corporate governance index

Measurement of corporate governance

Classificações JEL:

G10

G30

M10

* Autor para correspondencia: Carrera 9 No 51-11, Facultad de Cultura Física, Deporte y Recreación, Universidad Santo Tomás, Bogotá, Colombia.
Correo electrónico: diogeneslagos@usantotomas.edu.co (D. Lagos Cortes).

Palavras-chave:

Gestão corporativa
Custos da dívida
Índice de gestão corporativa
Medição de gestão corporativa

sugerem a existência de uma relação inversa entre o nível de aplicação de práticas de gestão corporativa e os custos da dívida em emissores financeiros (empresas pertencentes ao sector real e de serviços públicos). Para o caso 2 emissores financeiros não se encontram provas desta situação.

© 2012 Universidad ICESI. Publicado por Elsevier España, S.L. Todos os direitos reservados.

1. Introducción

El gobierno corporativo es una herramienta importante para garantizar la estabilidad de los mercados financieros, a tal punto que los principios emitidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) son considerados por el foro de estabilidad financiera como una de las 12 normas fundamentales para garantizar sistemas financieros sanos (OCDE, 2005).

En Colombia se han realizado esfuerzos para difundir las prácticas de gobierno corporativo, pero según la Corporación Andina de Fomento, esto no ha sido suficiente, aún subsiste un vacío normativo y un relativo desconocimiento de los beneficios que se derivan de su implementación. De otra parte, la reglamentación existente en materia de gobierno corporativo no ha sido fruto de validaciones empíricas en el mercado colombiano, por el contrario, ha sido adoptada de acuerdo con experiencias en otros países, desconociendo aspectos propios del entorno. Esta situación hace necesario el desarrollo de evidencia empírica que permita validar el comportamiento de las prácticas de gobierno corporativo y su relación con componentes fundamentales en las empresas colombianas.

En este sentido, son diversas las prácticas de gobierno corporativo (compensación de los ejecutivos, divulgación de información, protección y trato equitativo de los accionistas, composición de la junta directiva, relación con las partes interesadas, entre otros) que condicionan, en buena medida, el desempeño de las empresas. Específicamente, existe evidencia que muestra beneficios financieros, originados en la aplicación de prácticas de gobierno corporativo. Por ejemplo, menor costo de capital, facilidades para acceder a financiación externa y mejores rendimientos en el capital accionario (Anderson, Mansi y Reeb, 2004; Baek, Kang y Park, 2004; Byun, 2007; Claessens, 2006; Gillan, 2006; entre otros).

A pesar de los avances en materia de gobierno corporativo en Colombia, no existe certeza frente a la existencia de posibles beneficios financieros debidos a la implementación de buenas prácticas de gobernanza. Esto se debe principalmente a la ausencia de estudios que comprueben o refuten los desarrollos teóricos y la evidencia empírica alcanzados en otros países.

Esta investigación centra su interés en el estudio de la relación existente entre la aplicación de prácticas de gobierno y el costo de capital proveniente de títulos de deuda durante el periodo 2007-2010. Para el caso específico de Colombia, no existen estudios que relacionen el gobierno corporativo con el costo de capital proveniente de deuda, este es el primer estudio en Colombia que aborda esta relación. Los estudios existentes se centran principalmente en el efecto de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en la valoración de las empresas, la rentabilidad de los activos, los niveles de apalancamiento y la rentabilidad operativa. Este estudio pretende generar evidencia que permita llenar este vacío, para ello se realizan 2 contribuciones: i) se presenta un análisis general de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas emisoras de bonos, y ii) se estudia la influencia de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de títulos de deuda.

El presente documento se organiza como sigue: en la primera parte se presentan las bases conceptuales utilizadas para el desarrollo del estudio; esto incluye una revisión general sobre gobierno corporativo, estructura temporal de las tasas de interés, un panorama del gobierno corporativo en América Latina y una revisión

de estudios enfocados en la relación del gobierno corporativo y el costo de la deuda. En la segunda parte se muestra la metodología utilizada en el estudio. Los resultados de la investigación y el análisis de los mismos se muestran en la tercera parte. Finalmente, las conclusiones y las recomendaciones derivadas del análisis de los resultados se presentan en la cuarta parte.

2. Marco conceptual

En esta sección se presenta el marco conceptual base para este estudio. En el apartado 2.1 se realiza una revisión del concepto de gobierno corporativo, en el apartado 2.2 se presentan los fundamentos de la estructura temporal de las tasas de interés en la valoración de activos de renta fija, en el apartado 2.3 se abordan estudios relacionados con prácticas de gobierno corporativo en América Latina, finalmente, en el apartado 2.4 se muestran estudios que identifican que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo inciden en el costo de la deuda.

2.1. El concepto de gobierno corporativo

De acuerdo con Tirole (2001), la definición estándar de gobierno corporativo se refiere a la defensa de los intereses de los accionistas. Debido a la existencia de problemas de agencia¹, es necesario ejercer un control sobre los administradores para evitar que sus intereses prevalezcan sobre los intereses de los propietarios; esta situación implica para los inversionistas incurrir en costos al intentar ejercer un control sobre las actividades de los directivos. Por su parte, Hart (1995) afirma que las cuestiones relativas al gobierno corporativo aparecen en una empresa cuando, adicional a la existencia de problemas de agencia entre miembros de la organización, se tiene que el costo de tratar con dichos problemas son tales que no se pueden regular a través de un contrato. Este dilema de control corporativo, inicialmente planteado como la tensión entre una estructura de propiedad difusa y la administración, se extendió para considerar la generación de un mecanismo de gobierno que garantice a todos los participantes de una organización la correcta conducta de la administración hacia ellos (Williamson, 1984).

Otros autores conceden mayor importancia a los grupos de interés², en la concepción de gobierno corporativo. Por ejemplo, John y Senbet (1998) lo definen como el conjunto de mecanismos por medio de los cuales los grupos de interés de una organización ejercen un control sobre la información privilegiada y la gestión, de tal forma que sus intereses se encuentren protegidos. De forma similar, Tirole (2001) considera que el gobierno corporativo está relacionado con el diseño de instituciones que inducen a la

¹ La divergencia entre los intereses del agente y el principal da lugar a los denominados problemas de agencia. La teoría de la agencia se ocupa de resolver 2 problemas que pueden ocurrir en las relaciones de agencia. El primero se presenta cuando los intereses del principal y del agente difieren, siendo difícil o costoso para el principal verificar el comportamiento del agente. El segundo aparece cuando el principal y el agente tienen diferentes actitudes, respecto al riesgo, lo cual puede llevar a diferentes acciones para conseguir los objetivos (Eisenhardt, 1989).

² Los grupos de interés, partes interesadas o *stakeholders* son organizaciones o personas que pueden ser afectadas por las actividades de una organización; incluye directivos, empleados, clientes, acreedores, sindicatos, gobierno y sociedad en general.

administración a internalizar el bienestar de los grupos de interés; de esta manera, la provisión de incentivos de gestión y el diseño de una estructura de control deberían ser valorados por su impacto en las utilidades de todos los grupos de interés.

Una concepción más completa del gobierno corporativo es desarrollada por Hambrick, Werder y Zajac (2008), quienes consideran que el gobierno corporativo debe abarcar asuntos complejos como las partes interesadas, la dinámica de los consejos de administración, los procesos de gestión y dirección, entre otros, sin dejar de lado la dinámica de cada país, en particular aspectos relacionados con su cultura y regulación.

El concepto de gobierno corporativo de la OCDE³ no difiere de estas concepciones, donde se reconoce la existencia de múltiples actores que pueden ejercer presión sobre las decisiones tomadas por una organización. Para la OCDE, el gobierno corporativo abarca toda una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de la empresa, el consejo de administración⁴, los accionistas y otras partes interesadas. Desde esta visión, el gobierno corporativo proporciona una estructura para el establecimiento de objetivos por parte de la empresa y determina los medios que pueden utilizarse para alcanzar dichos objetivos y para supervisar su cumplimiento (OCDE, 2005). La OCDE reconoce que el gobierno corporativo solo es una parte del amplio contexto económico en el que las empresas desarrollan su actividad y en el que intervienen las políticas macroeconómicas y el grado de competencia dentro de los mercados de productos y de factores.

Finalmente, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) define el gobierno corporativo como el sistema (conjunto de normas y órganos internos) mediante el cual se dirige y controla la gestión de una persona jurídica, bien sea de manera individual o dentro de un conglomerado. El gobierno corporativo provee un marco que define derechos y responsabilidades, dentro del cual interactúan los órganos de gobierno de una entidad, entre los que se destacan el máximo órgano de dirección, los representantes legales y demás administradores, el revisor fiscal y los correspondientes órganos de control (SFC, 2008).

