UNIVERSIDAD DE CANTABRIA

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS



Tesis Doctoral

GOBIERNO CORPORATIVO Y VALOR EMPRESARIAL:

EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN ANTE LOS GRANDES ACCIONISTAS DE CONTROL

Rebeca García Ramos

2013

UNIVERSIDAD DE CANTABRIA

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS



Tesis Doctoral

GOBIERNO CORPORATIVO Y VALOR EMPRESARIAL:

EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN ANTE LOS GRANDES ACCIONISTAS DE CONTROL

Doctorando:

Rebeca García Ramos

Dirección:

Dr. Myriam García Olalla

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad

Santander, Mayo de 2013

UNIVERSIDAD DE CANTABRIA

DEPARTAMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION



Doctoral Thesis

CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE:

BOARD OF DIRECTORS AND LARGE SHAREHOLDERS

PhD Candidate:

Rebeca García Ramos

Supervisor:

Ph Myriam García Olalla

Santander, 2013

A mis abuelos, Santiago y Honores

A lo largo de estos años he tenido la suerte de contar con numerosas personas e instituciones sin cuyo apoyo sé que nunca hubiera podido alzanzar esta meta. A través de estas líneas, quiero dejar constancia de la deuda contraída, en muchos casos impagable, y expresarles mi más sincero agradecimiento a todas ellas.

En primer lugar, a mi directora de tesis, la Profesora Myriam García Olalla, por la oportunidad que me diste en su día de entrar a formar parte del Área de Finanzas y ser el motor de arranque de esta tesis doctoral, por tu inestimable labor de orientación y supervisión, y por la confianza que has depositado en mi trabajo a lo largo de estos años.

Extiendo este agradecimiento al resto de miembros del Área de Finanzas, por su ejemplo de trabajo, por su cercanía y ánimos. Gracias de forma especial a la Profesora Belén Díaz, cuya investigación en el ámbito del gobierno corporativo ha sido un referente imprescindible para la realización de esta tesis.

Mi reconocimiento al Profesor Ladislao Luna, por la oportunidad que me brindaste durante los cursos de doctorado, hace ya casi ocho años, de entrar a formar parte de tu grupo de investigación, y por transmitirme la importancia de la transferencia del conocimiento.

Al resto de miembros del Departamento de Administración de Empresas, por crear un clima de trabajo agradable, en especial a Pedro, por los buenos ratos compartidos en el café, por tus palabras de ánimo y apoyo constante. A los compañeros del Departamento de Economía que se han interesado por la evolución de mi investigación. A esta Institución, la Universidad de Cantabria, de la cual me enorgullece formar parte, y a todos sus integrantes que han contribuido a que pueda desarrollar en ella mi carrera profesional

Gracias a mi compañera y amiga Rocío, por tu cariño y lealtad, por aportarme la serenidad que no en pocas ocasiones he necesitado, por compartir conmigo los buenos momentos y ayudarme a superar los malos y, sobre todo, por tu extraordinaria calidad humana.

A los doctorandos con los que he tenido la suerte de recorrer el camino, en especial a Raquel y Gema, por haber sido las mejores compañeras de viaje, por vuestros ánimos y sentido del humor, por compartir conmigo vuestra experiencia previa y porque sé que os alegráis de que este día haya llegado...

A Carlos, por tu ayuda con la parte metodológica y por contagiarme tu entusiasmo por la econometría, pero sobre todo, por ser una gran persona.

A Yolanda, a Julio y a Miguel Ángel, por vuestra buena dispoción para ayudarme con todos los trámites administrativos y problemas informáticos, y por estar siempre pendientes de todos nosotros.

A los que he tenido la suerte de conocer durante mis viajes de trabajo, cuyos comentarios y aportaciones han enriquecido mi investigación. En especial a los profesores Pablo de Andrés y

Torsten Pieper, por las oportunidades profesionales que me han brindado y por sus trabajos previos, que han sido la mejor fuente de inspiración intelectual. Mi sincera gratitud hacia la Profesora Claudia Giradone, por convertir mi estancia en la Universidad de Essex en una experiencia profesional y personal inolvidable. A los profesores Jose Manuel Montes Peón y Camilo Vázquez Ordás, por su acogimiento en la Universidad de Oviedo y sus valiosos comentarios y sugerencias.

A mis amigos y amigas, por seguir ahí, por saber comprender mis largas ausencias, por echarme de menos y alegrarse de la culminación de esta tesis.

A mis ahijados, Santi y Dani, porque a pesar de su corta edad han entendido que el "cole" de su madrina ha estado mucho tiempo sin cerrar por vacaciones.

Por último, en un lugar preferente, a mi familia. A mis padres, hermanos, tíos y primos, por vuestro cariño infinito. En especial a mis abuelos, a vosotros va dedicada esta tesis. Por quererme como nadie, por la educación que me habéis dado y los valores que me habéis inculcado, por vuestra tremenda generosidad y apoyo incondicional a todos lo niveles… Sé que hoy la emoción os embarga tanto como a mí..., espero que os sintáis tan orgullosos de mí como yo lo estoy de vosotros. Mi mayor satisfacción en este día es compartir este momento con vosotros, y mi mayor deseo que la vida nos permita disfrutar de las cosas buenas que aún están por llegar…

Mi recuerdo especial para los que ya no están y formaron parte de mi vida.

Mis últimas líneas van dedicadas al gran sufridor de esta tesis doctoral y más importante de los apoyos, Óscar. Mil gracias y mil perdones por tu infinita paciencia, por cuidarme, aguantarme y quererme cada día, por haberme dado tanto sin esperar nada a cambio, por haber aplazado tus sueños para que yo cumpliera los míos, por estar a mí lado y no perder la sonrisa, por ser el sitio de mi recreo... por ayudarme a encontrar el camino en los momentos difíciles y alentarme a seguir caminando, por todo lo vivido y por lo que vendrá… El viaje de la vida continúa, espero poder recompensarte por tu entrega a partir de ahora y devolverte todo el tiempo robado...

Y finalmente, gracias a tantas otras personas, demasiadas para nombrarlas a todas, que han creido en mí, me han acompañado en la travesía y han aportado su granito de arena para que esta tesis haya llegado a su fin.

A todos vosotros os debo mi más sincera gratitud.

Mis disculpas por los errores y omisiones que puedan existir y de los cuales soy la única responsable.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN **I**

1. Presentación de la investigación III
2. Fundamentos de la investigación V
3. Estructura de la tesis VIII

CAPÍTULO I.
EL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL NUEVO CONTEXTO INTERNACIONAL: UNA PERSPECTIVA *LAW AND FINANCE* **1**

1. Introducción 3
2. Fundamentos del gobierno de la empresa: un enfoque de agencia 5
3. Los mecasnismos de gobierno 9
   - 3.1. Los mecanismos internos de gobierno 10
   - 3.2. Los mecanismos externos de gobierno 14
4. Los modelos de gobierno corporativo 16
   - 4.1. Características de los modelos anglosajones 17
   - 4.2. Características de los modelos continentales 19
   - 4.3. Críticas a los modelos de gobierno 21
5. La influencia del entorno institucional y la protección legal al inversor 23
6. Los códigos de buen gobierno 28
   - 6.1. Los códigos de buen gobierno en el ámbito internacional 32
   - 6.2. Fundamentos de la adopción de buenas prácticas: eficiencia y legitimación 41
   - 6.3. El buen gobierno y el desempeño financiero 46
   - 6.4. Críticas a las reformas en materia de buen gobierno 51

CAPÍTULO II.
EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN: GOBIERNO Y DESEMPEÑO CORPORATIVO **55**

1. Introducción 57
2. El consejo de administración: paradigmas teóricos 60
   - 2.1. La Teoría de Agencia 60
   - 2.2. La Teoría del Servidor 62
   - 2.3. La Teoría basada en Recursos y Capacidades 66
3. Las funciones del consejo de administración 69
   - 3.1. La función de supervisión 70

3.2. La función de asesoramiento 72
3.3. Supervisión *versus* asesoramiento 74
3.4. Estructura del consejo de administración: sistema monista *versus* sistema dualista 80
4. La eficiencia del consejo de administración 82
4.1. La dimensión del consejo de administración 86
4.2. La composición del consejo de administración 103
4.3. La estructura de liderazgo del consejo de administración 130
4.4. La propiedad accionarial de los consejeros 150
4.5. La actividad del consejo de administración 170
5. Reflexiones finales 182

CAPÍTULO III.
APLICACIONES EMPÍRICAS: CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN, GRANDES ACCIONISTAS DE CONTROL Y DESEMPEÑO FINANCIERO EN EL SUR DE EUROPA **191**
1. Introducción 193
2. La estructura de propiedad en algunos países del sur de Europa 199
3. La estructura del consejo de administración en la empresa familiar *versus* no familiar: Evidencia empírica en España 214
3.1. Artículo original 215
4. Board independence and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach 245
4.1. Resumen en español 245
4.2. Artículo original 259
5. Board characteristics and firm performance in public founder and nonfounder-led family businesses 285
5.1. Resumen en español 285
5.2. Artículo original 297

CONCLUSIONES **309**
1. Conclusiones generales acerca del buen gobierno 311
2. Conclusiones generales acerca de la investigación sobre el consejo de administración 313
3. Conclusiones de los análisis empíricos 315
4. Implicaciones 326

