



**Estimación del impacto financiero de la Acción Política Corporativa en las empresas  
listadas de Colombia**

Por

Juan Pablo Becerra

Daniel Ramírez

Tesis Presentada como requisito parcial para obtener el título de  
Magíster en Administración Financiera

Asesora

Ph. D. Judith Cecilia Vergara Garavito

UNIVERSIDAD EAFIT

Medellín, Noviembre, 2021

© 2021 por Juan Pablo Becerra y Daniel Felipe Ramírez

Todos los derechos reservados

## **Agradecimientos**

A EAFIT, por brindarnos todas las herramientas para el desarrollo de este programa. A los profesores que nos acompañaron durante el proceso y a Judith Cecilia Vergara, nuestra asesora, quien nos encaminó en tiempos de incertidumbre.

Queremos agradecer a nuestras familias, que nos respaldaron en cada momento, el apoyo incondicional de ellos ha sido importante desde el mismo comienzo hasta este proceso de tesis.

Especial gratitud a grandes personas que nos ayudaron en la marcha, Mateo Gutiérrez, Carlos Andrés Salazar, María Alejandra Jiménez, Julián García, Juliana Bernal, Alejandro Méndez y Santiago Bedoya, cuya asesoría técnica, teórica y práctica hizo este trabajo de investigación posible.

## **Resumen**

La presente investigación tuvo como objetivo cuantificar el impacto económico de las donaciones a campañas electorales como estrategia de Acción Política Corporativa (CPA) en el rendimiento del patrimonio (ROE) de las empresas listadas de Colombia. Para este fin se analizó la información de gastos y fuentes declarada por los candidatos al Congreso de Colombia entre los años 2014 y 2018, y se contrastó con la información financiera de 62 empresas listadas en la Bolsa de Valores de este país. Al aplicar dos modelos de regresiones lineales se observó que existe un impacto económico negativo asociado a los aportes a las campañas evaluadas. Dadas algunas falencias en la cantidad y calidad de los datos reportados se propone extender la investigación para fortalecer los indicios encontrados.

**Palabras clave:** Acción Política Corporativa, donaciones, elecciones, rendimientos económicos, ROE.

## **Abstract**

The present research aimed to quantify the economic impact of donations to electoral campaigns as a Corporate Political Action (CPA) strategy on the return on equity (ROE) of listed companies in Colombia. For this purpose, information on expenditures and sources declared by candidates for Congress in Colombia, between the years 2014-2018 was analyzed and contrasted with the financial information of 62 companies listed on the Colombian Stock Exchange. Through the application of two linear regression models, it was observed that there is a negative economic impact associated with the contributions to the evaluated campaigns. Given some deficiencies in the quantity and quality of the data reported, it is proposed to extend the research to strengthen the evidence found.

**Key words:** Corporate Political Action, Donations, Elections, Economic Returns, ROE

## **Tabla de contenido**

<i>Capítulo 1. Introducción</i>	<i>1</i>
<i>Capítulo 2. Marco Teórico</i>	<i>4</i>
<i>Capítulo 3. Metodología</i>	<i>12</i>
Hipótesis	12
Datos	12
Modelos	17
<i>Capítulo 4. Resultados</i>	<i>18</i>
<i>Capítulo 5. Conclusiones y recomendaciones</i>	<i>23</i>
Conclusiones	23
Implicaciones	24
Limitaciones	24
<i>Referencias</i>	<i>26</i>

## Lista de Tablas

<i>Tabla 1. Información Aportes / Donaciones</i>	<i>13</i>
<i>Tabla 2. Información empresas donantes</i>	<i>14</i>
<i>Tabla 3. Estadística descriptiva de variables</i>	<i>15</i>
<i>Tabla 4. Sustento teórico y antecedentes de las variables</i>	<i>17</i>
<i>Tabla 5. Resumen regresión modelo 1</i>	<i>21</i>
<i>Tabla 6. Resumen regresión modelo 2</i>	<i>22</i>

## **Capítulo 1. Introducción**

La Acción Política Corporativa (CPA) es practicada por múltiples compañías alrededor del mundo en búsqueda de diferentes resultados y beneficios económicos y estratégicos. De acuerdo a la evidencia empírica y los análisis teóricos, la inversión en CPA puede tener resultados positivos o negativos para las empresas dependiendo del contexto en el cual se desarrolle. Los elementos importantes de este contexto se enmarcan principalmente en las características internas de la empresa que ejecuta la estrategia de CPA y las características de fortaleza de institucionalidad del país donde se juega esta estrategia.

El objetivo principal de este ejercicio es analizar los patrones de donaciones de empresas públicamente listadas en Colombia a campañas de candidatos al Congreso para los periodos 2014-2018 y 2018-2020 e identificar posibles impactos en el desempeño económico o financiero de estas empresas adjudicable a las relaciones políticas identificadas en dichos aportes.

Con este propósito, se analizó la información pública de aportes a las campañas mencionadas y se contrastó con indicadores financieros de desempeño de las empresas durante estos periodos.

Esta investigación pretende únicamente evaluar el impacto que tiene la interacción de las empresas en política de manera legítima, bajo los mecanismos permitidos, en su desempeño financiero y económico. Por esta razón, las conclusiones de esta investigación están atadas a cuantificar este impacto y no pretende indicar que existan relaciones ilegítimas entre empresas y políticos ni los impactos de estas.

Para lograr este objetivo se utilizaron los datos financieros de 62 empresas públicamente listadas en la Bolsa de Valores de Colombia y las donaciones reportadas por los candidatos de estos

periodos electorales originadas en alguna de estas empresas. Con esta información se corrieron dos modelos de regresión lineal con mínimos cuadrados ordinarios.