2.2. Estructura temporal de los tipos de interés en la valoración de activos de renta fija

La estructura temporal de los tipos de interés (ETTI), también conocida como curva de rendimientos, analiza la relación existente entre el tiempo que resta hasta el vencimiento de los bonos y sus rendimientos durante este lapso. Según Mascareñas (2010), la ETTI más utilizada es la que se construye a partir de los títulos emitidos por el Estado (para el caso colombiano títulos de tesorería [TES]), debido principalmente a 2 factores: i) estos títulos carecen de riesgo de insolvencia, y ii) el mercado de dichos títulos es el más activo de cualquier país y suele carecer de problemas de iliquidez.

La estimación de la estructura de plazos de las tasas de interés para un conjunto de bonos, con diferente madurez, rendimiento y tasa cupón, se realiza en Colombia mediante el método de Nelson y Siegel⁵, publicado en 1987. La Bolsa de Valores de Colombia

(BVC) utiliza esta metodología desde 2002 para calcular la ETTI en los siguientes títulos: TES tasa fija en pesos, TES en Unidad de Valor Real (UVR)⁶ y TES indexados al DTF⁷. De acuerdo con Atehortúa (2007), esta metodología presenta ventajas importantes, como su buen ajuste, la reducida fluctuación, parsimonia y bajos requerimientos de información.

2.3. Gobierno corporativo en América Latina

Guzmán y Trujillo (2012) consideran que el gobierno corporativo en América Latina se ha venido consolidando, sin embargo, se evidencian rezagos a los que se les debe dar prioridad por parte de los gobiernos y las diferentes instituciones relacionadas con las prácticas de gobierno corporativo. Afirman que las economías de la región presentan deficiencias legales que conducen a altos niveles de concentración de la propiedad, dificultades de acceso a capital y mercados de capitales poco desarrollados, esto unido a bajos niveles de protección a los inversionistas. El gobierno corporativo permite a los grupos de interés el uso de mecanismos para ejercer control sobre la información privilegiada y la gestión (John y Senbet, 1998). Sin embargo, existen ocasiones en las cuales los grupos de interés no pueden ejercer este control, de acuerdo con Cruces y Kawamura (2007) son los grupos que controlan la empresa quienes deciden la forma en que se va a utilizar su ventaja informativa en la negociación de valores debido a que los inversores externos no pueden observar información privilegiada. Esta situación ha sido evidenciada en América Latina, donde el uso de información privilegiada difícilmente es castigado; Cruces y Kawamura (2007) encuentran que Brasil y México presentan menores índices de probabilidad de negociación informada⁸, mientras que en Colombia y Venezuela estos índices son mayores. Los autores indican que el mercado reconoce en cierta medida el manejo de información privilegiada reduciendo las transacciones y el valor de mercado en las empresas que presentan probabilidades de negociación informada superiores; esto puede incrementar el interés por invertir en empresas que hacen un esfuerzo importante para mejorar la calidad y el acceso a la información.

Por su parte, Bebczuk (2007) encuentra que las empresas en Argentina muestran prácticas de gobernanza por debajo de los estándares internacionales; adicionalmente, muestra que existe un efecto importante de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en el retorno sobre los activos (ROA) y el valor de mercado medido a través de la Q de Tobin. La separación del control y los derechos sobre los flujos de efectivo prevalecen en menos de la mitad de las empresas, estando muy concentrada la propiedad en el accionista mayoritario; esta situación afecta al rendimiento de forma directa y atenúa los efectos positivos de un buen gobierno corporativo. En el caso brasileño, se presentan mejoras, aunque modestas, en las prácticas de gobierno corporativo; sobresalen las prácticas relacionadas con la divulgación de información frente a las relacionadas con la junta directiva, ética y conflictos de intereses y derechos de los accionistas (Leal y Carvalhalda-Silva, 2007). Los anteriores autores encuentran altas concentraciones en cuanto al control y los derechos sobre los flujos de efectivo y presentan

³ La OCDE es una organización de cooperación internacional fundada en 1960 y tiene como objetivo promover políticas destinadas a: i) lograr el mayor crecimiento sostenible posible de la economía y del empleo, y a aumentar el nivel de vida en los países miembros, manteniendo la estabilidad financiera y contribuyendo así al desarrollo de la economía mundial; ii) contribuir a una sana expansión económica tanto en los Estados miembros como en los no miembros en vías de desarrollo económico, y iii) contribuir a la expansión del comercio mundial sobre una base multilateral y no discriminatoria, de acuerdo con las obligaciones internacionales.

⁴ Cuando se menciona consejo, consejo de administración, consejo directivo, directorio o junta directiva, se está haciendo alusión al máximo órgano directivo de la empresa.

⁵ Una descripción detallada de este método se puede encontrar en Arango, Melo y Vasquez, 2008.

⁶ De acuerdo con la ley 546 de 1999, la UVR es una unidad de cuenta que refleja el poder adquisitivo de la moneda, con base exclusivamente en la variación del índice de precios al consumidor (IPC).

⁷ El DTF es una tasa o porcentaje utilizado principalmente en el sistema financiero. Se calcula como el promedio ponderado de las diferentes tasas de interés de captación utilizadas por los bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, y compañías de financiamiento comercial para calcular los intereses que reconocerán a los certificados de depósito a término (CDT) con duración de 90 días.

⁸ La probabilidad de negociación informada es usada como una estimación directa de que tan probable es que cada negociación realizada se debe a una parte informada en privado.

evidencia donde se muestra que la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo conduce a reducir el costo de capital y a una mayor valoración del mercado para las empresas que las aplican. Se destaca que la divulgación de información genera un impacto mayor en la valoración de las empresas en comparación con otras prácticas de gobierno corporativo, como la composición de la junta directiva y los procedimientos de votación.

Lefort y Walker (2007) encuentran que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas chilenas está por encima de las demás empresas de América Latina, siendo estas comparables con las empresas de economías emergentes con mayor nivel de desarrollo del mercado de capitales. En el marco de este análisis, se destaca el avance en la aplicación de medidas de gobierno corporativo relacionadas con transparencia y divulgación de información. Lefort y Walker (2007) consideran que esto se debe a reformas legales, la ley de mercado de valores y la ley de sociedades anónimas, adelantadas en Chile. Sin embargo, se presentan deficiencias frente a prácticas relacionadas con controversias entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Por ejemplo, Azua, Pizarro y Silva (2010) validan que la deuda a través de bonos y los porcentajes de concentración de la propiedad afectan a la transparencia de la información en las empresas del mercado de valores de Chile y muestran que las empresas con mayor concentración de propiedad presentan menores índices de transparencia de la información, esto debido a que no existe un interés por atraer nuevas inversiones.

Para el caso mexicano, Chong y López-de-Silanes (2007) muestran que las empresas se enfrentan a un entorno jurídico con mejoras sustanciales, sin embargo, siguen presentando problemas para acceder a capital. Estos autores consideran que la mejora en prácticas de gobierno corporativo se refleja positivamente en la valoración, el rendimiento operativo y el pago de dividendos y en el hecho de que las empresas están utilizando herramientas para diferenciar su gobierno corporativo, todo lo cual les permite ser reconocidos por el mercado a través de menores costos de capital, ofreciendo un mejor rendimiento a sus inversionistas.

Garay y González (2007) encuentran que las empresas venezolanas tienen resultados bajos en la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, las prácticas relacionadas con accionistas y divulgación de información presentan, aunque leve, un comportamiento mejor. Estos autores consideran que se deben revisar especialmente las prácticas relacionadas con los auditores externos, la existencia de comités de gobierno corporativo, divulgación de información relacionada con la propiedad y la compensación de los ejecutivos, y la protección de accionistas minoritarios. Este estudio indica que las empresas pueden reducir el costo de capital si mejoran las prácticas de gobierno corporativo, además de aumentar el valor de mercado y el rendimiento operativo.

En Colombia, se presentan altos niveles de concentración de la propiedad en las empresas que negocian acciones en la Bolsa de Valores. De acuerdo con Gutiérrez y Pombo (2007), la concentración de la propiedad en los emisores colombianos ha aumentado principalmente en los 4 mayores accionistas, también encuentran que la separación entre los derechos de flujo de efectivo y los derechos de voto es baja. En el estudio realizado por Gutiérrez y Pombo (2007) se muestra que las empresas inversionistas desarrollan un papel estratégico en relación con el control de los accionistas, proporcionan evidencia de que los derechos sobre los flujos de efectivo de los mayores accionistas se relacionan de forma positiva con una mejor valoración de la empresa y el rendimiento, mientras que la separación entre los derechos de flujo de efectivo y los derechos de voto presentan un efecto negativo sobre estos factores.