5. Limitaciones y futuras líneas de investigación 330

5.1. El papel de los inversores institucionales como segundos accionistas significativos 332

5.2. Índice de buen gobierno, inversores institucionales e inversores familiares 336

5.3. El efecto moderador de las estructuras de propiedad piramidales en la efectividad del consejo de administración 336

DISSERTATION SUMMARY IN ENGLISH 339

SUMMARY 341

1. Research overview 343
2. Research justification 345
3. Doctoral thesis structure 348

CONCLUSIONS 353

1. General theoretical conclussions related to corporate governance 355
2. Conclusions related to the board of directors - firm performance relationship 359
3. Conclusions related to the empirical analyses 362
4. Academic, managerial and regulatory implications 372
5. Limitations and future research 376

BIBLIOGRAFÍA 379

ANEXO. INDICIOS DE CALIDAD DE LAS PUBLICACIONES 427

ÍNDICE DE TABLAS

CAPÍTULO I

Tabla I.1. Clasificación de países por origen legal 25

Tabla I.2. Códigos de Buen Gobierno por países 33

Tabla I.3. Creación de Códigos de Buen Gobierno por Instituciones Transnacionales 35

Tabla I.4. Recomendaciones recogidas en los códigos de buen gobierno 38

Tabla I.5. Relación entre cumplimiento de recomendaciones de buen gobierno y performance de la empresa 49

CAPÍTULO II

Tabla II.1. Estructura de los consejos de administración en Europa 81

Tabla II.2. Trabajos que han analizado la relación entre la dimensión del consejo y distintas medidas de desempeño 97

Tabla II.3. Trabajos que han analizado la relación entre la composición del consejo y distintas medidas de desempeño 122

Tabla II.4. Beneficios y costes asociados a las estructuras de liderazgo duales y no duales 138

Tabla II.5. Trabajos que han analizado la relación entre la estructura de liderazgo del consejo y distintas medidas de desempeño 145

Tabla II.6. Trabajos que han analizado la relación entre la propiedad interna y distintas medidas de desempeño 164

Tabla II.7. Trabajos que han analizado la relación entre las reuniones del consejo y distintas medidas de desempeño 180

CAPÍTULO III

Tabla III.1. Identidad del último propietario 205

Tabla III.2. Identidad del segundo accionista 206

Tabla III.3. Identidad del tercer accionista 207

Tabla III.4. Derechos de control del último propietario y del segundo y tercer accionistas en el período 2001-2010 208

Tabla III.5. Derechos de control del último propietario y del segundo y tercer accionistas según la identidad del último propietario 209

Tabla III.6. Utilización de estructuras de propiedad piramidales según la identidad del último propietario 209

Tabla III.7. Derechos de control y cash flow en las empresas que utilizan estructuras de propiedad piramidales, según la identidad del último propietario 210

Tabla III.8. Evolución anual de los derechos de control y cash flow en las empresas que utilizan estructuras de propiedad piramidales 211

Tabla III.9. Porcentaje de empresas que utilizan pirámides, por intervalos de discrepancia entre derechos de control y cash flow e identidad del último propietario 212

ÍNDICE DE FIGURAS

CAPÍTULO II

Figura II.1. Tamaño medio del consejo de administración en Europa en el año 2010 87

Figura II.2. Tamaño medio del consejo de administración en países de la OCDE en el año 1996 87

Figura II.3. Evolución tamaño medio del consejo de administración en Europa para el período 1996-2010 88

Figura II.4. Proporción de consejeros ejecutivos (internos) en los consejos de administración en Europa en el período 2010 104

Figura II.5. Proporción de consejeros externos independientes en los consejos de administración en Europa en el período 2010 105

Figura II.6. Proporción de accionistas significativos en los consejos de administración en Europa en el período 2010 106

Figura II.7. Proporción de representantes de los trabajadores en los consejos de administración en Europa en el período 2010 106

Figura II.8. Proporción de otros consejeros no independientes en los consejos de administración en Europa en el período 2010 107

Figura II.9. Proporción de consejeros ejecutivos y no-ejecutivos en los consejos de administración en la OCDE en el período 1996 107

Figura II.10. Evolución de la proporción de consejeros ejecutivos en Europa en el período 1996-2010 108

Figura II.11. Evolución de la proporción de consejeros no-ejecutivos en Europa en el período 1996-2010 109

Figura II.12. Intensidad esperada de supervisión, independencia óptima del consejo y beneficios privados de los directivos 113

Figura II.13. Evolución de las estructuras de liderazgo duales de los consejos de administración en Estados Unidos en el período 1989-2009 131

Figura II.14. Estructura de liderazgo en los consejos de administración en Europa en el año 2010: dualidad CEO-presidente 133

Figura II.15. Estructura de liderazgo en los consejos de administración en Europa en el año 2010: presidente no ejecutivo independiente 133

Figura II.16. Propiedad interna en el año 1994 (medias ponderadas) 151

Figura II.17. Propiedad interna en el año 2004 (medias ponderadas) 152

Figura II.18. Aumentos en la propiedad interna en el período 1994-2004 153

Figura II.19. Disminuciones en la propiedad interna en el período 1994-2004 154

Figura II.20. Grado de actividad de los consejos de administración en Europa en el año 2010, medido a través del número medio de reuniones anuales 171

Figura II.21. Grado de actividad de los consejos de administración en la OCDE en el año 1996, medido a través del número medio de reuniones anuales 171

Figura II.22. Evolución del grado de actividad de los consejos de administración en Europa en el período 1996-2010, medido a través del número medio de reuniones anuales 172

INTRODUCCIÓN

"Si supiera algo que me fuese útil, pero que fuese perjudicial a mi familia, lo desterraría de mi espíritu; si supiera algo útil para mi familia, pero que no lo fuese para mi patria, intentaría olvidarlo; si supiese algo útil para mi patria, pero que fuese perjudicial para Europa, o bien fuese útil para Europa y perjudicial para el género humano, lo consideraría un crimen y jamás lo revelaría, pues soy humano por naturaleza, y francés sólo por casualidad."

Montesquieu

1. PRESENTACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN
2. FUNDAMENTOS DE LA INVESTIGACIÓN
3. ESTRUCTURA DE LA TESIS DOCTORAL

1. PRESENTACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

Desde la publicación en 1932 del trabajo seminal de Berle y Means, *The Modern Corporation and Private Property*, el gobierno de la empresa ha estado en boca de académicos, profesionales y legisladores, y ha sido el tema central de numerosos libros y artículos científicos. Sin embargo, como señalan Andrés y Santamaría (2010), *la relevancia que el gobierno corporativo ha adquirido en la gestión empresarial contrasta con las múltiples incógnitas que aún quedan por esclarecer en torno al mismo*. Los fallos en las prácticas de gobierno corporativo ocurridos en los mercados internacionales en las últimas décadas (Enron, Parmalat, WorldCom,…) y, más recientemente, la grave crisis financiera en la que está inmersa la economía internacional desde mediados de 2007, que ha revelado graves deficiencias en la gestión empresarial (Lehman Brothers), han provocado un interés creciente por el gobierno corporativo tanto en el ámbito académico como en el profesional. Junto con la desregulación en el entorno estadounidense y los llamados

por el Nobel Joseph Stiglitz fallos del fundamentalismo de mercado, una de las causas atribuidas a estos desórdenes son las inadecuadas estructuras de gobierno corporativo de las grandes sociedades y, en particular, el deficiente funcionamiento supervisor de los consejos de administración. Como resultado, el gobierno corporativo ha adquirido un papel destacado en las agendas de organismos regulatorios y gubernamentales como el Banco Mundial o la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Así mismo, la constatación de la existencia de divergencia de intereses entre los distintos partícipes en la empresa hace necesaria la implantación de medidas de resolución de conflictos. La separación efectiva entre la propiedad y el control en la empresa, fenómeno descrito inicialmente por Berle y Means, constituye la esencia de los conflictos de agencia existentes entre los distintos colectivos implicados en la misma, principalmente directivos, accionistas mayoritarios y minoritarios y acreedores. En este contexto, el buen gobierno corporativo se configura, no sólo como una mera respuesta a la exposición al riesgo que implica la actividad empresarial y a los problemas causados por los desórdenes financieros, sino también como un mecanismo que pretende establecer una situación de equilibrio entre los diferentes grupos de interés de la empresa (*stakeholders*).

A lo largo de los últimos años, la preocupación progresiva por diseñar modelos eficientes de gobierno ha centrado los esfuerzos en establecer recomendaciones que constituyan un código operacional óptimo para los consejos de administración, que gobierne los principios de las sociedades cotizadas, que sea a la vez transparente y eficiente a la hora de comunicar información a los inversores y accionistas en aras a recuperar su confianza. Todo ello se ha materializado en la publicación, tanto a nivel nacional por parte de cada país como a nivel internacional a través de distintas organizaciones, de numerosos códigos de conducta y buen gobierno. Aunque su punto de partida es muy heterogéneo en función del entorno legal e institucional de cada país, son comunes las prescripciones que enfatizan la función supervisora de los consejos de administración y abogan por consejos más activos, más independientes y con una separación efectiva de poderes.