En estos modelos se logró encontrar una relación negativa y significativa a nivel económico y estadístico entre los aportes hechos por las empresas y el retorno en el patrimonio (ROE). Esta relación se da únicamente al analizar el promedio del ROE en los años subsiguientes al aporte. Al analizar este indicador a un año posterior a los aportes no se encuentra una relación significativa. Es importante resaltar que las donaciones a campañas no fueron el único factor que resultó significativo en la determinación del ROE, al incluir variables de control se encontró que tienen una incidencia fuerte en este indicador.

La fortaleza de los resultados de esta investigación está limitada por el número total de observaciones recopiladas y la calidad de la información reportada sobre las donaciones a las campañas y la información financiera incompleta de las empresas evaluadas.

Este trabajo está dividido en cuatro partes: (1) se enfoca en estructurar un fundamento teórico de la CPA y sus canales de interacción. El objetivo de esta sección es entender las teorías que sustentan las diferentes visiones sobre los efectos económicos de la acción política, recopilar la diferente evidencia que existe y los elementos de diferenciación entre las visiones. (2) Plantea la hipótesis que se va a evaluar, se presentan los datos que sirven de insumo para el análisis. Puntualmente se hace una recopilación de antecedentes bibliográficos de usos de las variables utilizadas para medir los impactos y el sustento teórico de las mismas. Por último se exponen los modelos utilizados para cuantificar las incógnitas explicadas. (3) Resume los hallazgos realizados a partir de las regresiones realizadas y los contrasta con los diferentes referentes bibliográficos expuestos en la primera parte. (4) Presenta una serie de conclusiones a partir de los resultados de las regresiones, las bases teóricas

y evidencias halladas por otras investigaciones. A raíz de estas conclusiones se proponen las implicaciones de los resultados encontrados haciendo salvedades a la luz de las limitaciones expuestas. Por último, se generan unas recomendaciones de continuidad de investigación en esta línea temática.

## Capítulo 2. Marco Teórico

Oliver y Holzinger (2008) definen la administración política estratégica como un grupo de acciones coordinadas y estratégicas que las empresas ejecutan para maximizar el retorno económico del mercado político. La administración política estratégica les permite a las empresas alcanzar una ventaja competitiva no alcanzable en una dinámica de puro mercado (Gale & Buchholz, 1987).

El conjunto de acciones desarrolladas para realizar una administración política estratégica es conocida como Actividad Política Corporativa (CPA en inglés). Según Baron (1995), las estrategias de No-mercado como la CPA, son acciones conjuntas y coordinadas tomadas para generar valor en la empresa a través de la búsqueda de condiciones beneficiosas como restricción a la competencia, contratos con el Estado, adjudicación de recursos naturales para explotación, entre otros. Hillman, Kleim y Schuler (2004) definen la CPA como las acciones desarrolladas por una empresa con el fin de moldear los cambios en el entorno legislativo de manera favorable para sus intereses.

La CPA dentro de la misma literatura tiene dos alcances en su definición que pueden moldear el resultado final del análisis empírico de su efectividad como práctica. Algunos autores determinan el alcance hasta las actividades realizadas únicamente para alterar el entorno legislativo (Schuler, 1996). En cambio, otros autores la caracterizan como todas las actividades desarrolladas para influir sobre la política gubernamental (Getz, 1997). En ambos casos, los mecanismos utilizados para la investigación de la CPA se enfocan en estudiar fenómenos legítimos y no definibles como corrupción (Mantere, Pajunen, & Lamberg, 2007).

Hadani y Schuler (2013) analizan dos estrategias de CPA que realizan las empresas: la inversión en campañas de políticos, que denominan Inversión Política Corporativa (CPI en inglés); y CPA

de capital humano como el estudio de la presencia de políticos en las juntas de accionistas y puestos de dirección de las empresas. A su vez, los autores analizan la estrategia de inversión en campañas de las empresas a largo plazo, Inversión Política Corporativa Acumulada (CCPI en inglés) como el acumulado de los aportes y sus resultados en el desempeño de la empresa.

Bonardi, Hillman y Keim (2005) presentan la CPA como las acciones realizadas por las empresas privadas en un entorno político, que se asemeja a un mercado donde existen unos oferentes y unos demandantes de servicios. De la misma manera, Peltzman (1976) argumenta que el proceso de administración y formulación de política pública puede explicarse desde la teoría económica como un mercado donde del lado de la demanda se encuentran los civiles y las empresas y del lado de la oferta los representantes políticos. Entre estos hay un intercambio de riqueza a cambio de la representación de los intereses individuales, lo que hace que el mercado sea más eficiente en la medida en que la demanda efectiva es mayor.

Este mercado es frecuentado principalmente por empresas que operan en industrias que dependen de regulaciones o contratos adjudicados por los gobiernos (Masters & Keim, 1985), empresas de gran tamaño (Salamon & Siegfried, 1977) y empresas en industrias altamente concentradas (Masters & Keim, 1985). Bajo este análisis, las empresas son más políticamente activas si el gobierno tiene una alta influencia en su supervivencia.

Dada esta dinámica de mercado, se podría suponer una eficiencia en la que los esfuerzos por desarrollar una CPA se anularían entre las fuerzas opuestas de los interesados, también se podría suponer una imperfección en el mercado que beneficiaría a algunos jugadores particulares sistemáticamente. Como es claro que la CPA busca beneficios para la empresa que se embarca en desarrollarla, es necesario determinar el verdadero efecto de esta sobre su desempeño. Varios

investigadores han intentado medir este efecto y se han concentrado principalmente en evaluar la relación con el desempeño financiero. En la literatura existente no hay un consenso general sobre el impacto que tiene la CPA en estos ámbitos y más bien existen diferentes resultados contrarios, en especial cuando se trata de los aportes a campañas.