Guzmán y Trujillo (2012) afirman que, en el caso colombiano, los avances en gobierno corporativo han surgido enfocados hacia las empresas listadas en Bolsa de Valores; sin embargo, se destaca que estas iniciativas comienzan a convocar a empresas de propiedad cerrada y de carácter familiar, esto fundamentado en la

participación de diferentes entidades, tanto a nivel nacional como internacional, entre ellas, la Confederación de Cámaras de Comercio (Confecámaras), la Cámara de Comercio de Bogotá, el Colegio de Estudios Superiores de Administración, el Centro para la Empresa Privada Internacional y la Secretaría Suiza de Asuntos Económicos. La importancia de estas iniciativas radica en que este tipo de empresas representan la mayor parte de la base empresarial no solo en Colombia, sino a nivel mundial. La literatura reconoce que los incentivos a los que se enfrentan los directores de una empresa privada de gestión familiar son diferentes de los que afronta un director de una empresa listada (Schulze, Lubatkin y Dino, 2003).

Por ejemplo, González, Guzmán, Pombo y Trujillo (2013), estudian el efecto de la gestión familiar, la propiedad y el control sobre la estructura de capital en empresas colombianas; encuentran que los niveles de deuda son más bajos cuando el fundador o uno de sus herederos es el presidente, aumentando a medida que la empresa tiene más tiempo en el mercado; sucede de igual forma cuando los miembros de las familias están presentes en la junta directiva; los autores afirman que la aversión al riesgo hace que las empresas familiares tengan niveles de deuda más bajos, pero cuando necesitan financiar el crecimiento, unido al deseo de no perder el control, las impulsa hacia mayores niveles de deuda. Por otra parte, Benavides y Mongrut (2010) muestran que la introducción de un código de gobierno corporativo de calidad impacta de forma positiva la rentabilidad de los activos (ROA) y los niveles de apalancamiento, también indican que la presencia de estos códigos se relaciona con crecimientos en ventas e inversiones.

2.4. Efectos de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en el costo de la deuda

Para el caso particular de Colombia, como se mostró en el apartado anterior, no existen estudios que relacionen el gobierno corporativo con el costo de capital proveniente de deuda, los estudios revisados se centran en la relación de algunas prácticas de gobierno corporativo con el valor de mercado, rentabilidad de los activos, niveles de apalancamiento y rentabilidad operativa. Este estudio pretende generar evidencia que permita llenar este vacío. Para ello, a continuación, se muestran algunos estudios que relacionan el costo de la deuda y algunas prácticas de gobierno corporativo.

De acuerdo con los postulados de la teoría de la agencia, la asimetría en la información que poseen los diferentes grupos de interés en una empresa es el origen de los conflictos entre las partes; algunos estudios realizados en torno a la relación del gobierno corporativo y el costo de la deuda se enfocan en la disminución de los conflictos de intereses entre los grupos de interés. Por ejemplo, Sengupta (1998) y Byun (2007) encuentran que la divulgación de información es una práctica que contribuye a reducir el costo de la deuda, ya que los prestamistas, antes de realizar alguna operación de inversión, tratan de evaluar el riesgo de incumplimiento, teniendo en cuenta toda la información que esté disponible. Sengupta (1998) afirma que las empresas que revelan información de manera oportuna y constante presentan más baja probabilidad de retener información negativa referente a sus operaciones, permitiendo a los inversionistas tomar mejores decisiones.

Por otra parte, Anderson, Mansi y Reeb (2003), muestran que las estructuras de propiedad bajo control familiar reducen los problemas de agencia entre accionistas y tenedores de deuda; estos últimos ven la estructura de control familiar como un mecanismo que protege sus intereses. En ese estudio, los autores encuentran que el costo de la deuda para las empresas familiares es más bajo que en las no familiares. Por su parte, Cremers, Nair y Wei (2007), encuentran que los contratos de bonos, además de servir como instrumento para reducir los conflictos de intereses entre los directivos y tenedores de deuda, actúan en el mismo sentido en las

relaciones entre accionistas y tenedores de bonos, al balancear las relaciones de control corporativo entre ellos.

Aunque Byun (2007) encuentra que la divulgación de información contribuye a disminuir el costo de la deuda, afirma que prácticas relacionadas con políticas de dividendos, comités de auditoría y derechos de protección de los accionistas tienen un mayor peso en la disminución del costo de la deuda. Las políticas de compensación son usadas por los accionistas como un instrumento para alinear sus intereses con los intereses de los directivos. Ertugrul y Hegde (2008) muestran que la compensación basada en acciones es eficiente en la alineación de los intereses entre directivos y accionistas; sin embargo, tiene un efecto secundario que afecta negativamente a las relaciones entre los accionistas y los tenedores de bonos.

La estructura del consejo de administración y los comités de auditoría son prácticas de gobierno corporativo a las cuales se les conceden una gran importancia. Anderson et al. (2004) encuentran que el costo de la deuda está inversamente relacionado con la independencia y el tamaño del consejo de administración y de los comités de auditoría, esto debido principalmente a la perspectiva de los acreedores que consideran al consejo de administración como el elemento principal para garantizar la integridad del proceso contable en las empresas. Las medidas anti OPA⁹ son prácticas corporativas frecuentes en las empresas que cotizan en el mercado de valores. Sin embargo, estas medidas no son de aceptación general, los principios de gobierno corporativo de la OCDE indican que se limite su uso cuando su finalidad sea impedir la asunción de responsabilidades por parte de la dirección y el consejo de administración, de tal forma que permita a los mercados de control societario funcionar de forma eficiente y transparente (OCDE, 2005). Klock, Mansi y Maxwell (2005) encuentran que las empresas con fuertes medidas anti-OPA presentan un menor costo de capital proveniente de deuda; esto es asociado a la percepción que tienen los tenedores de bonos de que las medidas anti OPA son un mecanismo eficaz para proteger sus intereses.

Otro aspecto afectado por los niveles de aplicación de prácticas de gobierno corporativo es la calificación crediticia, que a su vez es un importante determinante del costo de la deuda. Ashbaugh-Skaife, Collins y LaFond (2006) muestran que existe una relación positiva entre las calificaciones crediticias y la existencia de fuertes medidas anti OPA, la independencia del consejo de administración y el grado de transparencia financiera. Finalmente, los inversores institucionales son actores importantes en la definición de prácticas de gobierno corporativo, ya que pueden ejercer una gran influencia en el control de las empresas. En este sentido, Wang y Zhang (2009) muestran que el costo de la deuda se reduce cuando aumenta la participación accionaria por parte de inversores institucionales transitorios, mientras que se evidencia un aumento del costo de la deuda cuando aumenta la presencia de inversores institucionales dedicados.

Teniendo como base los estudios revisados anteriormente, donde se muestra que existe relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de la deuda, este estudio plantea las siguientes hipótesis para su comprobación:

- H1. La aplicación de prácticas de gobierno corporativo se relaciona con un menor costo de capital proveniente de deuda en las empresas listadas en la BVC.

- H2. Las prácticas de gobierno corporativo relacionadas con divulgación de información inciden en mayor medida en el costo de capital proveniente de deuda en las empresas listadas en la BVC.

3. Metodología

Este estudio considera las empresas que emitieron bonos en la BVC durante el periodo 2007–2010. Se incluyen en la muestra los emisores que cumplen con los siguientes criterios: i) haber diligenciado la encuesta de gobierno corporativo Código País para el año en cual hayan realizado la emisión de bonos; ii) tener información financiera publicada en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, y iii) haber ofrecido alguna de estas clases de bonos: bonos con tasa fija, bonos indexados a la UVR, o bonos indexados a la DFT; la muestra estudiada comprende 72 procesos de emisión¹⁰ de bonos, realizados por 38 emisores de valores.

La literatura que estudia la relación entre el costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo generalmente excluye del análisis las instituciones financieras, al considerar que se encuentran bajo una tipología y reglamentación especial. Teniendo en cuenta esta práctica, se dividió la muestra de estudio en 2 tipos de emisores: i) emisores financieros (empresas cuya actividad principal está relacionada con los servicios financieros), y ii) emisores no financieros (empresas de servicios públicos y del sector real).