Este énfasis de los códigos de buen gobierno en la función supervisora de los consejos de administración coincide con el enfoque de agencia adoptado en la mayor parte de la literatura financiera sobre los consejos de administración. Sin embargo, es contrario a las conclusiones de los trabajos de revisión realizados por Zahra y Pearce (1989) o Finegold *et al*. (2007), que destacan las múltiples funciones que deben desempeñar los consejos de administración. Además, la evidencia empírica a este respecto no es concluyente, por lo que las autoridades competentes disponen de indicadores limitados para la identificación de las prácticas de gobierno corporativo que realmente se traduzcan en la creación de valor para la empresa. A pesar del gran esfuerzo realizado en los últimos años para mejorar las medidas sobre transparencia y responsabilidad en materia de gobernabilidad empresarial, la crítica situación actual por la que atraviesa la economía mundial evidencia el poco éxito obtenido y la necesidad de una urgente revisión de los principales mecanismos de control. La adaptación de los códigos de buen gobierno se hace imprescindible ante una situación que exige mayores niveles de responsabilidad y transparencia en los órganos de gobierno de las compañías y que pone de relieve la necesidad de establecer un marco regulatorio y de gobierno sólido que pueda alinear incentivos.

Por tanto, es necesario seguir profundizando en el estudio del gobierno corporativo que, por un lado, es contemplado como una de las causas principales de los desórdenes financieros internacionales y las quiebras empresariales, y, por otro, se ha convertido en tema obligado en las agendas de los organismos regulatorios. Así, conceptos como buenas prácticas de gobierno, consejos de administración y estructura de propiedad se configuran como elementos clave de esta investigación y serán, por tanto, analizados en profundidad, tanto desde una perspectiva teórica como empírica, a lo largo de los diferentes capítulos de esta tesis doctoral.

2. FUNDAMENTOS DE LA INVESTIGACIÓN

Los argumentos que justifican la investigación llevada a cabo en esta tesis doctoral son diversos. En primer lugar, como se ha mencionado, los organismos regulatorios

no han encontrado aún una respuesta al problema del gobierno corporativo y el debate en torno a esta cuestión permanece abierto.

En segundo lugar, a pesar de que la literatura financiera reconoce al menos dos funciones principales al consejo de administración, la supervisión y el asesoramiento, la mayor parte de estudios existentes en el ámbito académico han analizado únicamente la primera, adoptando un enfoque de agencia. Recientemente, algunos estudios que han examinado la relación entre el desempeño financiero de la empresa y la estructura del consejo de administración sugieren que la Teoría de Agencia es limitada en sus preceptos (Dalton y Dalton, 2005), señalando la necesidad de desarrollar aproximaciones teóricas que consideren ambas funciones (Andrés y Rodríguez, 2009). Siguiendo esta corriente investigadora, se analiza el gobierno corporativo adoptando un enfoque multiteorético basado en las teorías de Agencia, Servidor, y Recursos y Capacidades, sobre las cuales se articulan tanto las revisiones teóricas de las investigaciones en el tema, como las aplicaciones empíricas llevadas a cabo. De esta forma, se extiende el análisis más allá de la tradicional labor de supervisión del consejo de administración, para considerar también su papel en la provisión de recursos externos e internos y de asesoramiento. Esta aproximación multiteórica permite la reconciliación de resultados contradictorios encontrados en la literatura, a la vez que clarifica la capacidad explicativa de cada una de las teorías señaladas en función del contexto en el que se desarrolla el análisis.

Enlazando con lo anterior, este trabajo enfatiza la importancia del contexto en el estudio del gobierno empresarial. Se necesitan enfoques contingentes y contextuales para analizar la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño financiero, con el objetivo de demostrar que en algunos contextos determinadas estructuras de gobierno pueden resultar óptimas, mientras que en otros, pueden resultar más apropiados diseños diferentes. En este sentido, un aspecto básico del gobierno corporativo es la estructura de propiedad, tanto el grado de concentración como la identidad de los accionistas.

Aunque durante los últimos años los consejos de administración y la estructura de propiedad, así como su relación con el desempeño de la empresa, han sido ampliamente estudiados, son escasos los trabajos que han abordado el estudio de

ambos mecanismos de gobierno simultáneamente. Además, la mayor parte de la investigación empírica a este respecto se ha centrado en empresas con estructuras de propiedad dispersa, típicas de los modelos de gobierno corporativo de Estados Unidos y Reino Unido. A lo largo de los últimos años, diversos estudios han demostrado que las estructuras de propiedad dispersa no predominan tanto como sugieren los argumentos de Berle y Means (1932), revelando la importancia de las estructuras de propiedad concentradas en las que el accionista de control tiene, en muchas ocasiones, naturaleza familiar. Actualmente, poco se sabe acerca de los consejos de administración en presencia de grandes accionistas de control, tanto familiares como no familiares. En este sentido, el punto de partida de la presente investigación es la necesidad de que exista una fuerte interrelación entre la regulación en materia de gobierno corporativo y los distintos mecanismos de control a disposición de la empresa. El establecimiento de recomendaciones de buen gobierno adecuadas para el comportamiento responsable de las empresas requiere un análisis riguroso e integrado del entorno o contexto en el que tiene lugar la actividad empresarial. Este planteamiento exige que reconsideremos y reflexionemos acerca de las tradicionales relaciones evidenciadas en la literatura entre el consejo de administración y el desempeño de las empresas con estructuras de propiedad dispersas y atomizadas, y cuestionemos si dichas relaciones prevalecerán en entornos en los que la propiedad concentrada es más habitual.

Por último, desde el punto de vista metodológico, las aplicaciones empíricas llevadas a cabo contrastan relaciones lineales y cuadráticas, así como efectos moderadores. Se emplean distintas técnicas econométricas y se enfatiza la importancia de controlar la endogeneidad que caracteriza los estudios de gobierno corporativo, tradicionalmente omitida en los estudios previos. La utilización de distintas variables dependientes permite probar la robustez de los resultados obtenidos.

3. ESTRUCTURA DE LA TESIS DOCTORAL

El trabajo que se presenta se articula en tres capítulos, además de la introducción y las conclusiones, cuyo contenido se resume a continuación.

En el primer capítulo, encuadrado dentro de la literatura *law & finance,* se realiza una revisión de los fundamentos del gobierno corporativo. El efecto del entorno legal e institucional en la configuración de los diferentes modelos de gobierno existentes es analizado en profundidad. El capítulo concluye con una revisión de la literatura sobre los códigos de buen gobierno en el contexto internacional como solución al problema de gobierno empresarial. El análisis llevado a cabo permite identificar los fundamentos que conducen a la adopción de buenas prácticas y su relación empírica con el desempeño de la empresa. Por último, se identifican las limitaciones de las reformas de gobierno llevadas a cabo, lo que justifica los objetivos planteados en esta investigación.

El segundo capítulo aborda el estudio del consejo de administración, mecanismo de supervisión suprema al que van dirigidas gran parte de las recomendaciones de buen gobierno. Se realiza una revisión teórica de la literatura desde los enfoques de tres teorías, la de Agencia, Servidor, y Recursos y Capacidades, así como la relación existente entre ellas y las funciones del consejo. Por último, se presenta un resumen de los principales trabajos empíricos que han analizado la relación entre el consejo de administración y distintas medidas del desempeño empresarial. Las revisiones llevadas a cabo permiten identificar una serie de limitaciones que han caracterizado la mayor parte de trabajos previos y dan soporte a las aplicaciones empíricas llevadas a cabo en el siguiente capítulo.

El tercer capítulo está destinado a los análisis empíricos y constituye el núcleo central de esta tesis doctoral. Este capítulo está realizado a partir de un compendio de tres artículos previamente publicados, cuyo objetivo común es enfatizar la necesidad de contextualizar el análisis del gobierno corporativo y contribuir al diseño de una solución para el gobierno de las sociedades cotizadas. El capítulo comienza con una descripción de la estructura de propiedad dominante en las empresas del sur de Europa durante el período 2001-2010 en su doble dimensión

cuantitativa (grado de concentración) y cualitativa (identidad de los accionistas), que da paso a la presentación de los tres trabajos publicados.

El primer artículo, titulado "Estructura del consejo de administración en la empresa familiar *versus* no famílar: Evidencia empírica en España", está publicado en la Revista Española de Financiación y Contabilidad (2010). A partir de un enfoque teórico de agencia y de dependencia de recursos y capacidades, se pone de manifiesto para el mercado español la influencia de la dimensión cualitativa de la estructura de propiedad, en particular de la identidad familiar del accionista de control mayoritario, sobre la configuración óptima del consejo de administración, así como el efecto que dicha configuración tiene en la creación de valor de la organización. Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en el XIX Congreso Nacional de la Asociación Española de Economía y Dirección de Empresas (La Empresa Responsable en la Sociedad del Conocimiento) en Toledo, Septiembre de 2009; en el XV Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (Decidir en época de crisis: Transparencia y Responsabilidad) en Valladolid, Septiembre de 2009, donde fue galardonado con el "Premio Especial a las Mejores Comunicaciones"; y en las Jornadas de Investigación sobre Pequeñas y Medianas Empresas e Iniciativa Empresarial, Organizado por la Universidad Carlos III de Madrid en Diciembre de 2009, donde recibió una "Mención de Calidad" otorgada por los presidentes de las mesas y los miembros del consejo editorial de la Revista Internacional de la Pequeña y Mediana Empresa.

