

Cumplimiento de Gobierno Corporativo: un Análisis para Empresas Familiares y no Familiares Colombianas¹

Diógenes Lagos Cortés², María Piedad López Vergara³

Resumen

Introducción. Recientemente el estudio del gobierno corporativo en las empresas familiares ha recibido mayor atención debido al predominio, la importancia y el impacto de estas empresas y a los problemas de agencia que por su estructura se presentan. En este sentido, el gobierno corporativo puede ayudar a las empresas familiares a monitorear eficientemente la gestión para reducir comportamientos oportunistas tanto de los gerentes como de aquellos accionistas que controlan la empresa. **Objetivo.** Estudiar la relación que se presenta entre el carácter familiar y la adopción de prácticas de gobierno corporativo en empresas listadas en el mercado de valores de Colombia. **Materiales y métodos.** Se realizó un análisis cuantitativo con datos de panel. Los modelos de regresión fueron

estimados mediante efectos aleatorios para tratar la heterogeneidad no observable y las variables omitidas. La muestra correspondió a 479 observaciones-año de 124 empresas listadas en el mercado de valores de Colombia entre 2015 y 2018. **Resultados.** Se encontró un menor cumplimiento en cuanto a gobierno corporativo en las empresas familiares. **Conclusión.** El menor cumplimiento en las empresas familiares puede deberse a que estas empresas tienen menores incentivos para implementar buenas prácticas de gobierno corporativo dado que los costos de dicha implementación superan a los posibles beneficios, sumado a que estos beneficios terminan diluyéndose entre todos los accionistas que hacen parte de la familia.

Palabras clave: Cumplimiento, gobierno corporativo, código país, empresa familiar.

1 Artículo original derivado del proyecto de investigación: *Gobierno corporativo en Colombia: Una comparación entre empresas familiares y no familiares*, Financiado por INALDE Business School, Proyecto en curso, fecha de inicio febrero de 2019.

2 PhD en Ciencias de la Administración, Universidad Nacional de La Plata, Argentina. Investigador del grupo Empresa Familiar, INALDE Business School-Universidad de La Sabana. ORCID: 0000-0002-8471-4726.

3 PhD in Economics and Business Administration, University of Jyväskylä, Finlandia. Profesora del Departamento de Dirección General e Investigadora del grupo Empresa Familiar, INALDE Business School-Universidad de La Sabana. Correo electrónico: maria.lopez@inalde.edu.co ORCID: 0000-0002-6224-9122.

Autor para Correspondencia: Diógenes Lagos Cortés, correo: diogenes.lagos@inalde.edu.co

Recibido: 27/01/2020 Aceptado: 28/11/2021

*Los autores declaran que no tienen conflicto de interés

Corporate Governance Compliance: an Analysis for Colombian Family and Non-Family Businesses

Abstract

Introduction. Recently, the study of corporate governance in family businesses has received greater attention due to the prevalence, importance, and impact of these companies and the agency problems that arise due to their structure. In this sense, corporate governance can help family businesses efficiently monitor management to reduce opportunistic behaviors both from managers and those shareholders who control the company. **Objective.** Study the relationship between family nature and the adoption of corporate governance practices in companies listed on the Colombian stock

market. **Materials and Methods.** A quantitative analysis was performed with panel data. Regression models were estimated using random effects to deal with unobservable heterogeneity and omitted variables. The sample corresponded to 479 observations-year of 124 companies listed in the Colombian stock market between 2015 and 2018. **Results.** Lower compliance with corporate governance was found in family businesses. **Conclusion.** The lower compliance in family businesses may be since these companies have fewer incentives to implement good corporate governance practices given that the costs of such implementation exceed the possible benefits, added to the fact that these benefits end up being diluted among all the shareholders that are part of the family.

Keywords: Compliance, corporate governance, country code, family business.

Conformidade com a Governança Corporativa: uma Análise para Empresas Familiares e não Familiares na Colômbia

Resumo

Introdução. Recentemente, o estudo da governança corporativa em empresas familiares tem recebido maior atenção devido à prevalência, importância e impacto dessas empresas e dos problemas de agência que surgem devido à sua estrutura. Nesse sentido, a governança corporativa pode ajudar as empresas familiares a monitorar de forma eficiente a gestão para reduzir comportamentos oportunistas tanto dos administradores quanto dos acionistas que controlam a empresa. **Objetivo.** Estudar a relação entre o caráter familiar e a adoção de práticas de governança corporativa em empresas listadas na bolsa

de valores colombiana. **Materiais e métodos.** Uma análise quantitativa foi realizada com dados em painel. Modelos de regressão foram estimados usando efeitos aleatórios para lidar com heterogeneidade não observável e variáveis omitidas. A amostra correspondeu a 479 observações anuais de 124 empresas listadas na bolsa de valores colombiana entre 2015 e 2018. **Resultados.** Observou-se menor conformidade com a governança corporativa nas empresas familiares. **Conclusão.** A menor conformidade em empresas familiares pode ser devido ao fato de essas empresas terem menos incentivos para implementar boas práticas de governança corporativa tendo em vista que os custos dessa implantação superam os possíveis benefícios, somado ao fato de que esses benefícios acabam se diluindo entre todos os acionistas que fazem parte da família.

Palavras-chave: Conformidade, governança corporativa, código do país, empresa familiar.