Por otra parte, la literatura que hace referencia al estudio de la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de la deuda usa, generalmente, los modelos de regresión como herramienta de análisis¹¹. Tomando como base los modelos utilizados por Byun (2007) y Klock et al. (2005), se construyen 2 modelos de regresión para realizar el análisis de las posibles relaciones entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de emisión de títulos de deuda; estos modelos se presentan en las ecuaciones (1) y (2). Mediante el modelo de la ecuación (1) se estudia el comportamiento del costo de la deuda, considerando como variable explicativa el índice de gobierno corporativo Código País (IGCCP). En el modelo de la ecuación (2) se incluyen como variables explicativas los 4 subíndices de gobierno corporativo.

$$\text{Diferencial} = \alpha + \beta_1 \text{IGCCP} + \beta_2 \text{Tamaño} + \beta_3 \text{Endeudamiento} + \beta_4 \text{roa} + B_5 \text{cVENTAS} + \beta_6 \text{Rating} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Diferencial} = \alpha + \beta_1 \text{sasamblea} + \beta_2 \text{Sjunta} + \beta_3 \text{Servelacion} + \beta_4 \text{Scontroversias} + B_5 \text{Tamaño} + \beta_6 \text{Enddeuamiento} + \beta_7 \text{ROA} + \beta_8 \text{cventas} + \beta_9 \text{RATING} + \varepsilon \quad (2)$$

Para detectar la posible presencia de multicolinealidad, se combinan 2 procedimientos, debido a que estos presentan mayor soporte en la literatura econométrica actual: i) el factor de inflación de la variancia, y ii) el número de condición.

La variable dependiente que se analiza es el costo de la deuda, medido a través de la variable diferencial de rendimiento (Diferencial), calculado como la diferencia entre el rendimiento entregado

⁹ Una Oferta Pública de Adquisición (OPA) es una operación realizada en el mercado de valores mediante la cual un comprador o una sociedad expresa públicamente su deseo de comprar una parte o la totalidad de las acciones de una compañía que está cotizando en Bolsa.

¹⁰ Los procesos de emisión hacen referencia al cálculo de 72 diferenciales de rendimiento para los emisores a lo largo del periodo de estudio.

¹¹ Es importante resaltar que el objetivo de este estudio es identificar la relación existente entre el costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y no la selección de un modelo de regresión que aproxime el comportamiento del costo de la deuda; teniendo en cuenta esto, el análisis de los modelos de regresión se basa, principalmente, en la determinación de la significancia individual (prueba t) en cada una de las variables, mas no se hace énfasis en la determinación de la significancia global de cada modelo (prueba F).

por el título emitido y el rendimiento al vencimiento de un título de deuda del estado TES con madurez similar.

$$\text{Diferencial} = \text{Rendimiento_BONO} - \text{Rendimiento_TES} \quad (3)$$

El rendimiento de cada bono se obtiene del informe anual de emisiones, publicado por la BVC. Para realizar el cálculo del rendimiento de un TES, con duración similar al bono emitido, se utiliza la ETTI.

$$\text{Rendimiento_TES} = \beta_0 + \beta_1 \exp(-t/\tau) + \beta_2 * \left(\frac{t}{\tau}\right) * \exp(-t/\tau) \quad (4)$$

Donde β_0 , β_1 , β_2 y τ son parámetros calculados y suministrados diariamente por la BVC a través del Sistema Proveedor de Información para Valoración de Portafolios. Para el cálculo de las 3 curvas de rendimiento utilizadas en este estudio (bonos indexados a la UVR, bonos con tasa fija y bonos indexados al DTF), se introducen los parámetros en la ecuación (4), de acuerdo con la fecha de cada emisión. De esta manera, se obtiene la curva que proporciona la ETTI para cada título, de acuerdo con su tipo.

Cuando se presentan varios procesos de emisión de bonos en un mismo año, el diferencial de rendimiento (Diferencial), es calculado como el promedio ponderado de las emisiones. En la ecuación (5) se ilustra este cálculo.

$$\text{Diferencial} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{Diferencial}_i * \text{Monto_Emision}_i}{\text{Monto_Emitido}} \quad (5)$$

Donde n es el número de emisiones realizadas durante el año; Diferencial es el rendimiento de la i -ésima emisión; Monto_Emisión $_i$ es el monto de la i -ésima emisión y Monto_Emitido es el monto total emitido en el año.

La variable explicativa que se usa es el nivel de gobierno corporativo. Para medirlo, se utiliza el IGCCP construido por Lagos y Vecino (2011). El IGCCP usa como fuente de datos la encuesta Código País¹², la cual deben remitir de forma anual a la SFC, las entidades que se encuentren inscritas o que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE)¹³. El IGCCP se compone de 4 subíndices de gobierno corporativo (*Sasamblea*, *Sjunta*, *Sdivulgación*, *Scontroverias*), estos subíndices hacen referencia a las medidas relacionadas con la asamblea general de accionistas, la junta directiva, la revelación de información financiera y no financiera, y la resolución de controversias, respectivamente. Las diferentes preguntas de la encuesta código país se agrupan para formar estos subíndices de gobierno corporativo¹⁴, cuya suma da como resultado el IGCCP. En la tabla 1 se muestra la estructura del IGCCP.

Este índice es un índice simple, donde no se usa ninguna ponderación al momento de evaluar cada medida (41 medidas). El índice asigna a cada medida el valor de uno (1) si se cumple dicha medida y cero (0), en caso contrario. Cada una de las preguntas de la encuesta código país está ligada con alguna medida del código país; cuando varias preguntas hacen referencia a la misma medida, el valor de la medida se distribuye en porcentajes iguales, de acuerdo con el número de preguntas que la evalúan.

Para el estudio de la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de deuda, se

¹² La encuesta Código País tiene como objetivo indicar y describir de manera general, información de los emisores sobre sus prácticas de gobierno corporativo y sobre la adopción de las 41 recomendaciones del Código de Mejores Prácticas Corporativas para Colombia Código País.

¹³ El RNVE tiene por objeto inscribir las clases y los tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen. Además de certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores clases y tipos de valores. La inscripción en este registro es requisito para aquellas entidades que deseen realizar una oferta pública de sus valores.

¹⁴ Los valores que aparecen entre paréntesis en la tabla 1 hacen referencia al valor máximo que se puede obtener en cada componente del IGCCP.

Tabla 1
Estructura del índice de gobierno corporativo Código País

Índice	Subíndices
IGCCP (41)	Asamblea General de Accionistas (11) Junta Directiva (15) Revelación de Información Financiera y no Financiera (13) Resolución de Controversias (2)

Fuente: adaptado a partir de Lagos y Vecino (2011).

usaron variables de control específicas a nivel de empresa y a nivel del instrumento de deuda; estas variables involucran elementos relacionados con la percepción de riesgo. Las medidas relacionadas con la empresa incluyen el tamaño, el nivel de endeudamiento, la rentabilidad sobre activos y el crecimiento en ventas. Se parte de la premisa que, *ceteris paribus*, una empresa de mayor tamaño, con mayor rentabilidad de activos, mayor crecimiento en ventas y menor nivel de endeudamiento es percibida por el mercado como una empresa más segura. En relación con el bono, se utiliza la calificación crediticia del instrumento, bajo la premisa de que una calificación más alta está asociada a un menor riesgo. Se espera una relación inversa entre las variables de control y el costo de la deuda, excepto para la variable endeudamiento, donde se espera encontrar una relación directa. El tamaño de la empresa (*Tamaño*) y el nivel de endeudamiento (*Endeudamiento*) son medidos como el logaritmo natural de los activos totales y el índice de apalancamiento a largo plazo para los activos totales, respectivamente. La rentabilidad de la empresa (*ROA*) es calculada como los beneficios de la empresa después de impuestos dividido por su activo total. El crecimiento de las ventas (*Cventas*) es medido como el porcentaje de cambio en las ventas de los 3 años anteriores a la emisión. Finalmente, se usa una variable para controlar el nivel de riesgo del bono (*Rating*) usando la calificación crediticia del título emitido¹⁵. Aunque sería deseable, este estudio no incluye variables de control relacionadas con el año y la industria dadas las limitaciones del número de emisiones disponibles y, por ende, los grados de libertad del modelo; no obstante, la discriminación de las emisiones entre sector financiero y no financiero es importante al respecto.

4. Resultados

En esta sección se presentan los resultados de este estudio; en el apartado 4.1 se realiza una caracterización del mercado de renta fija y se describe la muestra estudiada; en el apartado 4.2 se presentan los resultados de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo a través del índice código país. Finalmente, en el apartado 4.3 se analizan los resultados encontrados a través de la aplicación del modelo de regresión propuesto.

4.1. Caracterización del entorno de estudio

El mercado colombiano de renta fija privada se compone básicamente de 4 instrumentos: bonos, papeles comerciales, títulos hipotecarios y CDT¹⁶. En la figura 1 se muestra el comportamiento

¹⁵ Cabe aclarar que el mercado de capitales colombiano es un mercado caracterizado por la poca diferenciación crediticia, solo se observan para la ventana de datos 2 categorías de bonos (AAA, AA+).