El segundo artículo, titulado *"Board independence and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach"*, ha sido aceptado para su publicación en la revista *Journal of Management & Organization* y extiende el análisis realizado en el primer artículo para el mercado español a un entorno internacional de protección legal débil. El trabajo pone de relieve el efecto moderador que ejerce el comportamiento de agencia o de servidor del accionista de control mayoritario sobre el nivel óptimo de independencia del consejo de administración, demostrándose que una mayor independencia no es siempre una solución óptima al problema de gobierno corporativo. Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en el 10th INFINITI Conference on International Finance

(*Finance towards 2020: Will the next 10 years be different?*), organizado por el Trinity Collegue de Dublín, en Irlanda, Junio de 2012, y en la Internacional Conference on Business & Economics, organizada por la Social Science Research Society, en Turquía, Agosto de 2012.

El tercer artículo, titulado "*Board characteristics and firm performance in public founder and nonfounder-led family businesses",* está publicado en la revista *Journal of Family Business Strategy* (2011). El trabajo pone de relieve que las actuales recomendaciones de buen gobierno pueden resultar no sólo ineficaces, sino incluso contraproducentes, en el contexto de las empresas familiares del sur de Europa, la relevancia de la presencia del socio fundador o de los descendientes en los órganos de control y dirección, así como las limitaciones de la Teoría de Agencia para explicar la realidad de estas organizaciones empresariales, en las que, a pesar de su naturaleza cotizada, conviven dos dimensiones, la empresarial y la familiar. Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en la *10th Annual IFERA World Family Business Research Conference* (*Long Term Perspectives on Family Business: Theory, Practice, Policy*), organizado por la *International Family Enterprise Research Academy*, en Lancaster (Reino Unido) en Julio de 2010, donde fue galardonado con el premio de investigación *"Jeff Rothstein Award for the most creative paper",* otorgado por el *Family Firm Institute y por Hubler Family Business Consultants*, y finalista al premio *"University of Alberta Best Research Paper Award"*; en el XX Congreso Nacional de la Asociación Española de Economía y Dirección de Empresas (Competitividad y Nuevas Tecnologías en la Empresa del Siglo XXI) en Granada, Septiembre de 2010, donde fue reconocido con el Premio Especial de la Sección de Empresa Familiar. Por último, fue ponencia invitada en la *Family Firm Institute Annual Conference* (*Family Enterprise: New Game? New Rules?*), celebrada en Chicago (Estados Unidos) en Octubre de 2010.

Por último, se resumen las principales conclusiones e implicaciones de la investigación realizada. Así mismo, se exponen sus limitaciones y se presentan las futuras líneas de estudio derivadas del presente trabajo.

Finalmente, en el anexo pueden consultarse los indicios de calidad de las publicaciones presentadas en el capítulo 3.

CAPÍTULO I

EL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL NUEVO CONTEXTO INTERNACIONAL: UNA PERSPECTIVA *LAW AND FINANCE*

"La libertad dijo un día a la ley: «Tú me estorbas». La ley respondió a la libertad: «Yo te guardo»."

Pitágoras

1. INTRODUCCIÓN
2. FUNDAMENTOS DEL GOBIERNO DE LA EMPRESA: UN ENFOQUE DE AGENCIA
3. LOS MECANISMOS DE GOBIERNO
   3.1. Los mecanismos internos de gobierno
   3.2. Los mecanismos externos de gobierno
4. LOS MODELOS DE GOBIERNO CORPORATIVO
   4.1. Características de los modelos anglosajones
   4.2. Características de los modelos continentales
   4.3. Críticas a los modelos de gobierno
5. EL EFECTO DEL ENTORNO LEGAL Y LA PROTECCIÓN AL INVERSOR
6. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO
   6.1. Los códigos de buen gobierno en el entorno internacional
   6.2. Fundamentos de la adopción de buenas prácticas: eficiencia y legitimación
   6.3. Los códigos de buen gobierno y el desempeño financiero
   6.4. Críticas a las reformas en materia de buen gobierno

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de las últimas décadas, la literatura académica en finanzas corporativas ha centrado una parte importante de su investigación en el análisis de los diferentes aspectos que configuran el gobierno de la empresa y en el efecto que el sistema legal e institucional ejerce sobre el mismo.

Los temas de gobierno corporativo surgen en las organizaciones cuando se dan dos circunstancias. Primero, existe un problema de agencia o conflicto de intereses entre diferentes agentes participantes en la misma. Segundo, existen costes de transacción que impiden resolver dicho conflicto a través de un contrato (Hart, 1995).

El gobierno corporativo o control corporativo ha sido definido de numerosas maneras (véase Andrés y Santamaría, 2010). De acuerdo con el Código *Cadbury* (1992) es "el mecanismo usado para disciplinar las organizaciones empresariales",

mientras que los Principios sobre Gobierno Corporativo de la OCDE (1999) lo definen como "el sistema que involucra las relaciones entre la administración de la empresa, su dirección, sus accionistas y demás agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa". Atendiendo a distintas definiciones encontradas en la literatura, el gobierno de la empresa o control corporativo puede ser entendido, desde una perspectiva financiera, como el conjunto de mecanismos alineadores y supervisores de la actuación directiva que garantizan que aquellos agentes que aportan recursos financieros a la empresa obtengan un rendimiento ajustado al riesgo de su inversión (Shleifer y Vishny, 1997).

El gobierno corporativo engloba aspectos relativos no sólo a la propia empresa y al marco legal, sino también a la distribución real de los derechos de propiedad, los derechos de los acreedores (incluidos los bancos) para intervenir y ejercer el control y el grado en que los empleados, proveedores y clientes de la compañía pueden influir en sus actuaciones dentro del marco legal pertinente. Los títulos financieros no son únicamente derechos de cobro, sino que están vinculados a los derechos de propiedad y, por lo tanto, son una parte de la gestión empresarial (Schmidt y Tyrrell, 1997). En tanto persigue la protección de los derechos de los accionistas (John y Senbet, 1998; Engel *et al.*, 2007), el gobierno corporativo desempeña un papel importante en el desarrollo de los mercados de capitales (Kahan, 2006).

El debate acerca del gobierno corporativo ha girado tradicionalmente en torno a aspectos relacionados con el poder empresarial Las reformas en el ámbito regulatorio también se han centrado en solucionar los desequilibrios de poder que pueden surgir en el plano empresarial. Este enfoque deriva de la existencia de una separación efectiva entre la propiedad y el control de la empresa, contexto en el que se asume una estructura de propiedad dispersa, con un accionariado atomizado y pasivo, sin capacidad para tomar decisiones sobre políticas corporativas y dependiendo para ello del equipo directivo y de gobierno de la organización.

El gobierno corporativo puede tener implicaciones económicas tanto a nivel macro como micro. Contar con mecanismos de gobierno débiles puede conducir a un

país a sufrir de forma más acusada los efectos adversos de las crisis económicas, al tiempo que puede provocar la quiebra de las empresas. Como señalan Bhagat y Black (1999, 2002), el papel de los diferentes instrumentos en la implantación del gobierno corporativo es importante, por cuanto éstos pueden contribuir de manera efectiva a la creación de valor, sostenibilidad y eficiencia en el largo plazo de las empresas y, por tanto, al desarrollo económico y bienestar general de los países. Su análisis cobra una especial importancia en el ámbito de las grandes compañías cotizadas, caracterizadas por la coexistencia de propietarios y directivos, dando lugar a una separación entre aquéllos que detentan la propiedad de los recursos financieros y aquéllos que tienen el poder de decisión o control sobre los mismos.

El intento de orientar a las empresas hacia formas de gobierno más efectivas ha sido abordado por grupos de inversores institucionales, por publicaciones científicas y empresariales así como por diferentes organismos reguladores. Esta discusión por la comunidad empresarial ha tenido lugar de forma paralela al desarrollo de numerosos trabajos teóricos y empíricos procedentes de diversas áreas, como la contabilidad, las finanzas, la economía, el derecho y la administración empresarial.

En este contexto, en este primer capítulo enmarcado dentro de la literatura *law & finance* se realiza una revisión de los fundamentos del gobierno de la empresa, introduciéndose en el estudio el efecto del entorno legal e institucional en la configuración de los distintos modelos de gobierno existentes y finalizándose con una revisión del estado del arte sobre los códigos de buen gobierno como solución al problema del gobierno corporativo.

2. FUNDAMENTOS DEL GOBIERNO DE LA EMPRESA: UN ENFOQUE DE AGENCIA

Una característica importante del gobierno empresarial es la relación de representación entre los propietarios y los directivos. El gobierno corporativo mantiene una relación indiscutible con la discrecionalidad directiva, pudiendo ser

entendido como un problema típico de agencia entre un agente (el directivo de la empresa) y múltiples principales (accionistas, acreedores, empleados y clientes de la compañía).