La teoría soporta el efecto positivo que puede tener el CPA en el desempeño financiero. Hadani y Schuler (2013) recopilan tres marcos de teoría para esto: (1) economía de organización industrial, (2) dependencia de recursos y (3) unidad de clase. El argumento de la economía de organización industrial es que una empresa se embarca en estrategias de gestión política para influenciar a gobernantes y legisladores para que tomen decisiones que mejoren o mantengan las condiciones específicamente beneficiosas para esta empresa (Esty & Caves, 1983; Stigler, 1971). Es resaltable que este fenómeno se presenta más en industrias dependientes de regulaciones, en las cuales, en efecto existe evidencia de impactos positivos para el desempeño de la empresa por emprender acciones políticas corporativas (Rose, 1985).

La teoría de la dependencia de recursos por otro lado analiza las CPA en relación con la rentabilidad de las empresas. Según Hillman *et al.* (2004), la dependencia de una empresa con el gobierno por motivos como regulaciones, contratos, barreras de entrada, entre otros, es motivación suficiente para que esta busque gestionar esa relación a través de su CPA. Dichas acciones pueden lograr mejorar el desempeño financiero de la empresa.

La teoría de la unidad de clase hace referencia a las relaciones interpersonales que sostienen la clase política con la empresarial y el efecto de estas en la cooperación que pueda existir (Burris, 2005). Se ha hablado sobre un posible círculo de relaciones entre esta élite dirigente, en el que las empresas hacen contribuciones a las campañas, generan o eliminan empleos durante los mandatos

a cambio, presumiblemente, de condiciones políticas beneficiosas para llevar a cabo sus negocios (Useem, 1984).

Algunos autores han encontrado impactos positivos del CPA como Cooper *et al.* (2010), que encontraron que el número de candidatos de un cuerpo legislativo apoyados por una empresa tenía una relación positiva con el valor de mercado de esta empresa. No obstante, esta relación sólo se halló en el subgrupo de empresas activas políticamente. Por su parte, Davi y Portugal (2020) encontraron que el mercado anticipa los beneficios futuros de empresas brasileñas que aportaron en campañas al encontrar rendimientos anormales positivos en el precio de las acciones tras el cierre y publicación de los resultados de las elecciones, también hallaron que estas empresas tuvieron rendimientos superiores a las que no tenían actividad política y una relación positiva entre los retornos y las donaciones a políticos elegidos en campañas.

Otra sólida evidencia del efecto positivo del CPA en el desempeño financiero fue relatada por Faccio (2006), que en un análisis de 20.000 empresas en 47 países encontró un incremento positivo del valor de mercado de una empresa cuando un accionista o miembro de la junta obtenía un cargo político. Jayachandran (2006) halló un efecto importante para evidenciar la fuerza resultante de las donaciones en Estados Unidos, por cada US\$ 250.000,00 aportados en campaña al Partido Republicano por una empresa, el valor de mercado de esta bajó 0,8%, mientras que las contribuciones hechas al Partido Demócrata hicieron subir el valor de mercado, aunque a una proporción menor. Este efecto se dio durante un año de cambio de poder en el Senado por parte de los republicanos a los demócratas.

El efecto contrario a un beneficio financiero a raíz de la inversión en CPA se puede medir desde el espectro que cubre un efecto neutro y un efecto negativo, ya que no tiene sentido realizar esa serie

de inversiones si el efecto no varía entre invertir y no invertir. La teoría sustenta estos efectos neutros o negativos a raíz de los siguientes argumentos:

Para lograr consolidar un proceso de política pública, sea una ley o algo de menor complejidad, se necesita cumplir muchos requisitos y procedimientos verificados por una multiplicidad de verificadores con intereses variados. De ejecutarse una legislación para una sola industria o empresa, y en favor de algunas pocas partes, el efecto general sería muy grande. Incluso, si ningún grupo corriese con efectos adversos, se esperaría que tanto las empresas competidoras como la sociedad levantarán su inconformidad en contra del favoritismo (Stigler, 1971).

En el contexto de la sociedad, significa que la decisión política debe ser tomada por un gran número de personas (o sus representantes, políticos y empresas), que deben invertir grandes recursos para evitar la oposición sobre la legislación, de manera simultánea y sospechosa. Por eso tomar una decisión política implica una carga dispendiosa y con tendencia a anular sus efectos positivos entre los diferentes intereses (Stigler G., 1971, Peltzman, 1976).

Boddewyn y Brewer (1994) clasifican el tipo de rol que puede ejercer una empresa en el mercado político dado su poder real. Estas dos clasificaciones son: proactiva, para empresas que pueden ejercer un poder de proposición de políticas, y reactivas para las que solo pueden ejercer un poder al reaccionar a una política ya impuesta. En esta estructura de mercado suele ocurrir que las compañías entran al debate de una política en un periodo tardío del ciclo de vida de esta y su postura es forzada a ser reactiva, en vez de proactiva. Como resultado de ello, las firmas pueden malograr su propósito sobre los retornos esperados al tratar de incidir utilizando CPA.

Según Aggarwal, Meschke y Wang (2011) hay dos razones principales por las cuales las compañías entran en el proceso político. Primero, los administradores buscan mejorar el rendimiento de las

firmas donde trabajan, por otro lado, y pese a que las empresas no tengan preferencias políticas, los gerentes pueden tenerlas haciendo que las donaciones no estén asociadas a la estrategia del negocio y de los socios. Para el caso número uno, las donaciones pueden ser vistas como una inversión en capital político que debería generar retornos positivos a la firma. Para el segundo caso, las donaciones son vistas como síntomas de problemas de agencia que deben reducir los retornos de la compañía. Según los autores las compañías no invierten en campañas de acuerdo a una preferencia política, por el contrario, lo hacen porque tienen un interés económico en acciones legislativas, decisiones regulatorias o algún resultado político.