¹⁶ Los papeles comerciales son valores cuyo plazo está limitado entre quince (15) días y un (1) año, su emisión no le es permitida a los patrimonios autónomos, el monto no debe ser inferior a 2.000 salarios mínimos mensuales, los recursos obtenidos no podrán ser utilizados en la realización de actividades propias de los establecimientos de crédito ni a la adquisición de acciones o bonos convertibles en acciones. El Certificado de Depósito a Término (CDT) es un título valor que emite un banco a un cliente que ha hecho un depósito de dinero con el propósito de constituir el CDT, se hace por un plazo o término de tiempo determinado, que debe ser como mínimo de 30 días y es redimible o reembolsable solo en los plazos y

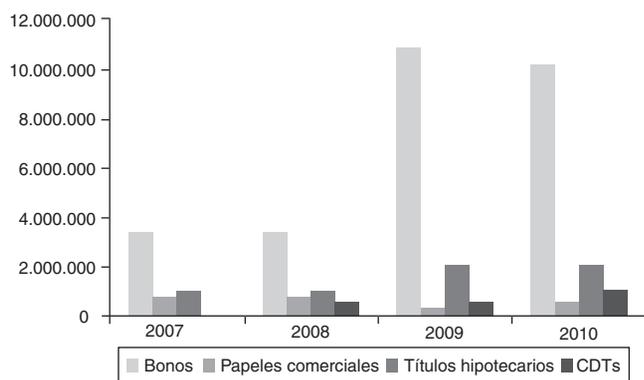


Figura 1. Evolución del mercado de renta fija en el periodo 2007-2010.
Fuente: elaboración propia con base en información obtenida de la Bolsa de Valores de Colombia.

de este mercado durante el periodo analizado. El mercado de renta fija privada muestra un crecimiento positivo, la emisión de renta fija privada pasó de 5,14 billones de pesos en 2007 a 13,79 billones de pesos en 2010, presentando un crecimiento de 268%.

Los bonos son el instrumento más utilizado por los emisores de renta fija privada; estos representan el 73% (28,3 billones de pesos) del total de las emisiones realizadas entre el 2007 y el 2010, en contraste con el uso de CDT, las cuales tan solo representan el 5,7% del total del mercado de renta fija privada. En 2007 se realizaron emisiones de bonos por 3,43 billones de pesos, alcanzando un crecimiento cercano a 804% en 2010, cuando se emitieron bonos por 10,2 billones de pesos.

Los títulos de renta fija privada en Colombia se caracterizan por un alto nivel de demanda; en 2008 se emitieron títulos por 5,8 billones de pesos; en este año, el mercado demandó 1,82 veces esta cifra. La relación entre el monto emitido y el monto demandado crece a 2,06 en 2010.

La muestra estudiada comprende 72 procesos de emisión de bonos, realizados por 38 emisores de valores; estos procesos de emisión comprenden 114 emisiones de bonos. En la tabla 2 se muestra la participación de cada clase de bono durante el periodo de estudio.

Las empresas estudiadas usan como primera alternativa de emisión los bonos indexados a la UVR; estos representan el 51,8% del total de las emisiones. Los bonos indexados al DTF corresponden al 30,7% de las emisiones y los bonos con tasa fija tienen una participación del 17,5%. Las entidades financieras son quienes emiten la mayor cantidad de títulos de renta fija privada en el mercado colombiano; esta situación contrasta con las emisiones realizadas por las empresas del sector real, quienes usan en menor medida los bonos como alternativa de financiación. Del total de emisiones, el 13,2% son realizadas por empresas de sector real, el 64% por entidades financieras y el 22,8% son emisiones de empresas prestadoras de servicios públicos.

Las agencias calificadoras¹⁷ de riesgo desempeñan un papel importante en el mercado de valores; estas agencias otorgan diferentes grados de calificación, de acuerdo con el nivel de riesgo

de cada emisor. En el mercado de valores colombiano, durante el periodo estudiado, solo se emitieron bonos con calificación AAA y AA+; las 2 máximas calificaciones posibles, de acuerdo con el riesgo del instrumento. Estas calificaciones indican que los emisores de bonos son empresas con solvencia financiera, lo cual les permite cumplir las obligaciones contraídas con los inversionistas. La mayoría de los emisores ofrecen al mercado títulos con calificación AAA (74 emisiones), mientras que 40 de las emisiones son bonos con calificación AA+. De otra parte, prácticamente no existe diferencia entre la clase del emisor y la calificación del título emitido; el 63% de los bonos emitidos por las instituciones financieras son AAA, mientras que en los emisores del sector real y de servicios públicos es del 62%.

4.2. Resultados de la medición del índice de gobierno corporativo Código País

Aunque los resultados generales de la medición de gobierno corporativo a través del IGCCP no son los mejores, se puede observar una tendencia de mejoramiento en los niveles de aplicación de las prácticas de gobierno corporativo en los 2 grupos de emisores considerados; estos resultados indican que los emisores de valores están concediendo mayor importancia a las medidas de gobierno corporativo definidas en el Código País. En promedio, los emisores del sector real y de servicios públicos muestran mejores índices de gobierno corporativo, en comparación con los emisores financieros. La media del IGCCP en 2010 para los emisores no financieros es 35,8, mientras que en los emisores financieros es de 31,8. La variabilidad de la muestra es mayor en los emisores financieros; esto muestra que los emisores del sector real y de servicios públicos han venido disminuyendo la distancia existente entre los mejor calificados y los peor calificados en materia de gobierno corporativo.

En la tabla 3 se muestran los principales estadísticos descriptivos para el IGCCP en los 2 grupos de emisores, además de la media para los subíndices de gobierno corporativo.

4.2.1. Nivel de aplicación de las medidas del Código País a partir de los subíndices

Los subíndices de gobierno corporativo *Sasamblea* y *Scontroverias* presentan mayores niveles de cumplimiento en los emisores no financieros; la situación contraria se encuentra en los subíndices de gobierno corporativo *Sjunta* y *Srevelación*, donde la tendencia es favorable para los emisores financieros. Esto indica que las instituciones financieras conceden mayor importancia a su junta directiva y a la revelación de información financiera y no financiera, mientras que las empresas del sector real lo hacen en temas relacionados con sus accionistas y los procesos de resolución de controversias. Sin embargo, es común a los 2 grupos la tendencia creciente en los 4 subíndices a lo largo del periodo de estudio. El subíndice que evalúa el cumplimiento de las medidas relacionadas con la asamblea general de accionistas (*Sasamblea*) presenta los mejores niveles de cumplimiento, dentro de los 4 subíndices que componen el índice de gobierno corporativo; en 2010 alcanza un cumplimiento del 93,64% en los emisores no financieros y del 82,73% en los emisores financieros.

El subíndice de gobierno corporativo que evalúa el cumplimiento de las medidas relacionadas con la revelación de información financiera y no financiera (*Srevelación*) muestra un cumplimiento del 82,31% en 2010 para los emisores no financieros y del 77,69% en las instituciones financieras: estos buenos resultados en materia de revelación de información pueden presentarse debido a la reglamentación existente; por ejemplo, en el decreto 3139 de 2006 se hace énfasis en el tipo de información que se considera relevante y, por lo tanto, debe ser publicada. Sin embargo, aún hacen falta esfuerzos en materia de divulgación de información útil para los accionistas y el mercado en general que no encuentra

términos pactados al momento de constituir el CDT. Los títulos hipotecarios son títulos valores que pueden ser de participación y contenido crediticio, emitidos por medio de procesos de titularización llevados a cabo por los establecimientos de crédito y otras entidades que generen crédito hipotecario.

¹⁷ Las agencias calificadoras de riesgo analizan las emisiones de renta fija con el fin de evaluar la certeza de pago puntual y completo del capital e intereses de las emisiones, así como la existencia legal, la situación financiera del emisor y la estructura de la emisión, para establecer el grado de riesgo de esta última (Restrepo, Mantilla y Holguin, 2009).

Tabla 2
Distribución de las emisiones

	2007		2008		2009		2010		2007-2010	
	%	Emisiones	%	Emisiones	%	Emisiones	%	Emisiones	%	Emisiones
<i>Emisiones por sector</i>										
Real	21,1	4	8,7	2	18,6	8	3,4	1	13,2	15
Financiero	63,2	12	65,2	15	55,8	24	75,9	22	64,0	73
S. públicos	15,8	3	26,1	6	25,6	11	20,7	6	22,8	26
<i>Emisiones por clase de bono</i>										
Tasa fija	5,3	1	21,7	5	27,9	12	6,9	2	17,5	20
UVR	42,1	8	43,5	10	51,2	22	65,5	19	51,8	59
DTF	52,6	10	34,8	8	20,9	9	27,6	8	30,7	35
Total de emisiones	19		23		43		29		114	
Procesos de emisión 15		11		24		22		72		

Fuente: elaboración propia.