Ya en el año 1776, Adam Smith señalaba en su obra "Investigaciones sobre la Naturaleza y Causas de la Riqueza de las Naciones" la existencia de una divergencia de intereses entre ambos grupos de agentes:

> *"Los negocios de una sociedad por acciones se manejan siempre por un Consejo de Administración. Este Consejo, por lo regular, se halla sujeto a control de una Junta General de accionistas. Pero suele ocurrir que la mayor parte de los titulares de las acciones apenas se interesan en los negocios de la compañía, y cuando el espíritu de facción no prevalece entre ellos, ni siquiera se toman incomodidad alguna, sino que de buen grado se contentan con los dividendos anuales o semestrales que les pagan los directores de la sociedad. Pero como los directores de estas compañías administran caudales ajenos, y no los propios, no es de esperar que pongan en su mano aquella vigilancia y diligencia extremada que suelen poner en los suyos los miembros de una sociedad colectiva… Por esta razón, la negligencia y la prodigalidad suelen siempre prevalecer, en mayor o menor grado, en la administración de los negocios de esta clase de compañías".*

Sin embargo, no es hasta el pasado siglo cuando se habla por primera vez de la separación entre propiedad y control empresarial (Berle y Means, 1932) como consecuencia de la existencia de las modernas corporaciones, grandes empresas con una estructura de propiedad accionarial cada vez más dispersa.

En este contexto aparece el problema conocido como el conflicto principal-agente entre accionistas y directivos, que ha sido objeto de la literatura financiera durante décadas y aún hoy continúa siendo un tema controvertido. La separación entre la propiedad y el control en las grandes compañías conduce a la presencia de conflictos de agencia, fundamentalmente entre accionistas (principales), que detentan la propiedad de los recursos financieros, y directivos (agentes), que controlan o

deciden sobre el empleo de dichos recursos, como consecuencia de los distintos objetivos que tienen ambos grupos.

Este problema de agencia entre accionistas y directivos surge cuando los primeros, que aportan los fondos necesarios para financiar las inversiones, asumen el riesgo de la actividad y participan en la propiedad de la empresa, delegan la dirección de la misma en los segundos, que poseen las cualificaciones y habilidades necesarias para el desempeño de esta función. Teniendo en cuenta que los propietarios no disponen de información completa y gratuita sobre las actuaciones de los directivos y las oportunidades de inversión de la empresa, los directivos pueden incurrir en comportamientos que no necesariamente vayan encaminadas a la consecución de los intereses de los accionistas, persiguiendo la maximización de su propia función de utilidad en lugar de la maximización del valor empresarial para los accionistas.

Las asimetrías informativas entre directivos y accionistas conducen a dos problemas ampliamente analizados en la literatura financiera: la selección adversa y el riesgo moral (Grossman y Hart, 1980). La diferencia fundamental entre ambos consiste en que mientras la selección adversa causa problemas de agencia *ex ante* o durante el planteamiento previo de la relación contractual, el riesgo moral origina problemas de agencia *ex post* o en el desarrollo posterior de dicha relación contractual. La selección adversa surge porque una de las partes contractuales (el agente) dispone *ex ante* de información privada sobre determinados aspectos que no son observable por la otra parte (el principal), mientras que el riesgo moral deriva de acciones *ex post* no observables adoptadas por una de las partes de la transacción (el agente) con el fin de maximizar su propia función de utilidad en detrimento de la otra parte (el principal). Si los accionistas tuvieran información completa sobre las oportunidades de inversión disponibles para la empresa y sobre la actuación de los directivos de la compañía, podrían diseñar contratos completos que no dieran margen a la discrecionalidad del equipo directivo

De acuerdo con Gedajlovic y Shapiro (1998), es posible identificar dos situaciones principales relacionadas con la propiedad y el control que pueden crear costes de agencia para su resolución. Por un lado, cuando los directivos se

comprometen a corto plazo con actividades de elevado coste, diseñadas para obtener retribuciones extra distintas de las salariales, que reducen la rentabilidad corporativa e incrementan los costes. Por otro, cuando los directivos, a través de determinadas decisiones estratégicas, persiguen otros objetivos personales como el poder o el prestigio, dejando de lado la maximización del valor para el accionista (Díaz y García Olalla, 2003; Morck *et al.*, 1990; Lang y Stulz, 1994). Además de los costes de agencia asociados con la alineación de intereses entre la dirección y la propiedad de la empresa, existen también riesgos contractuales asociados a esta relación, entre ellos los costes de planificación, adaptación y supervisión de dichas relaciones contractuales (Williamson, 1985). La posibilidad de un comportamiento oportunista por parte del equipo directivo hace que el hecho de que las empresas diseñen contratos que limiten dicha posibilidad se convierta en un factor decisivo.

Por tanto, cuando existe separación entre la propiedad y el control, los directivos adquieren un mayor poder de control sobre la empresa (Berle y Means, 1932; Dent, 1989; Mace, 1979; La Porta *et al.*, 1999; Villalonga y Amit, 2006), pudiéndose explicar su comportamiento desde el enfoque de la Teoría de la Agencia, que promueve la necesidad de controlar su actuación para asegurar que los fondos financieros no son expropiados o invertidos en proyectos poco rentables (Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1997), generándose así los denominados costes de agencia. Minimizar dichos costes es el foco principal de los académicos y profesionales de la gestión empresarial.

En un contexto contractual en el que la existencia de costes de transacción impiden resolver el problema de agencia a través de un contrato completo (Hart, 1995), resulta necesario diseñar una serie de mecanismos que permitan controlar la discrecionalidad del equipo directivo (Fama y Jensen, 1993), tratando de aproximar sus intereses a los de la propiedad y evitando que el equipo directivo busque la maximización de su función de utilidad en lugar de maximizar el valor de la empresa para el conjunto de accionistas (Mayer, 1998; Bebchurk y Weisbach, 2010).

La divergencia de intereses entre propietarios y directivos está positivamente relacionada con las estructuras de propiedad dispersas. Los trabajos teóricos sobre la

Teoría de la Agencia asumen que los problemas de riesgo moral y, por tanto, los costes de agencia son menores en las empresas con estructuras de propiedad concentradas, dados los incentivos y mayor facilidad con la que los grandes accionistas pueden supervisar al equipo directivo (Shleifer y Vishny, 1997). En este sentido, numerosas investigaciones realizadas en los últimos años han puesto de relieve que las estructuras de propiedad dispersas no predominan tanto como sugieren los argumentos de Berle y Means (1932), revelando la importancia de las estructuras de propiedad concentrada en la mayor parte de tejidos empresariales de todo el mundo. El conflicto de intereses a solucionar en este marco de propiedad concentrada no será tanto entre la dirección y la propiedad, sino aquél que surge entre los grandes accionistas de control y los minoritarios, denominado por Villalonga y Amit (2006) problema de agencia entre propietario-propietario y que será ampliamente analizado en el capítulo 3 de esta tesis doctoral.

Los distintos mecanismos con los que cuenta la empresa para el control de la discrecionalidad directiva han sido analizados por un gran número de investigadores (Finkelstein, 1992), distinguiendo dos tipos básicos de instrumentos (Jensen, 1993), los mecanismos internos y los mecanismos externos, que son explicados en el siguiente apartado.

3. LOS MECANISMOS DE GOBIERNO

Como se acaba de comentar, es posible diferenciar entre dos tipos básicos de instrumentos a disposición de la empresa para el control de la discrecionalidad directiva. Los mecanismos de control interno están constituidos por la estructura financiera, la remuneración directiva, la junta general de accionistas, la estructura de propiedad y el consejo de administración (Jensen y Meckling, 1976; Demsetz y Len, 1985; Baysinger y Butler, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; Weisbach, 1988; Hermalin y Weisbach, 1991; Yermarck, 1996); y los mecanismos externos por el mercado de bienes y servicios, el mercado de capital humano, el mercado de capitales y el mercado de control corporativo (Fama, 1980; Demsetz, 1983; Fama y Jensen, 1983; Hart, 1983; Shivdasani, 1993).

El tipo de mecanismos a aplicar en cada situación particular depende en gran medida, y como se comentará más adelante, de las características del entorno institucional y corporativo en el que la empresa desarrolle su actividad (Cuervo-Cazurra, 1998). Gillan *et al.* (2006) concluyen que ambos tipos de mecanismos actúan como sustitutivos en el diseño del gobierno corporativo.

Aunque en sentido estricto el gobierno de la empresa dispone, para el control de la discrecionalidad directiva y la alineación de intereses entre los distintos agentes participantes en la misma, de todos los mecanismos externos e internos señalados, en esta tesis doctoral se prestará especial atención a una clasificación más general centrada únicamente en aquéllos que han sido catalogados como más relevantes en el marco de la literatura *law & finance* (Denis y McConnell, 2003). En este sentido, el máximo representante de los mecanismos externos es el mercado de control corporativo. Dentro de los mecanismos internos los máximos exponentes son el consejo de administración y la estructura de propiedad, a los cuales se presta especial atención en los capítulos 2 y 3 de esta tesis doctoral.

3.1. Los mecanismos internos de gobierno

Dentro de los **mecanismos internos de control**, cabe destacar:

- **La estructura financiera**: el nivel de endeudamiento de la empresa constituye, en sí mismo, un mecanismo supervisor de la actuación directiva (Harris y Raviv, 1991; Bathala *et al.*, 1994). La necesidad de acceder a la financiación externa por parte de la empresa y, en particular, la decisión de aumentar su endeudamiento, da lugar a una mayor supervisión y control de la actuación directiva por parte de los intermediarios financieros (Andrés *et al.*, 2005).