Algunos estudios empíricos han encontrado casos de relaciones negativas entre donaciones a campañas por empresas y retornos. Aggarwal *et al.* encontraron en una muestra de empresas de Estados Unidos un resultado que reflejaba problemas de agencia, donde las donaciones resultaron tener una correlación negativa con excesos de retornos futuros en datos desde 1991 hasta 2004. Hallaron, por cada \$10,000 USD invertidos en donaciones, una reducción en excesos de retornos de 7,4 puntos básicos (2011).

Bertrand *et al.*, (2018) realizaron un estudio en Francia para evaluar el desempeño comparado de empresas políticamente conectadas por la relación de sus directivos con representantes de la política. Si bien lograron identificar un mecanismo de interacción entre las empresas y los políticos basados en la creación o destrucción de empleo por parte de las primeras en periodos electorales, no encontraron un efecto positivo neto en el desempeño de las firmas derivado de estas estrategias.

Estos últimos autores concluyen conjeturando que puede haber un efecto importante del país donde se evalúe esta relación. De la misma manera, Davi y Portugal (2020) sostienen que el nivel de desarrollo institucional del país es un aspecto relevante para el análisis. Si bien la intervención

política ha afectado a compañías en democracias maduras y en países inestables, el impacto tiende a ser mayor en estos últimos (Campello, 2007). La conjetura es que la inestabilidad financiera y el bajo nivel de control de las instituciones genera un incentivo para las empresas en generar relaciones con la clase política y lograr ventajas sobre sus competidores. Martínez y Santiso (2003) sintetizan la conclusión: con respecto a los países desarrollados, los emergentes son más propensos a buscar ventajas que no pueden ser derivadas de mercados competitivos en el proceso político.

En Colombia, las donaciones a campañas por parte de empresas privadas están permitidas y son vigiladas por el Consejo Nacional Electoral. De acuerdo con la Andi y la Alianza por la Responsabilidad Política Empresarial (2021), en Colombia las contribuciones privadas a las campañas son una forma legítima de participar en la democracia y de expresar las preferencias políticas. Estos aportes contribuyen a la competencia política activa y saludable, siempre y cuando se enmarquen dentro de patrones éticos de responsabilidad social y política, transparencia y rendición de cuentas.

Para el caso de financiación por privados de campañas electorales existen dos segmentos principales, la financiación de campañas electorales presidenciales cuyo tope de gasto fijado por el CNE es de \$ 24.235.554.964 COP para primera vuelta y \$ 11.335.756.166 COP para segunda vuelta. Existen mecanismos de financiación públicos que consisten en anticipos y reposiciones de votos y financiación privada que consiste en contribuciones y donaciones de personas naturales, aportes del candidato y sus familiares. Y hay una prohibición especial a la financiación de campañas presidenciales por parte de personas jurídicas. Caso por el cual no se hace objeto válido de análisis para la presente investigación.

En el caso de la financiación de campañas al Congreso, el tope de gasto fijado por el CNE para listas de partidos al Senado es de aproximadamente COP \$88.000 millones y para Cámara los topes dependen del censo electoral de la región, siendo el máximo aproximadamente COP \$5.100 millones (MOE, 2018). Se permiten mecanismos de financiación públicos constituidos por anticipos y reposición de gastos por votos válidos y mecanismos privados constituidos por créditos, recursos propios, contribuciones de familiares y contribuciones y donaciones de privados terceros. El CNE establece límites individuales de hasta el 10% del valor total de gastos fijados (ANDI, s.f). Esto pondría un tope de donación por empresa de hasta COP \$ 8.800 millones por lista al Senado y de COP \$ 510 millones a cámara.

A raíz de estas conclusiones se origina la oportunidad de medir el impacto de la relación empresarial con la clase política en el mercado colombiano, medición que no tiene precedentes y es el interés principal de esta investigación. Aunque existen limitaciones en la disponibilidad de la información, el presente trabajo se propone medir el impacto entre el rendimiento del patrimonio (ROE) presentado por las empresas colombianas públicamente listadas y los aportes hechos por estas a campañas de parlamentarios en las elecciones de 2014 y 2018 y reportados al Consejo Nacional Electoral a través de la plataforma “Cuentas Claras”.

### **Capítulo 3. Metodología**

#### **Hipótesis**

Como se ha venido explicando, el objetivo de las empresas al donar dinero a las campañas de los políticos es verse retribuidas por diferentes condiciones que les generen un beneficio económico en un periodo de tiempo futuro. Este beneficio debería ser observable, significativo y debería existir una diferencia entre las empresas que deciden invertir recursos en relaciones políticas y las que no. Con el objetivo de comprobar esto se plantea evaluar la hipótesis siguiente: *Las empresas que realizan aportes a los candidatos al Congreso de Colombia tienen un rendimiento en el patrimonio posterior a las elecciones mejor que las que no lo hacen.*

#### **Datos**

Para el análisis de la hipótesis propuesta se evaluaron los aportes hechos a las campañas electorales del Congreso de Colombia, esto incluye Senado y Cámara de Representantes, para los años 2014 y 2018. La información fue extraída de los reportes individuales hechos por cada candidato al Comité Nacional Electoral. Se registraron únicamente los aportes hechos por empresas públicamente listadas en la bolsa de valores y de las que se tuviera información financiera completa. La muestra total de las empresas fue de 62. Entre este grupo se registraron aportes por COP \$ 1.378 millones a nombre de 13 empresas para 2014 y COP \$ 689 millones a nombre de 10 empresas en 2018. Las donaciones totales por empresa recogen los montos aportados a varios candidatos. Para 2014 se tiene un promedio de donación por empresa de COP \$ 21 millones y para 2018 un promedio de COP \$ 11 millones. La donación máxima realizada por una empresa en 2014 fue de COP \$ 710 millones y en 2018 de COP \$ 372 millones. Estos aportes son el total de las donaciones realizadas por las empresas a diferentes candidatos a la Cámara o al Senado, no se realizó distinción por candidato ni partidos políticos ni se consideró el dinero entregado a modo de

créditos por los diferentes bancos del país. La tabla 1 muestra el resumen de las donaciones de las empresas evaluadas.