Introducción

El predominio, la importancia y el impacto de las empresas familiares (EF) en la economía son ampliamente reconocidos (Aguilera & Crespí-Cladera, 2012; Briano-Turrent & Poletti-Hughes, 2017; Yeh, 2017). Las EF se caracterizan por la fuerte presencia en las economías del mundo y por la alta concentración de la propiedad (Aguilera & Crespí-Cladera, 2012). En el caso latinoamericano, las EF poseen un fuerte control de sus fundadores y amplia participación de miembros de la familia en la alta dirección (Bertrand & Schoar, 2006). El interés por el estudio del gobierno corporativo (GC) en EF es creciente (Aguilera & Crespí-Cladera, 2012; Villalonga, Amit, Trujillo, & Guzmán, 2015; Yeh, 2017) dada la existencia de problemas de agencia. Entre las ventajas de GC se tiene que permite monitorear de forma más eficiente la gestión de una empresa, a la vez que reduce algunos comportamientos oportunistas tanto de accionistas controlantes como de la misma administración (Ashbaugh, Collins, & LaFond, 2004), de tal forma que mejora la confianza del mercado en general y garantiza a los accionistas sus derechos (Byun, Kwak, & Hwang, 2008; Chen, Chen, & Wei, 2009).

Este trabajo analiza el efecto del carácter familiar en el cumplimiento de GC en una muestra de EF y empresas no familiares (ENF) inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Diferentes razones justifican este interés. En primer lugar, la propiedad familiar prevalece entre las empresas colombianas listadas en la BVC. En segundo lugar, en Colombia se han desarrollado iniciativas importantes para mejorar los estándares de GC. Por último, este análisis puede proporcionar implicaciones teóricas y prácticas que pueden extenderse a otros países con condiciones de mercado y de GC similares. Este trabajo encontró que las EF presentan menor cumplimiento en comparación con las ENF, resultados que contrastan con otros encontrados para

Latinoamérica. Dada la importancia del GC para las EF surge la necesidad de desarrollar investigaciones adicionales que permitan identificar aquellos factores que hacen posibles estos comportamientos.

Este documento está organizado de la siguiente manera. En la sección dos se revisa la literatura sobre GC y conflictos de agencia en EF y se plantean las hipótesis. En la sección tres se presenta la metodología de investigación. Posteriormente, en la sección cuatro se proporcionan los resultados. La discusión de los resultados es presentada en la sección cinco. Por último, en la sección seis se presentan las conclusiones y se discuten las limitaciones e investigaciones futuras.

Revisión de literatura y desarrollo de hipótesis

GC y conflictos de agencia en EF

El GC trata sobre los derechos y responsabilidades de las partes que intervienen en una empresa (Aguilera & Jackson, 2003). Su objetivo es la configuración de mecanismos de control que minimicen los conflictos de intereses entre dichas partes (Suárez & Santana-Martín, 2004). Desde la teoría de la agencia se plantean dos clases de problemas, tipo I y tipo II. El problema de agencia tipo I trata los conflictos que pueden surgir entre la propiedad y la administración, en tanto que el de tipo II se refiere a los conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios (Villalonga & Amit, 2006).

Los problemas de agencia originados en la existencia de beneficios privados es de gran interés en las EF (Aguilera & Crespí-Cladera, 2012). La literatura ha mostrado que la propiedad familiar puede tener efectos diferentes en los problemas de agencia. En primer lugar, el efecto de alineamiento plantea que cuando unos pocos accionistas tienen la propiedad se presentan menos conflictos

entre dichos accionistas y los gerentes ya que los primeros tienen mayores incentivos para monitorear la gestión (Berle & Means, 1932; Boubakri, Guedhami, & Mishra, 2010; Jensen & Meckling, 1976; Villalonga & Amit, 2006).

En segundo lugar, aunque las empresas que concentran la propiedad en un pocos accionistas pueden mitigar el problema de agencia tipo I, el de tipo II se incrementa debido a que el accionista mayoritario podría beneficiarse a expensas de los accionistas minoritarios (Aguilera & Crespí-Cladera, 2012; Boubakri et al., 2010; Villalonga & Amit, 2006). En este caso, se pueden presentar dos situaciones: i) cuando el accionista mayoritario es una empresa que a su vez cuenta con muchos accionistas, el riesgo de expropiación es menor para los accionistas minoritarios ya que los posibles beneficios de una expropiación se diluyen entre los diferentes accionistas (Villalonga & Amit, 2006); y ii) en el caso de que el accionista mayoritario sea un individuo o una familia, los riesgos de expropiación de los accionistas minoritarios aumentan a la vez que aumentan los incentivos para monitorear la gestión de los administradores (Boubakri et al., 2010; Villalonga & Amit, 2006).

De acuerdo con Briano-Turrent & Poletti-Hughes (2017) los problemas de agencia en las EF pueden originarse por cuatro factores: extracción inadecuada de recursos, divergencia entre intereses familiares y empresariales, altruismo hacia quienes hacen parte de la familia y conflictos familiares. En primer lugar, en las EF los accionistas controlantes pueden hacer uso de su capacidad de control y coordinación para beneficiarse a expensas de los minoritarios (Anderson, Mansi, & Reeb, 2003; Tran, 2014; Villalonga & Amit, 2006) mediante dividendos especiales, compensación excesiva y actividades de tunneling (Anderson & Reeb, 2004; Setia-Atmaja, Tanewski, & Skully, 2009).