Tabla 3
Resultados de la medición de gobierno corporativo con el IGCCP

	Emisores no financieros				Emisores financieros			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<i>IGCCP</i>								
Mínimo	18,6	26,2	17,1	29,7	22,1	23,7	22,2	21,8
Media	27,4	32,3	32,6	35,8	29,7	32,1	31,7	31,8
Moda	18,6	26,2	35,6	29,7	22,1	23,7	22,2	21,8
Mediana	27,5	33,5	34,6	36,5	29,0	32,3	31,6	31,8
Máximo	35,1	36,0	40,0	40,0	37,8	38,3	39,6	40,3
D. estándar	5,9	4,4	6,1	3,9	6,6	6,1	6,1	6,6
Cv (%)	21,53	13,62	18,71	10,89	22,22	19,00	19,24	20,75
Percentil 25	23,5	29,0	30,4	31,6	23,5	24,3	26,3	25,9
Percentil 75	32,2	35,6	35,8	39,9	36,2	37,6	37,6	39,0
<i>Media subíndices</i>								
Sasamblea	8,2	9,5	9,6	10,3	7,9	9,1	9,4	9,1
Sjunta	8,6	11,4	11,5	13,3	10,6	11,2	11,4	11,3
Srevelación	9,2	10,4	10,2	10,7	10,2	10,5	9,7	10,1
Scontroversias	1,4	1,0	1,3	1,6	1,0	1,3	1,2	1,3

Fuente: elaboración propia.

reglamentada en este decreto. Los resultados del nivel de cumplimiento para cada subíndice se muestran en la tabla 4.

Los emisores tienen la obligación de divulgar información referente a: la situación de la empresa en el área financiera, contable, jurídica, comercial, laboral, momentos de crisis y emisiones de valores. Finalmente, el subíndice que mide el nivel de aplicación de medidas, relacionadas con la forma de resolver controversias (*Scontroversias*) presenta los menores niveles de cumplimiento en el periodo estudiado. En 2010 es cumplido por el 80% de los emisores no financieros y 65% en los emisores financieros.

4.3. Resultados de la aplicación del modelo de regresión

Para analizar los resultados del modelo de regresión propuesto, en el apartado 4.3.1 se parte de un análisis descriptivo de las variables incluidas, en el apartado 4.3.2 se exponen los resultados de la regresión del costo de la deuda usando el índice de gobierno corporativo de forma general, mientras que en el apartado 4.3.3 se realiza

este mismo procedimiento teniendo en cuenta los subíndices de gobierno corporativo.

4.3.1. Estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión

Los emisores financieros son, en promedio, empresas más grandes; la media de la variable *Tamaño* es 29,6 (7,16 billones de pesos en activos), mientras que en los emisores no financieros es 28,9 (3,56 billones de pesos en activos). El nivel de endeudamiento es significativamente superior en los emisores financieros (0,830) frente a 0,425 encontrado en los emisores no financieros. En la tabla 5 se muestran los estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión.

La rentabilidad es mayor en los emisores no financieros (5,74) frente a 1,85 de las instituciones financieras, los emisores financieros han aumentado en mayor medida sus ingresos operacionales (37,88%), a diferencia del 29,60% encontrado en los emisores no financieros. Las instituciones financieras entregan menores

Tabla 4
Nivel de cumplimiento del Código País por subíndices de gobierno corporativo

	Emisores no financieros				Emisores financieros			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Sasamblea	74,55	86,36	87,27	93,64	71,82	82,73	85,45	82,73
Sjunta	58,45	75,83	80,57	91,63	74,25	80,57	80,57	85,31
Srevelación	70,77	80,00	78,46	82,31	78,46	80,77	74,62	77,69
Scontroversias	70,00	50,00	65,00	80,00	50,00	65,00	60,00	65,00

Fuente: elaboración propia.

Tabla 5
Estadísticos descriptivos para las variables del modelo de regresión

	Panel A. Emisores no financieros							
	Media	D. estandar	Cv (%)	Mínimo	Quartil 1	Mediana	Quartil 3	Máximo
Diferencial	0,9208	0,6754	73,34	-0,2248	0,3778	0,9555	1,4512	2,1989
IGCCP	32,3	5,9	18,27	17,1	29,7	33,9	36,0	40,0
Sasamblea	9,4	1,8	19,15	4,5	8,5	10,0	11,0	11,0
Sjunta	11,3	2,4	21,24	7,0	10,3	11,3	12,8	15,0
Srevelación	10,2	2,6	25,49	4,5	8,2	11,3	12,3	12,8
Scontroversias	1,4	0,7	50,00	0,0	1,0	1,5	2,0	2,0
Tamaño	28,9	1,4	4,84	25,9	27,6	29,3	29,7	31,8
Endeudamiento	0,425	0,167	39,29	0,193	0,282	0,421	0,486	0,768
ROA	5,74	3,36	58,54	0,62	3,70	5,47	7,22	14,66
Cventas	29,60	23,56	79,59	-3,68	17,66	21,60	30,26	89,19
Panel B. Emisores financieros								
Diferencial	0,7783	0,5493	70,58	-0,4605	0,3282	0,7139	1,2216	1,9480
IGCCP	31,4	6,2	19,75	21,8	25,3	31,8	37,6	40,3
Sasamblea	9,0	1,7	18,89	5,3	7,5	9,2	10,5	11,0
Sjunta	11,2	2,6	23,21	6,8	8,8	11,8	13,8	14,8
Srevelación	10,1	2,1	20,79	6,0	8,3	10,7	12,0	13,0
Scontroversias	1,2	0,6	50,00	0,0	0,5	1,0	2,0	2,0
Tamaño	29,6	1,3	4,39	26,4	29,3	29,7	30,6	31,5
Endeudamiento	0,830	0,164	19,76	0,024	0,831	0,882	0,896	0,931
ROA	1,85	1,00	54,05	0,59	1,15	1,78	2,42	6,41
Cventas	37,88	24,62	64,99	-30,19	27,82	42,09	54,62	84,09

Fuente: elaboración propia.

rendimientos (0,7783) en comparación con 0,9208 presente en las empresas del sector real y de servicios públicos. Respecto al IGCCP, se observa que los emisores no financieros presentan resultados promedios mayores (32,3) en comparación con los emisores financieros (31,4); esta situación llama la atención, ya que son los emisores financieros quienes se encuentran sometidos a mayores controles de regulación; esta situación se repite en cada uno de los 4 subíndices de gobierno corporativo.

4.3.2. Resultados de la regresión del costo de la deuda en el índice de gobierno corporativo

Para el caso de los emisores financieros en las variables de control, se observa que la relación entre el diferencial y el nivel de endeudamiento es contraria a la esperada en la teoría; se observa que a mayores niveles de endeudamiento se presenta un menor costo de la deuda. Esto podría deberse a que el mercado no percibe de igual forma el grado de riesgo en el nivel de endeudamiento de una entidad financiera, como sí lo hace en otros tipos de empresas; es natural encontrar altos niveles de endeudamiento en el sector financiero, ya que esto hace parte de su dinámica operacional (captar dinero para posteriormente ser ofrecido en el mercado financiero). De igual forma sucede con la calificación crediticia, se encuentra una relación directa no esperada; esto puede deberse a las características particulares de estos emisores. Las variables rentabilidad, crecimiento en ventas y tamaño se comportan de acuerdo con lo esperado, siendo la rentabilidad y el tamaño las variables los que mejor explican el costo de la deuda en los emisores financieros.

Cuando se ingresa al modelo la variable explicativa IGCCP se encuentra que el R^2 ajustado del modelo mejora sustancialmente (0,048 a 0,091), lo cual indica que las prácticas de gobierno corporativo guardan alguna relación con el costo de la deuda; sin embargo, esta relación no es significativa, de hecho la variable que mejor explica el comportamiento del costo de la deuda es el tamaño del emisor, siendo significativa a un nivel de 0,05. Esto indica que el mercado percibe a los emisores financieros como empresas sólidas y con menores niveles de riesgo de acuerdo con su tamaño; cuanto mayor sea su tamaño, menor es el nivel de riesgo percibido y, por consiguiente, menor costo de la deuda. Los resultados del modelo de

Tabla 6
Costo de la deuda y el índice de gobierno corporativo en emisores financieros

Variable	Variable dependiente = diferencial	
	(1) Emisores financieros	(2) Emisores no financieros
	n = 43	n = 29
<i>Panel A. Modelo incluye solo variables de control</i>		
Intercepto	5,309** (2,587)	4,398 (1,209)
Tamaño	-0,122*** (-1,852)	-0,106 (-0,914)
Endeudamiento	-0,759 (-1,028)	0,496 (0,536)
ROA	-0,195*** (-1,845)	-0,038 (-1,088)
Cventas	-0,001 (-0,282)	-0,003 (-0,531)
Rating	0,184 (1,017)	-0,536*** (-1,983)
R^2 ajustado	0,048	0,393
<i>Panel B. Modelo incluye todas las variables</i>		
Intercepto	6,778* (3,096)	3,966 (1,048)
IGCCP	0,029 (1,666)	-0,011 (-0,528)
Tamaño	-0,209** (-2,522)	-0,080 (-0,627)
Endeudamiento	-0,515 (-0,701)	0,503 (0,536)
ROA	-0,150 (-1,400)	-0,034 (-0,967)
Cventas	-0,003 (-0,665)	-0,002 (-0,403)
Rating	0,119 (0,657)	-0,551*** (-1,995)
R^2 ajustado	0,091	0,374

Fuente: elaboración propia.

regresión¹⁸ se muestran en la tabla 6, en la columna (1) los emisores financieros y en la columna (2) los emisores no financieros.