<b>Información aportes</b>		
	2014	2018
Valor total de donaciones	1.378.732.992	689.470.833
Total de empresas donantes	13	10
Promedio de las donaciones	21.884.651	10.943.981
Donación mínima	2.352.941	2.680.802
Donación máxima	709.741.941	372.000.000

*Tabla 1. Información Aportes / Donaciones*

Dentro de la muestra de empresas analizadas se encuentra una mayor participación de las empresas de los sectores industrial y financiero en las donaciones a campañas. En el sector industrial aproximadamente un 30% de las empresas han hecho donaciones por un total de COP \$ 254 millones (2014) y COP \$ 238 millones (2018). Para el sector financiero el 50% de las empresas donaron un total de COP \$ 864 millones (2014) y COP \$ 412 millones (2018). Es de resaltar que en el sector inversiones el 80% de las empresas hizo donaciones por COP \$ 218 millones (2014) y COP \$ 39 millones (2018). Esta observación no es extraña ya que dentro de la bibliografía se ha encontrado una tendencia mayor de las industrias reguladas a participar de las relaciones con políticos (Masters & Keim, 1985). La clasificación de sectores presentada proviene de los parámetros de la Bolsa de Valores de Colombia.

---

**Información empresas donantes**

---

<b>Sector</b>	<b>Total empresas</b>	<b>Empresas donantes</b>	<b>Promedio aportes 2014</b>	<b>Promedio aportes 2018</b>	<b>Total aportes 2014</b>	<b>Total aportes 2018</b>
Financiero	12	6	216.222.250	206.045.016	864.889.000	412.090.031
Industrial	33	12	42.344.975	39.730.134	254.069.849	238.380.802
Comercial	1	1	30.000.000	n/a	30.000.000	0
Servicios	6	0	n/a	n/a	0	0
Público	5	0	n/a	n/a	0	0
Inversiones	5	4	109.176.471	19.500.000	218.352.941	39.000.000

*Tabla 2. Información empresas donantes*

Estos aportes se evaluaron en relación al rendimiento en el patrimonio (ROE) de estas empresas en diferentes lapsos contra los promedios de su industria con la intención de captar rendimientos anómalos asociables a los aportes. Con el fin de no adjudicar erróneamente el desempeño del ROE a las donaciones y no a otros factores y características no observados de la empresa como tamaño, liquidez / solvencia, rentabilidad, crecimiento y el desempeño general de la industria, se incluyeron en el análisis variables de control. La tabla 2 presenta el resumen de la información de las empresas donantes.

La información financiera fue recopilada de Bloomberg y completada manualmente para los años y variables de los que no se tenía el total de la información. Del grupo de empresas inicial, solo una que tenía registro de aportes a campañas fue excluida por no tener información completa ni reportes financieros a partir de los cuales calcularlos. Igualmente se excluyeron dos empresas que por su negativo desempeño financiero habían presentado utilidades y patrimonios negativos, lo que hacía indeterminado el cálculo del ROE y no se podrían evaluar. La tabla 3 presenta la información descriptiva de las variables evaluadas y las variables de control.

### Estadística descriptiva de variables

Variables	# de observaciones	Media	Desviación	Mín	Max
<b>VARIABLES DEPENDIENTES (%)</b>					
ROE	618	6,64	15,8	-134,1	65,38
Rolled ROE	120	6,22	17,13	-134,08	51,28
<b>VARIABLES INDEPENDIENTES</b>					
Total aporte	618	5.878.917,97	65.962.107,7	0,00	1.499.798.390
Total aporte rolled	120	29.768.092	146.522.492	0,00	1.499.798.390
<b>VARIABLES DE CONTROL</b>					
Variación del margen neto (%)	618	0,374	8,181	-34,81	141,39
Edad empresa	618	46,9	26,88	1	136
Activos (en millones)	618	20.150.599,3	45.122.933,7	2.066,4	322.895.870
Activos / Pasivos	618	4,68	15,06	0,61	236,79
Promedio ROE sector (%)	618	6,61	5,98	-20,20	21,38
Rolled Activos (millones)	120	19.081451,93	9.280.041,01	19.520,78	234.323.108,30
Rolled variación margen neto (%)	120	0,047	1,971	-6,046	17,344
Edad empresa promedio	120	45,6	27	1,5	132,5
Rolled activos / pasivos	120	5,28	14,46	1,1	150,52
Rolled Promedio ROE sector (%)	120	-0,4657	8,7123	-29,9417	31,48

*Tabla 3: Estadística descriptiva de variables*

A continuación se describen las variables usadas y el sustento teórico y antecedentes para medir el efecto evaluado. Únicamente se describe el indicador en su estado puro, se describe la

transformación realizada en promedios históricos en el apartado que habla de los modelos utilizados.

Variables: Sustento teórico y antecedentes		
VARIABLES	SUSTENTACIÓN DE USO	ANTECEDENTES
Retorno en el patrimonio (ROE)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indicador que representa la capacidad de la empresa de convertir su patrimonio en utilidades. Las variadas ventajas y desventajas internas y externas de la empresa deberían verse representadas, entre otros, en este indicador.</li> </ul>	Davi y Portugal, 2020
Total del aporte	<ul style="list-style-type: none"> <li>Representa la cantidad de dinero aportada por la misma empresa en un periodo electoral.</li> <li>Implica la incidencia en el ROE que tendría el aportar dinero a las campañas electorales.</li> </ul>	Stigler, 1971 Hadani y Schuler, 2013 Bertrand <i>et al.</i> , 2018 Davi y Portugal, 2020
Edad empresa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Representa la edad de la empresa en años en el momento del año de campaña.</li> <li>Implica como la relación de estabilidad y trayectoria de la empresa puede tener incidencia sobre el ROE.</li> </ul>	No encontrado. Propuesta de los autores del presente trabajo.
Variación del margen neto	<ul style="list-style-type: none"> <li>Representa el cambio año a año de la capacidad de generar utilidades de la empresa de manera operativa e incluyendo, manejos financieros, beneficios tributarios municipales y estatales.</li> <li>Implica como el cambio en la rentabilidad de una empresa puede tener incidencia sobre el ROE.</li> </ul>	Stigler, 1971 Hadani y Schuler, 2013 Bertrand <i>et al.</i> , 2018 Davi y Portugal, 2020
Activos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Representa el tamaño de la empresa.</li> <li>Implica como el tamaño de la empresa puede tener incidencia sobre el ROE.</li> </ul>	Davi y Portugal, 2020