En segundo lugar, los intereses de la familia controlante y de la empresa pueden divergir. La principal fuente de financiamiento en las EF corresponde a recursos de los accionistas familiares (Anderson et al., 2003; Poutziouris, 2001), por lo tanto, existe una mayor propensión a integrar objetivos tanto financieros como no financieros (Adams, Manners, Astrachan, & Mazzola, 2004; Sharma, Chrisman, & Chua, 1997; Ward, 1997; Zellweger, 2006). La aparición de objetivos no financieros puede generar conflicto con los intereses empresariales (Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007; Jones, Makri, & Gomez-Mejia, 2008; Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007). Por ejemplo, una EF está diseñada para aumentar el bienestar y el estatus de la familia con la intención de transferirlos a los futuros miembros de la familia (Ponnu, Lee, Tan, Khor, & Leong, 2009). Para esto, concentran su atención en que la empresa sobreviva en el largo plazo (Anderson et al., 2003; Lumpkin, Brigham, & Moss, 2010; Miller & Breton-Miller, 2006; Ward, 1997), por lo que en el corto plazo se presenta una mayor disposición a recibir menores rendimientos (de Visscher et al., 2016; Teece, 1992; Ward & Aronoff, 1991; Zellweger, 2007).

En tercer lugar, el altruismo hacia otros miembros de la familia puede conducir a un menor desempeño en las EF. Es habitual que se creen departamentos independientes para cada heredero, o que se recompense a los integrantes de la familia de igual modo, o incluso superior, independiente del esfuerzo o el desempeño (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2002, 2003) de estos en comparación con aquellos que no hacen parte de la familia. Por último, las relaciones al interior de la familia también pueden afectar el desempeño de la empresa, por ejemplo, las disputas familiares generan rivalidades que hacen a estas empresas menos eficientes (Schulze et al., 2003). En este sentido, McConaughy (1999) afirma que el costo de capital se relaciona con forma en que se dan las interacciones entre los integrantes de la

familia entre sí y con la empresa. Por su parte, de Visscher et al. (2016) sugiere que las EF caracterizadas por la cohesión y compromiso familiar tienen mejores resultados que aquellas con señales de división y desconfianza.

Relación entre la implementación de prácticas de GC y el carácter familiar en las empresas

A continuación, se formulan las hipótesis en relación con el cumplimiento de gobierno corporativo. Usar buenas prácticas de GC mejora la confianza de los inversionistas y garantiza a los accionistas sus derechos (Byun et al., 2008; Chen et al., 2009). De igual forma, permite monitorear con más eficiencia la gestión de la empresa ayudando a prevenir el oportunismo y la ineficiencia, tanto de los gerentes como de los accionistas que controlan la empresa (Ashbaugh et al., 2004). En las EF, los problemas de agencia generan incentivos para mejorar el cumplimiento de GC (Briano-Turrent & Poletti-Hughes, 2017), especialmente aquellas prácticas que tienen entre sus objetivos conciliar el interés de los accionistas mayoritarios con los inversionistas minoritarios en países donde el sistema institucional es débil (Liu, Valenti, & Chen, 2016). Esto sugiere que las EF entienden la importancia del GC para generar confianza entre los inversionistas (Brenes, Madrigal, & Requena, 2011; Hughes, 2009; Su & Lee, 2013), hecho que puede ser más valorado por accionistas externos a la familia (Briano-Turrent & Poletti-Hughes, 2017).

De otra parte, el GC es asociado con una mejor reputación (Davies, 2016; Sacconi, 2007) dado que en las EF existe una alta preocupación por la forma en que la empresa y la familia son vistas en la sociedad (Anderson et al., 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2005) esto puede influir para que las EF decidan adoptar prácticas de GC. Todo lo anterior, sugiere que las EF tienen mayores incentivos para adoptar buenas prácticas de GC. En consecuencia, este estudio plantea la siguiente hipótesis:

H1a: Las EF presentan mayores indicadores de cumplimiento en cuanto a GC en comparación con las ENF.

De otra parte, estudios plantean que las EF cumplen en menor medida las recomendaciones de los códigos de GC en comparación con aquellas empresas controladas por otro tipos de accionistas (Kabbach, Crespi-Cladera, & Aguilera, 2012). Aunque la literatura muestra que cuando los integrantes de la familia están presentes en la alta dirección el monitoreo de la gestión es más eficiente, además de que ayuda a prevenir conflictos entre los administradores y los accionistas (Boubakri et al., 2010), otros estudios han mostrado que las empresas administradas por familiares implementan menos mecanismos de control (Schulze et al., 2003; Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001).