¹⁸ En este documento se indican los niveles de significación en las tablas mediante las siguientes convenciones: *, nivel de significación de 0,01; **, nivel de significación de 0,05 y ***, nivel de significación 0,10.

Tabla 7
Multicolinealidad en el modelo completo para el caso de emisores financieros

Dimensión	Valor propio	N. condición	Proporción de variancias						
			Constante	IGCCP	Tamaño	Endeudamiento	ROA	CVentas	AAA
1	6,156	1,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
2	0,424	3,809	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06	0,15	0,28
3	0,248	4,983	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11	0,15	0,60
4	0,134	6,783	0,00	0,02	0,00	0,01	0,41	0,40	0,04
5	0,029	14,484	0,00	0,42	0,00	0,19	0,00	0,08	0,07
6	0,008	28,087	0,05	0,25	0,03	0,80	0,42	0,18	0,00
7	0,001	100,692	0,95	0,31	0,97	0,00	0,00	0,04	0,00

Fuente: elaboración propia.

Tabla 8
Multicolinealidad en el modelo completo para el caso de emisores no financieros

Dimensión	Valor propio	N. condición	Proporción de variancias						
			Constante	IGCCP	Tamaño	Endeudamiento	ROA	CVentas	AAA
1	5,996	1,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
2	0,474	3,555	0,00	0,00	0,00	0,02	0,05	0,16	0,19
3	0,297	4,494	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00	0,57	0,12
4	0,140	6,535	0,00	0,01	0,00	0,01	0,87	0,03	0,19
5	0,077	8,830	0,00	0,05	0,00	0,39	0,05	0,09	0,41
6	0,015	20,124	0,01	0,84	0,01	0,13	0,02	0,01	0,03
7	0,000	130,108	0,99	0,09	0,99	0,44	0,00	0,13	0,06

Fuente: elaboración propia.

La tabla 7 muestra que no existen problemas de multicolinealidad¹⁹ entre las variables dependientes, a pesar de encontrarse números de condición altos.

Para el caso de los emisores no financieros (columna 2 de la tabla 6), las variables de control se comportan de acuerdo con lo esperado en la teoría. El tamaño, la rentabilidad, el crecimiento en ventas y la calificación crediticia se relacionan de forma inversa con el costo de la deuda; mientras que el nivel de endeudamiento guarda una relación directa, siendo la calificación crediticia la variable que mejor explica el comportamiento de la deuda. Al ingresar el IGCCP se observa que la relación entre el costo de la deuda y el nivel de gobierno corporativo es inversa, esto muestra que efectivamente existe una relación inversa entre el costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo; sin embargo, esta relación no es lo suficientemente fuerte para ser significativa. Se evidencia que las demás variables de control se comportan de acuerdo con lo esperado; el costo de la deuda se relaciona de forma negativa con el tamaño del emisor, el nivel de rentabilidad y el porcentaje de crecimiento en ventas. El nivel de endeudamiento está relacionado de forma positiva con el diferencial de rendimiento entregado por los emisores. La calificación crediticia se relaciona con un menor costo de la deuda, sin embargo, solo es estadísticamente significativa la calificación crediticia a nivel de 0,10; esto se puede explicar debido a que la calificación crediticia es la variable que teóricamente representa mejor el nivel de riesgo, el cual es un factor fundamental en la determinación del costo de la deuda.

La tabla 8 muestra que el modelo estudiado en la columna (2) de la tabla 6 no presenta problemas significativos de multicolinealidad. A pesar de la existencia de 2 números de condición altos (20,124 y 130,108), la proporción de variancias no es superior a 0,5 en ninguna pareja de variables.

¹⁹ Belsley (1991) propone usar conjuntamente los índices de condición y la proporción de descomposición de variancia para realizar el diagnóstico de colinealidad. Para ello, se usa como umbral de proporción alta 0,5, de modo que, finalmente, dicho diagnóstico se hará como sigue: los índices de condición altos (mayores que 30) indican el número de colinealidades y la magnitud de los mismos mide su importancia relativa. Si un componente tiene un índice de condición mayor que 30 y 2 o más variables tienen una proporción de variancia alta en el mismo, esas variables son colineales.

Los resultados muestran que a nivel del IGCCP la relación con el costo de la deuda no es significativa; sin embargo, es conveniente analizar a nivel de cada subíndice para revisar si este comportamiento se da de igual forma.

4.3.3. Resultados de la regresión del costo de la deuda en los subíndices de gobierno corporativo

Teóricamente, se espera encontrar una relación negativa entre cada subíndice y el costo de la deuda, para el caso de los emisores financieros se observa que el subíndice de gobierno corporativo (*Scontroversias*) se comporta de acuerdo con esta hipótesis, los

Tabla 9
Resultados de la regresión del costo de la deuda tomando los subíndices de gobierno corporativo como variables explicativas

Variable	Variable dependiente = diferencial	
	Emisores financieros	Emisores no financieros
	n = 43	n = 29
Intercepto	5,995** (2,643)	7,681*** (2,050)
Sasamblea	0,038 (0,427)	
Sjunta	0,071 (1,522)	-0,018 (-0,323)
Srevelación		0,085 (1,656)
Scontroversias	-0,232 (-1,240)	-0,428** (-2,292)
Tamaño	-0,173** (-1,983)	0,219 (-1,708)
Endeudamiento	-0,753 (-0,983)	0,231 (0,249)
ROA	-0,211** (-1,866)	-0,013 (-0,372)
Cventas	-0,002 (-0,451)	-0,007 (-1,406)
Rating	0,214 (1,166)	-0,524*** (-1,986)
R ² ajustado	0,104	0,466

* Nivel de significación de 0,01; ** nivel de significación de 0,05 y *** nivel de significación 0,10.

Fuente: elaboración propia.

Tabla 10

Multicolinealidad en el modelo de subíndices de gobierno corporativo para el caso de emisores no financieros

Dimensión	Valor propio	N. condición	Proporción de variancias				
			Constante	Sasamblea	Sjunta	Srevelación	Scontroversias
1	3,813	1,000	0,00	–	0,00	0,00	0,01
2	0,136	5,299	0,03	–	0,03	0,00	0,81
3	0,032	10,938	0,01	–	0,33	0,86	0,13
4	0,019	14,044	0,95	–	0,64	0,14	0,05

Fuente: elaboración propia.

demás subíndices (*Sasamblea* y *Sjunta*)²⁰ no muestran este comportamiento. El modelo que considera como variables explicativas los subíndices de gobierno corporativo se ajusta mejor para explicar el comportamiento del costo de la deuda en los emisores financieros (R^2 ajustado pasa de 0,048 a 0,104); sin embargo, los resultados de la regresión permiten concluir que para los emisores financieros solo son estadísticamente significativos a nivel 0,05 el tamaño y la rentabilidad del emisor en el costo de la deuda. En la tabla 9 se muestran los resultados de la regresión en el modelo que considera los subíndices de gobierno corporativo como las variables explicativas para los 2 grupos de emisores, en la columna (1) los emisores financieros y en la columna (2) los emisores no financieros.

Para el caso de los emisores no financieros, se encuentra que los subíndices de gobierno corporativo (*Sjunta* y *Scontroversias*)²¹ se comportan de acuerdo con lo esperado; se relacionan de forma inversa con el costo de la deuda, mientras que el subíndice *Srevelación* se relaciona de forma directa con el costo de la deuda. No obstante, las prácticas relacionadas con resolución de controversias son las únicas que inciden en el comportamiento del costo de la deuda. Este subíndice (*Scontroversias*) es significativo a nivel de 0,05. Frente a las variables de control, se encuentra que el tamaño no se comporta de acuerdo con la teoría; el mercado no percibe menor nivel de riesgo en las empresas más grandes. Las demás variables de control (Endeudamiento, Rentabilidad, Crecimiento en ventas y Calificación crediticia) se comportan de acuerdo con lo esperado; sin embargo, la única variable que es significativa en el costo de la deuda es la calificación crediticia, significativa a nivel de 0,01. La tabla 10 muestra que el modelo estudiado en la columna (2) de la tabla 9 no presenta problemas significativos de multicolinealidad.