  Tradicionalmente, la decisión de incrementar el nivel de endeudamiento de la empresa ha sido asociada con una ventaja relacionada con la denominada hipótesis de los flujos de caja de libre disposición (Jensen, 1986), que establece que una manifestación de los problemas de agencia

surge en relación con el reparto del flujo de caja libre. Este flujo representa los recursos que exceden del volumen necesario para financiar todos los proyectos de inversión rentables. La financiación en forma de deuda obliga a los directivos a liberar dichos recursos, evitando que sean invertidos de manera ineficiente (Andrés *et al.*, 2005). La emisión de deuda implica realizar unos pagos periódicos para la devolución del principal y el pago de los intereses, reduciéndose los fondos de libre disposición en manos de los directivos y generándose incentivos para minimizar los comportamientos discrecionales (Grossman y Hart, 1980; Jensen, 1986). Si la dirección de la empresa no actúa eficientemente, los proveedores de deuda pueden negarse a suministrar fondos a la misma. Además, en el caso de impago, los prestamistas pueden forzar la liquidación de la entidad y provocar el despido de los directivos, lo que constituye un elemento de supervisión adicional. Asimismo, y desde otra perspectiva, un aumento del peso de los proveedores de deuda en la estructura de capital de la empresa alineará sus intereses con los de los accionistas. Por último, un mecanismo de supervisión más completo vendría proporcionado por la participación de los acreedores en el capital como grandes accionistas (Stiglitz, 1985; Díaz, 2000).

El empleo de deuda, sin embargo, también puede ser la causa de una mayor manipulación de los resultados empresariales. En este sentido, la evidencia empírica sugiere que las empresas con altos niveles de endeudamiento se encontrarán muy cerca o en el límite de violar dichos contratos de deuda, por lo que habrá una mayor probabilidad de que el equipo directivo altere el resultado para evitar el incumplimiento de ese convenio (Defond y Jiambalvo, 1994; Guler *et al.*, 2002).

En definitiva, el papel de la deuda como mecanismo de supervisión de la discrecionalidad directiva no está claro, existiendo argumentos contrapuestos que necesitarían del análisis empírico para establecer conclusiones al respecto.

- **La remuneración directiva:** vincular la riqueza de los directivos a la de los accionistas puede alinear los intereses entre ambos grupos y servir como mecanismo supervisor del comportamiento oportunista de los directivos. Entre los sistemas de incentivos asociados a la remuneración directiva pueden destacarse, entre otros, las retribuciones a través de acciones u opciones sobre acciones, las bonificaciones o revisiones salariales en función de los resultados empresariales, y la participación en planes de pensiones. La eficacia de la retribución directiva como mecanismo de control reside en su vinculación, de una u otra forma, con los resultados de la empresa. Este procedimiento tiende a disciplinar la actuación de los directivos al tiempo que incrementa el valor de la empresa, disminuyendo los incentivos para realizar actividades que reduzcan el riesgo empresarial o impidan la realización de operaciones encaminadas a la maximización de la riqueza de los accionistas. Por ejemplo, Jensen (1995) propone una modificación en el sistema de compensación de los directivos vinculando sus retribuciones directamente a los aumentos del valor de las acciones, mientras que Murphy (1985), Coughlan y Schmidt (1985) y Benston (1985) confirman la efectividad de las compensaciones directivas ligadas al resultado de la empresa. Más recientemente, Filatotchev y Allcock (2010) analizan la remuneración directiva en función de la existencia de diferentes contextos organizacionales y encuentran efectos de sustitución y de complementariedad entre diferentes prácticas de gobierno tanto a nivel nacional como a nivel empresa. Boyd *et al.* (2012) realizan una exhaustiva revisión de la literatura académica centrada en la remuneración directiva durante el período 1991-2001 y concluyen que la mayor parte de trabajos previos adolecen de un enfoque que integre en el análisis aspectos internacionales ligados a la remuneración directiva y a su relación con el desempeño corporativo. En su trabajo, además, presentan las directrices para el diseño y establecimiento de sistemas eficientes de remuneración en función del entorno institucional y cultural.

- **La Junta General de Accionistas:** constituye, teóricamente, un instrumento mediante el que los accionistas de la empresa pueden controlar y penalizar la actuación del equipo directivo, ejerciendo su derecho de voto para mostrar su desacuerdo con la política empresarial. Para que este órgano ejerza eficientemente esta labor supervisora es necesaria la participación en el mismo de todos los accionistas de la empresa, lo que requiere, entre otras medidas, la eliminación de las restricciones respecto al número mínimo de acciones necesarias para poder participar en la Junta o para solicitar la convocatoria extraordinaria de la misma, así como el fomento de la asociación entre pequeños accionistas. Además de estos factores, la existencia de comportamientos de polizón (*free-rider)* puede limitar la eficacia de este órgano en el ejercicio de su función supervisora. Dichos comportamientos oportunistas derivan de que, mientras los beneficios asociados al control ejercido por este órgano son proporcionales al porcentaje de acciones, los costes recaen únicamente en aquellos accionistas que adquieren información relevante que les permita emitir un juicio adecuado respecto al funcionamiento de la empresa y, en base a él, ejercer su derecho de voto.

- **La estructura de propiedad:** definida por Jensen y Meckling (1976) y Demsetz (1983) como el principal mecanismo de gobierno para las empresas. Su naturaleza influye en la eficiencia de los restantes mecanismos de gobierno (Denis *et al.*, 1997; Díaz, 2000; Franks *et al.*, 2001). Mientras que en una organización en donde existe una importante dispersión del capital entre múltiples accionistas, y con un mercado líquido que permite transferir los títulos de propiedad sin pérdidas de valor, éstos no cuentan con incentivos suficientes para controlar la actuación de los directivos, la existencia de un accionista mayoritario con capacidad para controlar y despedir a los directivos puede paliar posibles comportamientos oportunistas. La eficacia de las estructuras de propiedad para supervisar la actuación directiva y alinear intereses en el seno de la empresa no sólo está relacionada con su dimensión cuantitativa, el grado de concentración, sino también con su vertiente cualitativa, la identidad

de los propietarios que ostentan la mayoría de votos. Ambas dimensiones son ampliamente analizadas y discutidas en el capítulo 3 de esta tesis doctoral, tanto desde un enfoque teórico como empírico.

- **El consejo de administración:** definido por Fama y Jensen (1983) como el órgano supremo de supervisión con el que cuenta el gobierno de la empresa y en el que los accionistas han delegado el control de la actuación directiva. Por tanto, puede considerarse como un punto intermedio entre los propietarios y los directivos, cuyos miembros son elegidos por los primeros para supervisar y limitar la discrecionalidad de los segundos en el proceso de toma de decisiones. La calidad de la supervisión ejercida está relacionada con distintos aspectos de su estructura, entre ellos su tamaño, nivel de independencia, estructura de liderazgo, nivel de actividad y participación accionarial. Todos estos factores serán ampliamente analizados, tanto desde un punto de vista teórico como empírico, en los capítulos 2 y 3 de esta tesis doctoral.

3.2. Los mecanismos externos de gobierno

Los **mecanismos de control externos** pueden desempeñar un importante papel en la alineación de los intereses de los directivos y accionistas, especialmente cuando los mecanismos internos no resultan apropiados o no funcionan eficientemente (Hoskisson y Turk, 1990). Estos mecanismos, cuyo objetivo es limitar la capacidad de los directivos para mantener comportamientos oportunistas, emanan del funcionamiento de los distintos mercados competitivos en una economía de mercado:

- **El mercado de bienes y servicios**: aunque su funcionamiento como mecanismo supervisor es lento, en el largo plazo impide la supervivencia de empresas que no ofrecen a sus clientes los productos deseados a precios competitivos. De esta forma, este mercado permite la valoración de los equipos directivos, sancionando la adopción de políticas que no vayan encaminadas a la maximización del valor de la empresa. La competencia existente en el mercado conduce, en última instancia, a la

expulsión de aquellas empresas con unos elevados costes de agencia que no sean capaces de competir, desincentivando los comportamientos oportunistas de los directivos. Además de su lentitud, otro de sus inconvenientes como mecanismo supervisor es que penaliza a la empresa en su globalidad y no sólo la actuación directiva.

- **El mercado de capital humano:** es donde tiene lugar la contratación de los directivos, y su "precio" depende de la reputación que hayan adquirido, lo que sirve de incentivo para evitar comportamientos oportunistas. Este mercado permite evaluar tanto la habilidad de los directivos de la empresa respecto a sus competidores, como sus posibilidades de contratación externa en función de la calidad de las decisiones que hayan tomado en el ejercicio de sus responsabilidades. Al igual que el mercado de bienes y servicios, presenta como inconvenientes la lenta actuación de su función supervisora y la penalización de todos los participantes en la empresa.