Activos / Pasivos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Representa la liquidez y solvencia de la empresa.</li> <li>• Implica como la liquidez y solvencia de la empresa puede tener incidencia sobre el ROE.</li> </ul>	Davi y Portugal, 2020
Promedio ROE industria	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Representa eventos y tendencias propios de la industria ajenos a la empresa que pueden tener incidencia sobre el ROE.</li> </ul>	No encontrado. Propuesta de los autores del presente trabajo.

Tabla 4: Sustento teórico y antecedentes de las variables

## Modelos

$$1. \quad ROE_{it+1} = \gamma x_{it} + \beta z_{it} + \varepsilon_{it}$$

Para el primer modelo,  $ROE_{it+1}$  representa el ROE de la empresa  $i$  en el año siguiente a las elecciones,  $\gamma x_{it}$  representa un vector con las cinco variables de control,  $\beta z_{it}$  representa una medida de la donación hecha por la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $\varepsilon_{it}$  es el término del error.

$$2. \quad rllROE_{it+y} = \gamma x_{it-4} + \beta z_{it} + \varepsilon_{wit}$$

Para el segundo modelo se quiso probar el efecto que podrían tener las donaciones bajo el supuesto que los favores o condiciones recibidas a cambio se verían a lo largo de los años posteriores a las elecciones. Por esta razón,  $rllROE_{it+y}$  representa el promedio del ROE de los  $y$  años siguientes a las elecciones de la empresa  $i$ , siendo  $y$  igual a 4 para 2014 y 2 para 2018. Para las variables de control se evaluó el promedio de los cuatro años anteriores a las elecciones con el fin de captar la realidad de las empresas de una manera más histórica y eliminar eventos poco comunes.  $\varepsilon_{it}$  es el término del error.

Para ambos modelos, en las variables dependientes “Total aportes” y “Activos” se ajustó la escala con el logaritmo natural. Este tratamiento de las variables ya ha sido utilizado por otros autores como Davi y Portugal (2020).

Para ambos modelos se realizó un análisis de datos de panel, haciendo una regresión lineal con mínimos cuadrados ordinarios. La hipótesis evaluada resultará verdadera si el coeficiente  $\beta$  de ambos modelos es positivo y económica y estadísticamente significativo. Igualmente, si el coeficiente  $\beta$  del modelo 2 fuera mayor y más significativo que el del modelo 1, implicaría que la ventana de observación del comportamiento del ROE posterior a la donación en la campaña tiene una influencia importante. Esto tiene sentido lógico al esperar que después de la elección de un candidato apoyado por una empresa, esta podría recibir beneficios durante la duración total del ejercicio del cargo del representante.

## Capítulo 4. Resultados

En la regresión realizada con el modelo 1 se identifica un  $R^2 = 0,2$  y  $R^2Ajustado = 0,19$ . Las variables de control más significativas a nivel estadístico y económico son la variación del margen neto (-), los activos (+) y el ROE de la industria (+). Esto implica una incidencia de los movimientos de la utilidad de la empresa, su tamaño y el comportamiento de la industria en el ROE de cada empresa observada. Por otro lado, la edad de la empresa resulta tener significancia estadística y económica menor que las otras variables.

Según este modelo los aportes hechos a las campañas no muestran una incidencia resaltable en el ROE, debido a que el  $\beta$  arrojado es bajo y con un  $p > 0,5$ . De la misma manera, no hay una significancia de ningún tipo en el efecto de la solvencia (activos/pasivos) de la empresa en el ROE. La tabla 5 muestra un resumen de la regresión del modelo 1.

En la regresión realizada con el modelo 2 se puede resaltar que esta tiene un  $R^2 = 0,46$  y  $R^2Ajustado = 0,43$ . Las variables de control más estadísticamente significativas son el promedio del ROE de la industria y la edad de la empresa, lo que denota una relación positiva y económicamente significativa con el comportamiento de la industria en general y una incidencia negativa de la edad de la empresa en el ROE. La variable activos, si bien tiene una significancia menor que las anteriores variables, también demuestra una incidencia positiva del tamaño relativo de la empresa en el ROE. En contraste con el modelo 1, el promedio de la variación de margen neto no representa ninguna incidencia ni estadística ni económica en el ROE, del mismo modo la solvencia (Activos/Pasivos) tampoco representa una relación notable.

Según la regresión del modelo hay una relación negativa y con una significancia estadística y económica fuerte entre los aportes a campañas y el rendimiento del patrimonio. La regresión arroja

un coeficiente  $\beta$  de -0,22 con un  $p < 0,01$ . Esto implica que un incremento en las donaciones equivalente a una desviación estándar hecho por una empresa le representaría un decrecimiento del ROE en los años posteriores de - 2,17% ( $-0,22 * 9,83$ )<sup>1</sup>. La tabla 6 muestra un resumen de la regresión del modelo 2. De acuerdo a los resultados encontrados la hipótesis planteada resulta falsa.