5. Conclusiones

La medición en los diferentes niveles del *IGCCP* muestra que existe una tendencia creciente en la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en los emisores de bonos de la BVC; esto muestra que los emisores de valores conciben el gobierno corporativo como un factor importante en el desarrollo de sus operaciones.

Los resultados del modelo de regresión muestran que no existe evidencia fuerte de que el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo se relaciona con el costo de la deuda en los emisores financieros. En el caso de los emisores no financieros, se encuentra evidencia de que existe una relación inversa entre el costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo; sin embargo, dado el nivel de confianza, no existe evidencia concluyente para aceptar la hipótesis planteada. Esto indica que, adicionales a la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, existen otras variables que explican en mayor medida el comportamiento del costo de la deuda.

La poca significación encontrada en estas relaciones puede deberse a la estructura propia del mercado de renta privada en Colombia; este aún es un mercado poco desarrollado, aunque ha evolucionado en cuanto a montos y plazos transados, el mercado de deuda privada en Colombia sigue presentando fallas estructurales, relacionadas con liquidez, valoración y diferenciación crediticia. A pesar de la poca diferenciación crediticia en el mercado colombiano de deuda privada, se evidencia que la calificación emitida por las agencias que miden el riesgo de los diferentes instrumentos en el mercado de valores colombiano es un importante determinante del costo de la deuda para el caso de los emisores no financieros; esto es coherente con la teoría que, en general, acepta que el nivel de rentabilidad de una inversión se encuentra asociado principalmente al nivel de riesgo de la misma.

Dentro de las limitaciones del presente estudio se encuentra la utilización de un índice simple que considera todas las medidas de gobierno corporativo con la misma importancia, esto debido a la dificultad de establecer un índice ponderado (no existen referentes en la teoría que permitan realizar una ponderación objetiva de las medidas incluidas). Otra situación que puede incidir en los resultados obtenidos es la forma en que se completa la encuesta Código País. Aunque su diligenciamiento se encuentra reglamentado por la SFC, esta encuesta podría presentar algún tipo de sesgo por parte de quien la responde. Esto indica la conveniencia de validar, a partir de documentos societarios, la información contenida en dicha encuesta, lo cual podría conseguirse en futuras investigaciones.

No obstante las limitaciones, este trabajo genera evidencia sobre el comportamiento del costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en el mercado de valores colombiano. Los hallazgos muestran elementos que soportan la existencia de una relación negativa entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de la deuda proveniente de emisión de bonos en empresas pertenecientes a los sectores real y de servicios públicos.

En los resultados se observa que el nivel de gobierno corporativo comienza a ser relevante en el momento de decidir sobre una inversión, debido a que las prácticas de gobierno corporativo de una empresa reflejan de cierto modo algunos elementos a considerar en el nivel de riesgo; fundamentalmente permite a los inversionistas contar con mejores niveles de confianza en sus inversiones, esto permite deducir que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo comienza a ser reconocida en el mercado de valores colombiano como un indicador que refleja el desempeño de las empresas y no como un simple requisito para la emisión de títulos valores.

Este trabajo abarcó, como eje central, la emisión de deuda de mediano y largo plazo; sin embargo, este alcance podría ampliarse en futuras investigaciones al estudio de la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de otras fuentes de financiamiento (deuda de corto plazo, capital accionario); adicional a esto, se podrían incluir en estudios futuros comparaciones con otros países de América Latina.

Conflicto de intereses

Los autores declaran no tener ningún conflicto de intereses.

²⁰ En este análisis se prescinde del subíndice *Srevelación* por encontrarse correlacionado con el subíndice *Sjunta*.

²¹ En este análisis se prescinde del subíndice *Sasamblea* al encontrarse correlacionado con el subíndice *Srevelación*.

Bibliografía

- Anderson, R. C., Mansi, S. A. y Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A. y Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting & Economics*, 37(3), 315–342.
- Arango, L.E., Melo, L.F. y Vasquez, D.M. (2008). Estimación de la estructura a plazo de las tasas de interés en Colombia. [consultado 12 Ago 2010]. Disponible en: www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra196.pdf
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W. y LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 203–243.
- Atehortúa, F.H. R. (2007). Conceptos y construcción de la curva de rendimiento de TES en Colombia con las metodologías de Nelson-Siegel y Svensson. [consultado 13 Ene 2011]. Disponible en: <http://www.udem.edu.co/NR/rdonlyres/96189867-FB5C-4C72-B92C-520A6885922E/2936/pubfabianPonenciaConceptosyConstrucciondeCurvade.pdf>
- Azua, D., Pizarro, V. y Silva, B. (2010). Influencia de la deuda con el público y la concentración de la propiedad en la transparencia del mercado de capitales chileno. *Estudios Gerenciales*, 26(115), 79–92.
- Baek, J.-S., Kang, J.-K. y Park, K. S. (2004). Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265–313.
- Bebczuk, R. (2007). Corporate governance, ownership, and dividend policies in Argentina. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 157–211). Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.
- Belsley, D. (1991). El problema de la colinealidad. [consultado 29 Ago 2011]. Disponible en: <http://www.hrc.es/bioest/Reglin.15.html#Bels>
- Benavides, J. y Mongrut, S. (2010). Códigos de Gobierno en Colombia: ¿Realidad o Ficción? *Estudios Gerenciales*, 26(117), 85–102.
- Byun, H. Y. (2007). The cost of debt capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(5), 765–806.
- Claessens, S. (2006). Corporate governance and development. *World Bank Research Observer*, 21(1), 91–122.
- Cremers, K. J. M., Nair, V. B. y Wei, C. Y. (2007). Governance mechanisms and bond prices. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1359–1388.
- Cruces, J. J. y Kawamura, E. (2007). Insider trading and corporate governance in Latin America. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 85–155). Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.
- Chong, A. y López-de-Silanes, F. (2007). Corporate governance and firm value in Mexico. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 397–481). Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Ertugrul, M. y Hegde, S. (2008). Board compensation practices and agency costs of debt. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 512–531.
- Garay, U. y González, M. (2007). CEO and director turnover in república Bolivariana de Venezuela. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 483–544). Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381–402.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C. y Trujillo, M. A. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66, 2308–2320.
- Gutiérrez, L. H. y Pombo, C. (2007). Corporate governance and firm valuation in Colombia. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 353–396). Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.
- Guzmán, A. y Trujillo, M. A. (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en sociedades cerradas*. Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA– Departamento de Comunicaciones y Marketing.
- Hambrick, D. C., Werder, A. y Zajac, v. E. J. (2008). New directions in corporate governance research. *Organization Science*, 19(3), 381–385.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: Some theory and implications. *The Economic Journal*, 105(430), 678–689.
- John, K. y Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371–403.
- Klock, M. S., Mansi, S. A. y Maxwell, W. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 693–719.
- Lagos, D. y Vecino, C. (2011). Medición de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia. *Tendencias*, 12(2), 230–253.
- Leal, R. P. C. y Carvalhoda-Silva, A. L. (2007). Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 213–287). Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.
- Lefort, F. y Walker, E. (2007). Corporate governance, market Valuation and Payout Policy in Chile. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 289–352). Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.
- Mascareñas, J. (2010). La estructura temporal de los tipos de interés. [consultado 23 Feb 2011]. Disponible en: <http://www.ucm.es/info/jmas/mon/07.pdf>
- OCDE. (2005). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. [consultado 06 Abr 2010]. Disponible en: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>
- Restrepo, F., Mantilla, G. y Holguin, D. (2009). Calificación del riesgo en el mercado de capitales colombiano. [consultado 29 Abr 2011]. Disponible en: <http://www2.epm.com.co/bibliotecaepm/biblioteca.virtual/documents/calificaciondelriesgo.pdf>
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. y Dino, R. N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *The Academy of Management Journal*, 46(2), 179–194.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73(4), 459–474.
- SFC (2008). Documento conceptual de gobierno corporativo. [consultado 12 Ene 2010]. Disponible en: <http://www.superfinanciera.gov.co/GobiernoCorporativo/doccongb200810pub.pdf>
- Tirole, J. (2001). Corporate governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35.
- Wang, A. W. y Zhang, G. Y. (2009). Institutional ownership and credit spreads: An information asymmetry perspective. *Journal of Empirical Finance*, 16(4), 597–612.
- Williamson, O. (1984). Corporate governance. *Investor protection and corporate governance*, 93(7), 1197–1230.