Como la principal fuente de financiamiento en las EF familiares proviene de recursos de la familia, la evidencia sugiere que estas empresas tienen mayores incentivos para controlar la gestión dado (Anderson et al., 2003; Poutziouris, 2001; Villalonga & Amit, 2006). No obstante, esto último puede hacer que las EF no vean la necesidad de adoptar buenas prácticas de GC. Uno de los objetivos del GC es el acceso en mejores condiciones a mayores fuentes de financiamiento (Stijn Claessens & Yurtoglu, 2013). Entonces, cuando las EF cuentan con niveles altos de concentración en la propiedad, estas necesidades de acceso a financiación no son tan importantes, bien porque se financian a través de una entidad financiera perteneciente al grupo familiar (Fohlin, 2005; Morck & Nakamura, 2007), mediante accionistas miembros de la familia (Anderson et al., 2003; Poutziouris, 2001) o través de deuda (Ponnu et al., 2009). En este sentido, las EF que acceden a los mercados de renta variable representan menor proporción en comparación con las ENF (Ponnu et al., 2009). De igual forma, la menor disposición hacia la adopción de prácticas de GC también puede estar relacionada

con que los posibles beneficios de esto (por ejemplo, un mayor y mejor acceso a fuentes para financiarse) pueden diluirse entre los diferentes accionistas que integran la familia (Villalonga & Amit, 2006).

De otra parte, las EF se caracterizan por el uso de estructuras piramidales, acciones de doble clase o múltiples cadenas de control que les permite aumentar el control sobre la empresa (S. Claessens, Djankov, & Lang, 1999; González, Guzmán, Pombo, & Trujillo, 2014; Ponnu et al., 2009). Por esto, los accionistas minoritarios presentan una mayor probabilidad de que sean expropiados cuando participan en un EF (Almeida & Wolfenzon, 2006; Doidge, Karolyi, Lins, Miller, & Stulz, 2009; Luo, Chung, & Sobczak, 2009) dado que estos últimos son más vulnerables cuando los accionistas controlantes tienen mayor control de la empresa que el otorgado por la estructura de propiedad (Attig, Guedhami, & Mishra, 2008). Dicha posibilidad de expropiación aumenta cuando, además de la participación familiar mayoritaria en la propiedad, también se presenta participación familiar mayoritaria en la junta directiva y en la alta dirección (Andres, 2008; Boubakri et al., 2010).

De esta forma, la literatura evidencia que en una EF el problema de agencia tipo II puede ser más fuerte que el problema de agencia tipo I (Ponnu et al., 2009; Villalonga & Amit, 2006). Algunos estudios sugieren que las EF si se preocupan por la adopción de buenas prácticas de GC, no obstante, se concentran en aquellas prácticas relacionadas con el problema de agencia que enfrentan (Kabbach et al., 2012). Todo lo expuesto arriba, sugiere que las EF tienen menores incentivos para implementar prácticas de GC. En consecuencia, este trabajo plantea la siguiente hipótesis:

H1b: Las EF presentan menores indicadores de cumplimiento en cuanto a GC en comparación con las ENF.

Materiales y Métodos

Muestra

La muestra correspondió a un panel de datos no balanceado de 479 observaciones-año de 124 empresas que estaban listadas en la BVC en el periodo 2015-2018. Se usaron dos criterios de inclusión para la muestra: (i) tener información financiera disponible en la base de datos Emerging Market Information Service (EMIS); y (b) haber llenado la encuesta de GC Código País. De la muestra final, 282 (58,9 %) observaciones-año fueron clasificadas como ENF y 197 (41,1 %) como EF. De acuerdo con el sector económico, 76 observaciones-año pertenecían al sector industrial, 206 al financiero, 42 al agroindustrial, 60 a servicios en general y 64 al de servicios públicos. Se destaca que las EF son mayoría en la industria (63,2 %) y en la agroindustria (90,5 %).

Modelo de investigación

El objetivo de este trabajo fue determinar la relación entre el carácter familiar y el cumplimiento de prácticas de GC. Se usó un enfoque cuantitativo basado en datos de panel, ver ecuación (1). Los modelos de regresión fueron estimados mediante efectos aleatorios dadas las bondades de esta técnica para tratar la heterogeneidad no observable y las variables omitidas (Bell & Jones, 2015).

$$GC_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{FAMILIAR}_i + \beta_j (\text{CONTROLES}_{it}) + \mu_{it} \quad (1)$$

Donde GC es la aproximación para medir los niveles de cumplimiento de gobierno corporativo, tanto a nivel general (IGCCP) como a nivel específico (ACCIONISTAS, ASAMBLEA, JUNTA, CONTROL y TRANSPARENCIA). La variable FAMILIAR identifica aquellas empresas en las que los dos mayores accionistas en términos de derechos de voto hacen parte de uno o más grupos familiares. En los CONTROLES están incluidas una serie

de características de las empresas que pueden estar relacionadas con el cumplimiento de GC (TAMAÑO, ENDEUDAMIENTO, CRECIMIENTO). Por último, incluimos otras variables dummy para identificar el periodo de estudio y los sectores económicos en los que se ubican las empresas. Una definición detallada de las variables es presentada, a continuación, en Tabla 1.