Ambos resultados contrastan con la investigación hecha por Davi y Portugal (2020) para el mercado de Brasil, donde el efecto de los aportes logró incrementar el ROE en 1,5%, no obstante la regresión de su modelo logró unos resultados con una significancia estadística  $p < 0,05$  para la medición con el promedio de los 4 años siguientes y  $p < 0,2$  para la medición del ROE en  $t+1$ . Al igual que en la investigación de estos autores, la significancia económica y estadística aumenta a medida que aumenta la ventana de observación del ROE de  $t+1$  a  $t + y$  ( $y=4$  para el análisis de Brasil).

Por otro lado, los hallazgos del modelo 2 están alineados con lo encontrado por Bertrand *et al.*, (2018), si bien su investigación analizaba la variación de los rendimientos de los retornos en los activos (ROA) evaluando las empresas con CEO conectados políticamente y no estrictamente analizando las donaciones realizadas, estos encontraron un deterioro del ROA entre un 1 y 2% para las empresas conectadas sobre las no conectadas.

Los resultados del modelo 2 son coherentes con los resultados de Aggarwal *et al.* (2011) estos hallaron en sus mediciones evidencias que reflejaban problemas de agencia, donde las donaciones resultaron tener una correlación negativa con excesos de retornos futuros en datos desde 1991 hasta 2004, arrojando una relación de reducción en excesos de retornos de las acciones de 7.4 puntos básicos por cada USD \$ 10.000 invertidos en donaciones (2011).

---

<sup>1</sup> 9.83 corresponde a la desviación estándar de los Ln de los aportes realizados.

**ROE (Modelo 1)**

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Total aporte	-0,062 (0,121)					
Variación del margen neto (%)		-0,5837 **** (0,081)				
Edad empresa			-0,0604 ** (0,024)			
Activos				1,0389 **** (0,255)		
Activos / Pasivos					0,0009 (0,04)	
Promedio ROE Sector (%)						0,4971 **** (0,114)

\*p <0.20, \*\*p <0.10, \*\*\*p <0.05, \*\*\*\*p <0.01

Tabla 5: Resumen regresión modelo 1

**Rolled ROE (Modelo 2)**

<b>Variables</b>						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Total aporte	-0,22**** (0,083)					
Rolled Variación Margen Neto. (%)		-0,0641 (0,4)				
Edad empresa promedio			-0,06 *** (0,031)			
Rolled Activos				0,46 * (0,36)		
Rolled Activos / Pasivos					-0,016 (0,058)	
Rolled Roe Sector (%)						0,80 **** (0,093)

\*p <0.20, \*\*p <0.10, \*\*\*p <0.05, \*\*\*\*p <0.01

Tabla 6: Resumen regresión modelo 2

## **Capítulo 5. Conclusiones y recomendaciones**

### **Conclusiones**

Como primera conclusión y base del análisis es necesario resaltar que la existencia del mecanismo de aportes a campañas en Colombia representa un canal legítimo de interacción entre las empresas y la clase política. Esto es prueba de que las empresas colombianas buscan, bien sea apoyar a políticos de su orientación ideológica o, lo que es más probable y tiene mayor evidencia teórica y empírica, candidatos que prometan crear condiciones económicas y de mercado que beneficien los intereses de sus donantes.

Con base en la regresión realizada con el modelo 1, se puede concluir que a corto plazo las donaciones hechas por las empresas no demuestran ninguna influencia significativa en el ROE. En este plazo, otras características como el crecimiento de la rentabilidad neta de la empresa, su tamaño y el comportamiento general de la industria tienen mayor incidencia en este indicador.

No obstante, si se incrementa el lapso de análisis, se encuentra una incidencia mucho mayor del efecto de las donaciones en el ROE. El impacto es negativo y podría estar dando evidencia sobre los posibles problemas de agencia que resultan en las empresas que deciden embarcarse en relacionamiento con representantes políticos. Este mayor impacto medido en los años siguientes tiene sentido lógico debido a que es esperable que, una vez generada la relación con un candidato político elegido, la empresa logre ver beneficios o perjuicios durante la ejecución del cargo del representante.

Es notorio que Colombia tiene una institucionalidad relativamente fuerte en relación con los financiamientos de campañas. Se prohíbe la financiación de los candidatos presidenciales, se limitan los gastos de todos los candidatos, se limitan los aportes - donaciones individuales y se

obliga el reporte centralizado de todos los gastos y fuentes de las campañas, que es vigilado y controlado por el Consejo Nacional Electoral. Conforme a la literatura analizada, un mayor grado de institucionalidad puede determinar el efecto de los aportes en los rendimientos económicos de la empresa. Los resultados hallados permiten sustentar que en Colombia esta institucionalidad tiene un impacto en los rendimientos económicos de las empresas. Esta evidencia es única y estrictamente relacionada con los aportes a campañas del Congreso y para las empresas evaluadas.

### **Implicaciones**

Para las empresas aportantes, o con intenciones de aportar, estos resultados implican una señal de cautela en cuanto a la retribución esperada a partir de estas donaciones. Fundamentando en las estructuras teóricas de la ineficiencia de los aportes, se encuentra evidencia que sugeriría una incapacidad de los representantes al Congreso para retribuir las donaciones a través de la implementación de instrumentos jurídicos que beneficien a la empresa donante.

Dado el efecto negativo del aporte, los resultados también sugieren un potencial problema de agencia en las empresas aportantes. Basado en la teoría, esto se estaría dando en empresas donde los directivos estuvieran aportando a las campañas basados en intereses y tendencias individuales más que en estrategias de valor para la empresa.

### **Limitaciones**

Dada la baja participación de la muestra de empresas evaluadas y los bajos montos comparados con la operación de la empresa, se puede concluir que las donaciones no son el mecanismo de CPA más ampliamente utilizado por la mayoría de las compañías. Por esta razón no es pertinente asumir que todas las campañas de CPA emprendidas por las empresas tengan este mismo efecto negativo.