- **El mercado de capitales**: en el que se fija el precio de las acciones de las empresas. Este mercado también se encarga de supervisar la actuación de los directivos, descontando del valor de la empresa las consecuencias derivadas de sus posibles actuaciones negligentes. Cuanto más eficiente sea el mercado, mayor será su capacidad supervisora

- **El mercado de control corporativo:** el control societario disciplina la actuación de los directivos en beneficio de los propietarios. Si los directivos no buscan la maximización de la riqueza de los accionistas, este hecho se reflejará en una reducción del precio de las acciones. Ante esta situación, si el valor de mercado de la empresa cae en relación con el valor actual de los flujos de tesorería esperados, surgirá la posibilidad de que terceros ajenos a la empresa compren acciones para hacerse con el control de la misma, corregir su gestión y de esta forma elevar la cotización. Este procedimiento para hacerse con el control de las compañías tiende a disciplinar la labor de los directivos, ya que aquellas

empresas que presentan una gestión ineficiente, con un comportamiento oportunista de su equipo directivo, son el objetivo principal de las adquisiciones, lo que llevará de forma irrevocable a su despido, con la consiguiente mejora de la gestión corporativa. Este mercado ejerce su labor como mecanismo de gobierno no sólo a través de las adquisiciones efectivas, sino que su mera existencia constituye, en sí misma, un mecanismo disciplinador (Fernández y Gómez, 1999). Los directivos sentirán la amenaza de una potencial adquisición en caso de comportamientos ineficientes que conduciría a su posterior despido y, por ello, tratarán de alinear sus intereses con los de los accionistas (Díaz y García Olalla,2002). Aún en el caso de que la adquisición no concluya con éxito, el mensaje enviado al mercado proporcionará información relevante sobre la actuación directiva al consejo de administración, que concluirá con el reemplazamiento del equipo directivo. Este mecanismo de control externo entraría en funcionamiento ante el fallo del resto de los distintos mecanismos alineadores y supervisores, pero, sobre todo, ante el fallo del órgano supremo de supervisión interna, el consejo de administración.

Antes de finalizar con los mecanismo externos de gobierno, cabe mencionar también la legislación y las recomendaciones de buen gobierno que, aunque tradicionalmente no han sido señalados como mecanismos de gobierno en sentido estricto, sí que ejercen una función disciplinaria de la actuación directiva y desempeñan un papel importante para la alineación de los intereses de los diferentes partícipes en la empresa, configurándose como elementos centrales dentro de la corriente *law & finance* y en los cuales se profundizará en los siguientes apartados de este capítulo.

4. LOS MODELOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Las prácticas de gobierno coporativo varían en función del entorno institucional (Weimer y Pape, 1999; Aguilera y Jackson, 2003; Gordon y Roe, 2004; Zattoni y

Cuomo, 2008), siendo un fiel reflejo no sólo de diferencias culturales, sino también de distintas opciones de financiación, aspectos relacionados con la estructura de propiedad, así como del origen del sistema legal. Los distintos modelos de gobierno existentes pueden agruparse en dos grandes bloques (Mayer, 1998; Gedajlovic y Shapiro, 1998):

- **Modelos anglosajones, sistemas financieros externos o modelos orientados al mercado**: aquéllos en los que el gobierno de las empresas se sustenta en mecanimos de supervisión externos, basados fundamentalmente en la disciplina de los mercados de capitales.

- **Modelos continentales, sistemas financieros internos o modelos de control:** aquéllos en los que el gobierno de las empresas se sustenta principalmente en mecanismos de supervisión internos, siendo su máximo exponente el control ejercido por el consejo de administración.

4.1. Características de los modelos anglosajones

Los modelos anglosajones, sistemas financieros externos o modelos orientados al mercado se caracterizan por un elevado número de empresas cotizadas, mercados financieros muy líquidos, relaciones financieras a corto plazo donde la primera fuente de financiación empresarial es el mercado de capitales, y estructuras de propiedad difusas o atomizadas (Franks y Mayer, 1997). Países como Reino Unido, Estados Unidos y Canadá se encuadran dentro de este sistema.

Los mecanismos de gobierno desarrollados en los modelos anglosajones descansan en dos pilares fundamentales:

- La dirección de la empresa debe perseguir el interés de los accionistas y su objetivo debe ser la maximización del valor de mercado de los fondos aportados por los propietarios de la compañía.

- La alineación de los intereses de accionistas y directivos debe ser garantizado a través del funcionamiento del mercado de control

corporativo, que asegura la libre transacción y la libre ejecución de los derechos de propiedad de la empresa que son adquiridos a través de la compra de acciones.

Mediante la compra de acciones y el establecimiento de mayorías de control los inversores pueden ejercer presión sobre la dirección de la empresa con el fin de asegurar una política corporativa eficiente. El riesgo de una potencial oferta de adquisición tiene un efecto disciplinador sobre la dirección empresarial, ya que en el caso de que un inversor u otro equipo directivo alternativo demuestren una superior capacidad para dirigir la empresa tendrá lugar una adquisición y la antigua dirección de la empresa será reemplazada.

Para conseguir un adecuado funcionamiento del mercado de control corporativo, evitando que determinados grupos accionariales obtengan ganancias a expensas de otros y asegurando que el mercado ejerza su función informativa de manera eficiente, deben cumplirse ciertas condiciones (Schmidt y Tyrell, 1997). En este sentido, el mercado de capitales debe estar organizado eficientemente, de tal forma que la liquidez de las acciones no esté comprometida. Además, deben desarrollarse reglas claras para las adquisiciones, normas contables y de divulgación financiera comprensibles y que a su vez minimicen el riesgo del maquillaje contable, y regulaciones rigurosas para la información privilegiada. Asimismo, con el fin de asegurar la libre negociación en el mercado de las acciones, no deben existir restricciones sobre los derechos de voto ni participaciones cruzadas.

Franks y Mayer (1994) identifican tres aspectos básicos que caracterizan los modelos de control externo:

- Un gran número de compañías cotizadas cuyas acciones y derechos de voto deben ser negociados en la bolsa de valores y que suelen tener, en su mayor parte, estructuras de propiedad dispersas.

- Un mercado de capitales líquido en el que los derechos de propiedad y de control son intensamente negociados y en el que frecuentemente tiene lugar procesos de adquisición.

- Pequeñas participaciones cruzadas entre empresas.

Además, en los modelos de control externo las acciones suelen estar en manos de inversores individuales, tanto mediante participaciones directas como indirectas a través de distintos inversores institucionales (por ejemplo, fondos de inversión y fondos de pensiones) (Schmidt y Tyrell, 1997). Este hecho explica el término "sistema de control externo", ya que los inversores institucionales se encargan de la gestión de la cartera y del riesgo, pero no participan activamente en el control de la empresa. La evidencia empírica ha puesto de relieve que en este sistema ni los inversores individuales ni los institucionales poseen grandes bloques accionariales, por lo que apenas ejercen control alguno sobre la organización (Bech y Mayer, 2002). En este contexto prevalece, por tanto, la separación entre la propiedad y el control descrito por Berle y Means (1932).

4.2. Características de los modelos continentales

Los modelos continentales, sistemas financieros internos o modelos orientados de control se caracterizan por la existencia de pocas empresas cotizadas, mercados financieros poco líquidos, relaciones financieras a largo plazo donde la primera fuente de financiación empresarial es la bancaria y una elevada concentración de la propiedad (Franks y Mayer, 1997). Países de la Europa continental (como España, Italia o Portugal), además de Japón, se encuadran dentro de este sistema.

Este modelo se basa en el supuesto de que las probabilidades de que la empresa rinda eficientemente y, por tanto, de que los accionistas obtengan mayores beneficios, son más altas si se crean oportunidades para establecer relaciones vinculantes de compromiso para los distintos grupos con intereses en la organización. De esta forma, dichos grupos serán capaces de suscribir y finalizar contratos implícitos y realizar inversiones específicas. La idea que subyace se refleja en la forma en la se ejerce el control a través de la dirección de la empresa. Así, al igual que en el modelo anglosajón, es posible establecer dos características principales que definen los mecanismos existentes en este sistema para la resolución de conflictos (Schmidt y Tyrell, 1997):

- La dirección de la empresa no sólo ha de perseguir el interés de los accionistas, sino que también ha de tener en cuenta los intereses del resto de partícipes (*stakeholders*), como empleados, acreedores, clientes,… El objetivo del establecimiento de relaciones a largo plazo es precisamente la alineación de los intereses de los distintos grupos.

- La labor de alineación de intereses y de supervisión del equipo directivo debe ser desempeñada, fundamentalmente, por el consejo de administración de la empresa, integrado por respresentantes de los distintos *stakeholders*. El consejo ha de supervisar la actuación directiva y, en caso necesario, penalizarla.

Dadas las oportunidades que tienen las empresas para adquirir participaciones en otras compañías y para ubicar a sus respresentantes en los consejos de administración de las mismas, este modelo está diseñado para fomentar el establecimiento de un sistema de control. La situación de las compañías cotizadas no es la misma que en el modelo externo, ya que aquí el papel del mercado de control corporativo es menor, e incluso en algunas ocasiones es suprimido para evitar que pueda interferir en los procesos de mutua cooperación entre los distintos grupos con interés en la empresa, lo que tiene como consecuencia que el número de compañías cotizadas sea relativamente reducido en comparación con el sistema anglosajón. Además, las empresas del modelo continental se caracterizan por tener estructuras accionariales más estables y concentradas, mientras que la propiedad dispersa es poco frecuente. Las acciones suelen estar concentradas en manos de accionistas de naturaleza familiar, siendo frecuentes las estructuras de propiedad piramidales (Mayers, 1998; La Porta *et al.*, 1999; Faccio *et al.*, 2001; Claessens *et al.*, 2006; Bianchi *et al.*, 2011). En este contexto, el control que ejerce el accionista situado en lo alto de la pirámide, es decir, al final de la cadena de propiedad, suele exceder el coste de su inversión medido por sus derechos de *cash flow*.