Tabla 1. Definición de Variables

Variable	Definición (Fuente de datos)
IGCCP	= Indicador a nivel general de GC, estimado como la sumatoria de las recomendaciones de GC que adopta la empresa (Código País).
ACCIONISTAS	= Subíndice de GC, calculado como la sumatoria de las recomendaciones de GC en relación con las accionistas adoptadas por la empresa (Código País).
ASAMBLEA	= Subíndice de GC, calculado como la sumatoria de las recomendaciones en relación con la asamblea de accionistas adoptadas por la empresa (Código País).
JUNTA	= Subíndice de GC, calculado como la sumatoria de las recomendaciones en relación con la junta directiva adoptadas por la empresa (Código País).
CONTROL	= Subíndice de GC, calculado como la sumatoria de las recomendaciones en relación con la arquitectura de control adoptadas por la empresa (Código País).
TRANSPARENCIA	= Subíndice de GC, calculado como la sumatoria de las recomendaciones relacionadas con la divulgación de información adoptadas por la empresa (Código País).
FAMILIAR	= Variable dummy para identificar a las EF. Toma el valor de uno (1) cuando los accionistas con mayores derechos de voto hacen parte de uno o más grupos familiares y cero (0) en caso contrario (Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades, Informes Anuales).
TAMAÑO	= Logaritmo natural de los activos totales (EMIS).
ENDEUDAMIENTO	= Cociente entre el total de la deuda y el total del patrimonio (EMIS).
CRECIMIENTO	= Crecimiento porcentual en ventas entre cada año (EMIS)
SECTOR	= Variables dummies para ubicar a la empresa en el sector económico en que desarrolla su actividad: Industria, Financiero, Agroindustria, Servicios, Construcción, o Servicios Públicos (Superintendencia Financiera de Colombia).
AÑO	= Variables dummies para identificar el periodo de estudio

Fuente: Elaborado por los autores

Resultados

Estadísticos descriptivos

En la Tabla 2 se presentan los principales estadísticos descriptivos. Se evidenció que las EF cuentan con menores niveles de cumplimiento en GC frente a las ENF, situación observada tanto a nivel general con la variable IGCCP como a nivel específico con las variables ACCIONISTAS, ASAMBLEA, JUNTA, CONTROL y TRANSPARENCIA. El promedio para IGCCP fue

21,29 en la muestra total. En las ENF se observó 23,06, mientras que en las EF fue 18,76. En cuanto a las variables de control se observó que en promedio las empresas tenían un TAMAÑO de 14,31. La EDAD promedio fue 56,27 años. El nivel de ENDEUDAMIENTO promedio fue 2,94. Se observaron tasas de CRECIMIENTO de 0,16 en promedio. Se destaca que las EF son significativamente más pequeñas y longevas que las ENF. En tanto que para los indicadores de endeudamiento y crecimiento no se evidenciaron diferencias estadísticamente significativas entre EF y ENF.

Tabla 2. Estadísticos descriptivos

	Muestra completa (479)				ENF (282)				EF (197)				Comparación de Medias
	Media	Desv.	Mín.	Máx.	Media	Desv.	Mín.	Máx.	Media	Desv.	Mín.	Máx.	
Atributos de GC													
IGCCP	21,29	7,06	4,97	32,72	23,06	6,61	4,97	32,72	18,76	6,92	5,13	31,41	4,298***
ACCIONISTAS	4,60	1,62	0,00	7,00	4,91	1,56	0,50	7,00	4,15	1,61	0,00	7,00	0,768***
ASAMBLEA	3,01	1,40	0,36	5,00	3,34	1,29	0,57	5,00	2,54	1,41	0,36	5,00	0,797***
JUNTA	6,96	2,96	0,18	12,00	7,71	2,67	1,13	12,00	5,88	3,01	0,18	11,70	1,836***
CONTROL	4,06	0,99	0,00	5,00	4,21	0,87	0,79	5,00	3,83	1,11	0,00	5,00	0,379***
TRANSPARENCIA	2,67	1,05	0,00	4,00	2,88	1,05	0,20	4,00	2,36	0,97	0,00	4,00	0,518***
Variables de control													
TAMAÑO	14,31	1,99	10,05	19,37	14,49	2,00	10,21	18,87	14,06	1,96	10,05	19,37	0,433***
ENDEUDAMIENTO	2,94	3,43	-5,80	15,26	2,94	3,26	-4,36	14,48	2,93	3,66	-5,80	15,26	0,017
CRECIMIENTO	0,16	0,88	-0,80	11,77	0,14	0,83	-0,70	11,77	0,19	0,94	-0,80	11,43	-0,052

Notas: Las variables del modelo fueron definidas en la Tabla 1. Para la prueba de diferencias de medias se usó una prueba t de student en la que se asumieron varianzas diferentes. *, **, ***, expresan significancia de la variable al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

Fuente: Elaborado por los autores

Relación del control familiar con el GC

El modelo (1) de la Tabla 3 presenta el análisis para el indicador de GC a nivel general (IGCCP). Los resultados evidencian una relación inversa y significativa (-2,629; $p < 1\%$) entre el carácter familiar y el cumplimiento de GC. El análisis para los indicadores específicos de GC (ACCIONISTAS, ASAMBLEA, JUNTA, CONTROL y TRANSPARENCIA), ver modelos 2 al 6, mostró resultados similares, salvo para el subíndice CONTROL. De forma específica, se encontró evidencia de una relación inversa y significativa en la implementación de prácticas de GC así: ACCIONISTAS (-0,494; $p < 1\%$), ASAMBLEA (-0,604; $p < 1\%$), JUNTA (-1,183;

$p < 1\%$) y TRANSPARENCIA (-0,320; $p < 5\%$). Aunque en caso de las prácticas relacionadas con la arquitectura de control (CONTROL) se observó una relación inversa, esta no es estadísticamente significativa (-0,025; $p < 10\%$).