La información reportada al CNE no es la más robusta y se encontraron varios errores que debieron ser corregidos manualmente. De la misma manera, la información financiera estaba incompleta y fue necesario completar o eliminar empresas del análisis porque no cumplían con todos los criterios necesarios para correr los modelos.

Adicionalmente, si bien los datos del modelo 2 recogen los promedios de 10 años de observaciones, la base final queda reducida a 120 observaciones. Este bajo número implica una posible debilidad de los resultados finales, por esta razón, las conclusiones se deben manejar dejando un margen de error y de interpretación.

### **Recomendaciones**

Debido a la debilidad mencionada de los datos, no se generan recomendaciones con respecto a acciones a tomar por parte de individuos o empresas a la luz de esta investigación.

No obstante, se recomienda continuar esta línea de estudio incrementando los datos para el análisis en los siguientes elementos:

1. Incluir empresas privadas, esto implicaría un extenso trabajo de recolección de información.
2. Incluir los resultados financieros del año 2021 de las empresas evaluadas y repetir el análisis.
3. Incluir datos de aportes de futuras elecciones al Congreso y repetir el análisis con una base más robusta.
4. Evaluar otras variables dependientes y evaluar otros tipos de relación política diferente a las campañas como relaciones de los directivos de las empresas con partidos políticos, relaciones laborales previas con políticos, juntas directivas con presencia de políticos o expolíticos, entre otros.

## Referencias

- ANDI. (s.f.). *Tu aporte tiene poder financia con responsabilidad*. Obtenido de <http://www.andi.com.co/Uploads/Kit%20Empresarios%20-%20Financiacion.pdf>
- Baron, D. (1995). Integrated strategy: market and nonmarket components. *California Management Review* 37, 47–65.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A. & Thesmar, D. (2018). The Cost of Political Connections. *Review of Finance, Volume 22, Issue 3*, 849–876. Obtenido de doi:<https://academic.oup.com/rof/article/22/3/849/4924547>
- Boddewyn, J. J. & Brewer, T. L. (1994). International-Business Political Behavior: New Theoretical Directions. *Academy of Management Review*, 19(1), 119–143. Obtenido de <https://doi-org.ezproxy.eafit.edu.co/10.5465/AMR.1994.9410122010>
- Bonardi, J., Hillman, A. & Keim, G. (2005). The attractiveness of political markets: implications for firm strategy. *Academy of Management Review* 30, 397–413.
- Burris, V. (2005). Interlocking directorates and political cohesion among corporate elites. *American Journal of Sociology* 111, 249–283.
- Campello, D. (2007). Do markets vote? A systematic analysis of portfolio investors' response to national elections. *Department of Political Science, University of California*.
- Cooper, M., Gulen, H. & Ovtchikov, A. (2010). Corporate political contributions and stock returns. *Journal of Finance* 65, 687–724.
- Davi, M. G. & Portugal, M. S. (2020). Politics and finance: a study on the impact of campaign donations on Brazilian firms. *Empirical Economics*, 58(3), 1057–1105.
- Esty, D. & Caves, R. (1983). Market structure and political influence: new data on political expenditures, activity, and success. *Economic Inquiry* 21(1), 24-38.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American Economic Review* 96, 369–386.
- Gale, J. & Buchholz, R. A. (1987). The political pursuit of competitive advantage: What business can gain from government. En: A. A. Marcus, A. M. Kaufman, & D. R. Beam (Eds.), *Business strategy and public policy: Perspectives from business and academia*, 31– 41.
- Getz, K. (1997). Research in corporate political action. *Business and Society*, 36 (1), 32-72.

- Hadani, M. & Schuler, D. A. (2013). In Search of El Dorado: The Elusive Financial Returns on Corporate Political Investments. *Strategic Management Journal*, [s. l.], v. 34, n. 2, 165–181. doi:10.2307/23362694
- Hillman, A., Keim, G. & Schuler, D. (2004). Corporate political activity: a review and research agenda. *Journal of Management* 30, 837–857.
- Mantere, Z., Pajunen, K. & Lamberg, J. (2007). Vices and virtues of corporate political activity: The challenge of international business. *Business and Society*, 48 (1), 105-132.
- Masters, M. F. & Keim, G. D. (1985). Determinants of PAC Participation Among Large Corporations. *The Journal of Politics*, 47(4), 1158–1173.
- MOE. (2018). *Topes de gastos elecciones Presidencia y Congreso 2018*. Obtenido de [https://www.moe.org.co/wp-content/uploads/2018/01/TOPEs\\_DE\\_GASTOS\\_ELECCIONES\\_PRESIDENCIA\\_Y\\_CONGRESO\\_2018-1.pdf](https://www.moe.org.co/wp-content/uploads/2018/01/TOPEs_DE_GASTOS_ELECCIONES_PRESIDENCIA_Y_CONGRESO_2018-1.pdf)
- Oliver, C. & Holzinger, I. (2008). The Effectiveness of Strategic Political Management: A Dynamic Capabilities Framework. *The Academy of Management Review*, 33(2), 496-520. doi:10.2307/20159410
- Rose, N. (1985). The incidence of regulatory rents in the motor carrier industry. *RAND Journal of Economics* 16, 299–318.
- Salamon, L. & Siegfried, J. (1977). Economic Power and Political Influence: The Impact of Industry Structure on Public Policy. *American Political Science Review*, 71(3), 1026-1043. doi:10.1017/S0003055400265222
- Schuler, D. (1996). Corporate political strategy and foreign competition: The case of the steel. *The Academy of Management Journal*, 39 (3), 720-737.
- Stigler, G. (1971). The theory of economic regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science* 2, 3–21.
- Useem, M. (1984). *The Inner Circle: Large Corporations and the Rise of Business Political Activity in the U.S. and U.K.* Oxford University Press: New York.