Por último, en cuanto a los controles, se observó que solo la variable TAMAÑO influye en el cumplimiento de GC. En específico, se encontró que las empresas de más grandes presentaron mayores indicadores de cumplimiento. Los resultados soportan la hipótesis H_{1b} que planteó la existencia de menores indicadores de cumplimiento de GC en las EF.

Tabla 3. Resultados del modelo de regresión

	IGCCP (1)	ACCIONISTAS (2)	ASAMBLEA (3)	JUNTA (4)	CONTROL (5)	TRANSPARENCIA (6)
FAMILIAR	-2,629*** (-2,620)	-0,494** (-2,000)	-0,604*** (-2,60)	-1,183*** (-2,640)	-0,025 (-0,220)	-0,320** (-2,120)
TAMAÑO	1,029*** (4,040)	0,255*** (4,560)	0,140*** (2,710)	0,385*** (3,540)	0,136*** (4,070)	0,117*** (2,570)
ENDEUDAMIENTO	-0,089 (-0,530)	-0,028 (-1,020)	-0,014 (-0,410)	-0,026 (-0,360)	-0,014 (-0,650)	-0,010 (-0,260)
CRECIMIENTO	0,112 (0,520)	0,026 (0,590)	0,065 (1,140)	0,002 (0,020)	-0,006 (-0,190)	0,028 (0,670)
INTERCEPTO	8,134** (2,090)	1,488* (1,750)	1,194 (1,530)	1,946 (1,170)	2,150*** (4,100)	1,301* (1,780)
SECTOR	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido
AÑO	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido
Hausman Test						
chi2	6,450	14,560	8,000	9,190	0,720	2,790
Prob>chi2	0,375	0,024	0,238	0,163	0,994	0,835
Observaciones	479	479	479	479	479	479

	IGCCP	ACCIONISTAS	ASAMBLEA	JUNTA	CONTROL	TRANSPARENCIA
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Número de empresas	124	124	124	124	124	124

Notas: La muestra consiste en un panel de datos no balanceado de empresas inscritas en la BVC durante el periodo 2015-2018. Entre paréntesis se muestra el estadístico t, *, **, ***; indican nivel de significancia del 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente. Coeficientes estimados mediante efectos aleatorios con errores robustos.

Fuente: Elaborado por los autores

Discusión

Los resultados presentados anteriormente son consistentes con diversos estudios que han evidenciado una menor disposición hacia la implementación de prácticas de GC en las EF (Kabbach et al., 2012) y hacia el uso de mecanismos de control formales (Schulze et al., 2003, 2001). Adicionalmente, la menor disposición en las EF hacia la adopción de prácticas de GC puede estar relacionada con la forma en que financian su crecimiento. Por ejemplo, algunos estudios han planteado que la teoría de la jerarquización en términos de estructura de financiamiento se adecua bien en el caso de las EF (Ponnu et al., 2009; Poutziouris, 2001). Según este planteamiento, las empresas se financian, en primer lugar, con recursos internos, posteriormente empiezan a usar deuda (deuda bancaria y deuda pública, en su orden), y luego, en etapas más de mayor desarrollo se financian emitiendo capital (Myers & Majluf, 1984). En el caso de las EF, los estudios han mostrado que los recursos suministrados por las familias controlantes son su principal fuente de financiamiento (Anderson et al., 2003; Poutziouris, 2001; Villalonga & Amit, 2006), en muchos casos a través de entidades financieras que pertenecen al mismo grupo familiar (Fohlin, 2005; Morck & Nakamura, 2007). En este sentido, de forma general, las EF no necesitan acceder a los mercados de valores para financiarse emitiendo bonos o acciones, por lo tanto, serán más reacias a implementar

buenas prácticas de GC porque en este caso los costos de hacerlo superan los posibles beneficios, entre los que se cuenta el acceso en mejores condiciones a mayores fuentes de financiamiento (Claessens & Yurtoglu, 2013), beneficios que por su estructura de propiedad terminan por diluirse entre todos los accionistas que hacen parte de la familia (Villalonga & Amit, 2006). De igual forma, esta decisión de acceder a fuentes de financiamiento suministradas por las propias familias controlantes reduce los posibles conflictos de agencia dado que la decisión de optar por el financiamiento familiar es una decisión en general unánime y apoyada por los propios miembros de familia.

De otra parte, los menores niveles de cumplimiento también podrían estar asociados con las dinámicas que se desarrollan al interior de la familia. Por ejemplo, algunos estudios han sugerido que las EF buscan proteger sus dinámicas familiares, dinámicas que hacen parte de su riqueza socioemocional. El hecho de elevar sus estándares de GC implica que, en ocasiones, deban exponer sus dinámicas internas ante miembros externos o el mercado en general, situación que no siempre están dispuestas a asumir las EF al considerar que estas dinámicas son muy propias de la familia (Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012), por ejemplo, la forma en que se compensa o promueve a los miembros de la familia en la empresa familiar pueden no estar alineadas a parámetros de mercado (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2002, 2003).

Dado que el GC es asociado a una mejor reputación de la empresa (Sacconi, 2007), esta menor propensión a adoptar mejores prácticas de GC puede afectar la reputación de las EF, a la vez que puede afectar a la familia dado que el legado y la reputación de la familia esta estrechamente vinculada con la reputación de la empresa (Tucker, 2011). Los resultados de este estudio contrastan con los encontrados por Briano-Turrent & Poletti-Hughes (2017) para una muestra de empresas latinoamericanas de Argentina, Brasil y Chile, quienes mostraron que la mayor propensión para adoptar prácticas de GC en las EF se debe a la necesidad de mitigar posibles conflictos entre los accionistas que controlan la empresa y aquellos que tienen participaciones minoritarias. Las diferencias en los resultados de este estudio y el estudio realizado por Briano-Turrent & Poletti-Hughes (2017) pueden estar relacionadas con la liquidez de los mercados estudiados y la disposición de las EF a financiarse en los mercados de renta variable. De igual forma, podrían estar relacionados con la creciente implementación de GC en algunos países latinoamericanos en los que el sistema financiero ha empezado a exigir mayores niveles de cumplimiento de GC como condición para acceder a financiación (Flores & Rozas, 2008).

Conclusiones

El objetivo de este trabajo fue analizar la relación entre el carácter familiar y el cumplimiento de prácticas de GC en una muestra de empresas inscritas en la BVC. Los resultados soportan la hipótesis H_{1b} que planteó un menor cumplimiento en GC en las EF. Estos resultados son consistentes con aquellos que han encontrado una menor disposición hacia el cumplimiento de las recomendaciones de los códigos de GC (Kabbach et al., 2012) y hacia el uso de mecanismos de control formales (Schulze et al., 2003, 2001) en las EF. Los menores niveles de cumplimiento de GC en

las EF pueden estar relacionados con menores incentivos para su implementación que se desprenden de una fuerte adhesión a la teoría de la jerarquización cuando las EF deciden como organizar su estructura de financiamiento (Ponnu et al., 2009; Poutziouris, 2001), sumado a la dilución de los posibles beneficios de la adopción de buenas prácticas de GC entre los accionistas que conforman la familia (Villalonga & Amit, 2006). De igual forma, la prioridad que conceden las EF a los objetivos no económicos relacionados con su riqueza socioemocional (Berrone et al., 2012), por ejemplo, producto del fuerte vínculo familiar con la empresa, la familia busca conservar la influencia y el control evitando que externos puedan interferir en sus decisiones.

De forma general, este estudio concluye que las EF en Colombia presentan una menor disposición hacia la implementación de prácticas de GC. Este resultado contrasta con otros hallazgos para el caso de Latinoamérica. Por ejemplo, Briano-Turrent & Poletti-Hughes (2017) sugieren que las EF adoptan mejores prácticas de GC para mitigar los conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Estas contradicciones en los resultados (evidencia que apoya y refuta los mayores indicadores de cumplimiento de GC en las EF), implica que se desarrollen otras investigaciones que permitan identificar los factores que hacen posibles estos comportamientos.

Este estudio presenta una serie de limitaciones que pueden ser abordadas o tenidas en cuenta en futuras investigaciones. En primer lugar, la medición de GC se realizó mediante una encuesta que remiten todas las empresas que tengan bonos y/o acciones en el mercado de valor de Colombia a la Superintendencia Financiera de Colombia, dado el escaso seguimiento que se hace a la calidad de dicha encuesta, esta podría carecer de poder de verificación dado que son las mismas empresas quienes responden si cumplen o no con las prácticas sugeridas en el Código

País. En este sentido, investigaciones futuras pueden incluir otro tipo de mediciones basadas en información pública para determinar si hay algún sesgo en las respuestas diligenciadas por las empresas. Otra limitación está presente en la forma en que se definió que es una EF. Este estudio considera una empresa familiar aquella que tiene una estructura de propiedad mayoritaria en manos de una o más familias. En el futuro es conveniente usar otras definiciones de EF, además de analizar el rol que juegan otros accionistas en las EF en relación con el poder de respuesta que tienen frente al accionista mayoritario.

De otra parte, este estudio no profundiza de forma específica en las diferencias en GC entre EF y ENF. Algunos estudios han planteado que las EF pueden concentrarse en el cumplimiento de algunas prácticas que apuntan a la disminución de conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios (ver, Briano-Turrent & Poletti-Hughes [2017]). Por último, este trabajo deja de lado otros factores que pueden

afectar la decisión de aplicar o no prácticas de GC en las EF y que pueden estar relacionados con la estructura de financiamiento, por ejemplo, la participación o no de los miembros familiares en la alta dirección y la generación que controla la empresa. En este sentido, investigaciones futuras pueden enfocarse en el comportamiento y decisiones de miembros de segunda y tercera generación, que por su experiencia pueden considerar importante que la empresa de la familia cumpla con buenas prácticas de GC. Así mismo, la apertura para que miembros externos a la familia participen en cargos de la alta dirección puede ser un factor que faciliten el cumplimiento de buenas prácticas de GC.

Agradecimientos

Los autores agradecen los comentarios recibidos en la 54 Asamblea Anual de CLADEA, realizada entre el 27 y el 29 de octubre de 2019 en Lima, Perú.

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. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00019.x>
- Aguilera, R., & Crespí-Cladera, R. (2012). Firm family firms: Current debates of corporate governance in family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 3(2), 66–69. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2012.03.006>
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465. <https://doi.org/doi.org/10.5465/amr.2003.10196772>
- Almeida, H. V., & Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. *The Journal of Finance*, 61(6), 2637–2680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01001.x>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00067-9](https://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. <https://doi.org/10.2307/4131472>
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431–445. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.05.003>
- Ashbaugh, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). *Corporate governance and the cost of equity capital*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=639681>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.08.008>
- Bell, A., & Jones, K. (2015). Explaining fixed effects: Random effects modeling of time-series cross-sectional and panel data. *Political Science Research and Methods*, 3(1), 133–153. <https://doi.org/10.1017/psrm.2014.7>
- Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York, NY: Harcourt, Brace, & World.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258–279. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73–96. <https://doi.org/10.1257/jep.20.2.73>
- 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. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.77>
- Brenes, E. R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, 64(3), 280–285. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.11.013>
- Briano-Turrent, G., & Poletti-Hughes, J. (2017). Corporate governance compliance of family and non-family listed firms in emerging markets: Evidence from Latin America. Briano-Turrent, G., & Poletti-Hughes, J. (2017). Corporate governance compliance of family and non-family listed firms in emerging market. *Journal of Family Business Strategy*, 8(4), 237–247. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2017.10.001>
- 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., Chen, Z., & Wei, J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273–289. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.01.001>
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (1999). Who controls East Asian corporations and the implications for legal reform. *Public Policy for the Private Sector*, 195, 1–8.

- Claessens, Stijn, & Yurtoglu, B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Davies, A. (2016). *Best practice in corporate governance: Building reputation and sustainable success*. Burlington: Routledge.
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01438.x>
- Flores, K. J. V., & Rozas, F. A. E. (2008). El gobierno corporativo: un enfoque moderno. *Quipukamayoc*, 15(29), 7–22.
- Fohlin, C. (2005). The history of corporate ownership and control in Germany. In *A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers* (pp. 223–282). University of Chicago Press.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2014). Family involvement and dividend policy in closely held firms. *Family Business Review*, 27(4), 365–385. <https://doi.org/10.1177/0894486514538448>
- Hughes, J. P. (2009). Corporate value, ultimate control and law protection for investors in Western Europe. *Management Accounting Research*, 20(1), 41–52. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2008.10.004>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jones, C. D., Makri, M., & Gomez-Mejia, L. R. (2008). Affiliate directors and perceived risk bearing in publicly traded, family-controlled firms: The case of diversification. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 1007–1026. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2008.00269.x>
- Kabbach, de C. L. R., Crespi-Cladera, R., & Aguilera, R. (2012). Strong or weak Owners? Understanding ownership structure effect on corporate governance non-compliance. *SSRN Electronic Journal*, 1–59. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1469531
- Liu, Y., Valenti, A., & Chen, Y.-J. (2016). Corporate governance and information transparency in Taiwan's public firms: The moderating effect of family ownership. *Journal of Management & Organization*, 22(5), 662–679. <https://doi.org/10.1017/jmo.2015.56>
- 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. <https://doi.org/10.1080/08985621003726218>
- 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. <https://doi.org/10.1057/jibs.2008.66>
- McConaughy, D. L. (1999). Is the cost of capital different for family firms? *Family Business Review*, 12(4), 353-360. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1999.00353.x>
- Miller, D., & Breton-Miller, L. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73-87. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00063.x>
- 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.
- Morck, R., & Nakamura, M. (2007). Business groups and the big push: Meiji Japan's mass privatization and subsequent growth. *Enterprise & Society*, 8(3), 543-601.
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Ponnu, C. H., Lee, C. K., Tan, G., Khor, T. H., & Leong, A. (2009). Corporate governance in family run business—A case malaysian study. *Corporate Ownership & Control*, 6(4), 135-147. <https://doi.org/10.22495/cocv6i4p13>
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2001.00277.x>
- Sacconi, L. (2007). A social contract account for CSR as an extended model of corporate governance (II): Compliance, reputation and reciprocity. *Journal of Business Ethics*, 75(1), 77-96. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9014-8>
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2002). Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Managerial and Decision Economics*, 23(4-5), 247-259.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00054-5](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00054-5)
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), 99-116.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7-8), 863-898. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02151.x>

- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1997.00001.x>
- Su, W., & Lee, C.-Y. (2013). Effects of corporate governance on risk taking in Taiwanese family firms during institutional reform. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(3), 809–828. <https://doi.org/10.1007/s10490-012-9292-x>
- Suárez, K. C., & Santana-Martín, D. J. (2004). Governance in Spanish family business. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 10(1/2), 141–163. <https://doi.org/10.1108/13552550410521425>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.02.003>
- Tucker, J. (2011). Keeping the business in the family and the family in business: “What is the legacy?” *Journal of Family Business Management*, 1(1), 65–73.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <https://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. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034357>
- Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van den Heuvel, J. (2007). Board Composition in Small and Medium-Sized Family Firms. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 137–156. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2007.00204.x>
- Ward, J. (1997). Growing the family business: Special challenges and best practices. *Family Business Review*, 10(4), 323–337. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1997.00323.x>
- Ward, J., & Aronoff, C. E. (1991). The power of patient capital. *Nation's Business*, 79(9), 48–49.
- Yeh, Y.-H. (2017). Corporate governance and family succession: New evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, REVISAR(REVISAR). <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.09.011>
- Zellweger, T. (2007). Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms. *Family Business Review*, 20(1), 1–15. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00080.x>
- Zellweger, T. M. (2006). Risk, return and value in the family firm. University of St. Gallen.