4.3. Críticas a los modelos de gobierno

Aceptar la posibilidad de comportamientos oportunistas y la existencia de incertidumbre implica reconocer que ninguno de los modelos propuestos de forma aislada es suficiente para asegurar el buen funcionamiento de la empresa (Fernández y Gómez, 1999). Ambos modelos de gobierno han sido objeto de numerosas críticas a lo largo de las últimas décadas por otorgar demasiado poder al equipo directivo, dando cabida, de esta forma, a la discrecionalidad directiva. No obstante, las causas que han motivado las críticas de uno y otro sistema no son las mismas.

En el caso del modelo de gobierno anglosajón, la atención ha recaído fundamentalmente en dos aspectos, la deficiente labor informativa del mercado de capitales y la ineficiencia de las adquisiciones. En primer lugar, si los precios de mercado no reflejan adecuadamente las expectativas y valoraciones de los inversores, el mercado de control no podrá desempeñar eficientemente su labor. En segundo lugar, se ha cuestionado la eficacia de los procesos de adquisición, puesto que numerosas empresas han adoptado medidas defensivas para protegerse de las adquisiciones hostiles (por ejemplo, cambios en la estructura del activo, en la propiedad de la empresa y en el apalancamiento financiero, recompras de acciones de la empresa objetivo, distribución de dividendos especiales a los accionistas, litigios, píldoras venenosas o reformas estatutarias defensivas), y también se ha puesto en duda si dichos procesos de adquisición vienen realmente motivados por potenciales ganancias en la eficiencia empresarial o, por el contrario, pueden ser el resultados de la discrecionalidad directiva en detrimento de los intereses de los accionistas. En este sentido, Franks y Mayer (1996) encuentran que en el Reino Unido, en promedio, las empresas que han sido objeto de un proceso de adquisición no muestran peores rendimientos que otras de su mismo sector durante los dos años previos al proceso, concluyendo que las adquisiciones no necesariamente penalizan los errores de gestión. Además, el hecho de que se produzcan en oleadas hace todavía más difícil su explicación en términos de eficiencia.

De esta forma, los fallos en el mercado de control corporativo han conducido al desarrollo de mecanismos internos de control y a la intensificación de los esfuerzos

para implicar a los inversores institucionales en los procesos de supervisión del equipo directivo. Las reformas de gobierno corporativo en los países que utilizan este modelo se han orientado hacia la estructura del consejo de administración y las prácticas que aseguren que el consejo sea un órgano con autonomía propia, objetivo y capaz de actuar de forma separada con respecto a la dirección (Gregory y Simmelkjaer, 2002). Además, se insiste en su independencia y se demanda un nivel elevado de información financiera y empresarial. Una de las dificultades de este modelo es que busca la misión, casi imposible, de eliminar todos los conflictos de interés, actuales y futuros.

El modelo continental, fundamentado en los mecanismos internos de supervisión, también ha sido objeto de críticas que han apuntado a la ineficiencia del consejo de administración, las participaciones cruzadas y las estructuras de propiedad estables y concentradas, debido a la potencial aparición de agentes decisorios que actúen en su propio interés, adopten posiciones atrincheradas y persigan sus propios objetivos en detrimento de los intereses de todos los accionistas de la compañía.

Este modelo concibe los conflictos de interés como endémicos y busca institucionalizarlos o establecer sanciones para ellos en lugar de eliminarlos. El objetivo de inversión para los grandes accionistas que mantienen una posición de control, como los grupos accionariales familiares, no es obtener ganancias en el corto plazo, como en la mayoría de organizaciones del modelo de mercado (Shleifer y Vishny, 1997), sino que éstos suelen a mantener una visión de largo plazo sobre sus inversiones que beneficie tanto a las actuales como a las futuras generaciones. Las empresas del modelo de control conciben como natural la presencia de los propietarios en el consejo de administración, particularmente porque no son anónimos (Coombes y Watson, 2001) y, además, es frecuente su participación en el equipo directivo. Estos hechos derivan, habitualmente, en la presencia de accionistas cuyos derechos de control son significativamente mayores que sus derechos de *cash flow*. Esta concentración de la propiedad en el modelo continental es una preocupación fácilmente identificable que ha conducido a reformas del gobierno corporativo orientadas al modelo de mercado y a la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios (Zattoni y Cuomo, 2008).

Como señalan Schimidt y Tyrell (1997), llama la atención el hecho de que las críticas de ambos sistemas deriven de la excesiva autonomía del equipo directivo y, aún más, el hecho de que la solución propuesta para el primero de los modelos sea precisamente la introducción de los elementos del otro. Este enfoque pone de relieve que la complementariedad de ambos sistemas ha sido frecuentemente ignorada. En la práctica, todo esto ha desembocado,como se explica ampliamente en el último apartado de este capítulo, en el desarrollo de numerosos códigos de buenas prácticas, en los que se espera encontrar la solución al problema del gobierno corporativo.

5. LA INFLUENCIA DEL ENTORNO INSTITUCIONAL Y LA PROTECCIÓN LEGAL AL INVERSOR

El panorama del gobierno corporativo internacional no puede ser abordado sin tener en cuenta las aportaciones de la corriente *law & finance,* iniciada por La Porta *et al.* (1997, 1998 y 2000) a finales de la década de los noventa y que ha proporcionado una nueva perspectiva en el análisis del gobierno corporativo. Esta aproximación se basa en la idea de que tanto las leyes protectoras de los derechos de los inversores como su grado de cumplimiento efectivo son los principales condicionantes del modo en que se desarrolla el gobierno de las empresas en cada país. A partir de este momento, se pone de manifiesto la necesidad del estudio integrado del gobierno corporativo y del sistema legal como variable representativa del marco institucional del país en el que la empresa desarrolla su actividad.

El sistema legal de un país es un componente clave de su marco institucional en tanto sirve de base para el posterior establecimiento de cada una de las regulaciones nacionales promulgadas en el mismo. Como parte integrante del marco institucional que condiciona las transacciones entre agentes económicos, el sistema legal determina, en gran medida, tanto el modelo de gobierno de las empresas como los mecanismos que pueden utilizarse en el seno del mismo.

Tradicionalmente se ha distinguido entre dos sistemas legales principales (David y Brierley, 1985): el sistema basado en el derecho anglosajón (*common law*),

característico de los países anglosajones, y el sistema basado en el derecho continental (*civil law*), que a su vez puede subdividirse en tres grandes tradiciones legales, la francesa, la escandinava y la alemana, propio de los países de la Europa continental:

- **Países de derecho anglosajón (*common law*):** son aquéllos con una tradición legal codificadora, en los que la ley en sí misma es el elemento básico de articulación legal.

- **Países de derecho continental (*civil law*):** son aquéllos cuya tradición legal se inspira en el derecho consuetudinario, en el que la interpretación legal realizada por los tribunales adquiere una gran importancia.

El origen de los sistemas legales se convierte en una variable relevante de análisis porque está estrechamente ligado con la protección legal que se confiere a los inversores. Para La Porta *et al.* (1997, 1998, 2000), pioneros en el análisis conjunto de la protección legal del inversor y la concentración de la propiedad, las diferencias existentes en las tradiciones legales de los países se configuran como la principal causa de diversidad entre sus gobiernos corporativos. En los países adscritos al derecho anglosajón, el amparo legal del inversor es mayor que en los que pertenecen al ámbito del derecho continental. Dentro de estos últimos, el mayor grado de protección legal corresponde a la tradición legal alemana y el menor a la francesa, situándose la escandinava en una posición intermedia.

Estas diferencias en el grado de protección legal al inversor son el origen de otras de naturaleza corporativa, como las relativas al grado de concentración de la propiedad, que, a su vez, generan diferentes problemas de agencia que deben resolverse de distinta manera a través del resto de mecanismos de gobierno (Shleifer y Vishny 1997). La influencia de la regulación legal sobre los modelos de gobierno existentes en cada país se pone de manifiesto a través de la existencia de un *trade-off* entre la protección legal de los derechos de los inversores y la presencia de accionistas con participaciones significativas en el capital de la empresa. En la Tabla I.1 puede verse una clasificación de distintos países atendiendo al origen de su sistema legal.

Tabla I.1. Clasificación de países por origen legal

Derecho anglosajón (*common law*)		
Australia		
Canadá		
Estados Unidos		
Hong-Kong		
India		
Irlanda		
Kenia		
Malasia		
Pakistán		
Reino Unido		
República Sudafricana		
Singapur		
Tailandia		
Derecho continental (*civil law*)		
Origen francés (*French civil law*)	**Origen escandinavo (*Scandinavian civil law*)**	**Origen alemán (*German civil law*)**
Argentina	Dinamarca	Alemania
Bélgica	Finlandia	Austria
Brasil	Japón	China
Chile	República Checa	Corea del Sur
Colombia	Suecia	Hungría
España	Suiza	Polonia
Francia		Taiwán
Filipinas		
Grecia		
Holanda		
Indonesia		
Italia		
México		
Perú		
Portugal		
Turquía		

Fuente: Elaboración propia a partir de Reynolds y Flores (1989), La Porta *et al.* (1998), y López y Pereira (2006)

Mientras que en países como Estados unidos y Reino Unido, encuadrados en la tradición del derecho anglosajón, la protección legal es elevada, la presencia de grandes accionistas es menor, la propiedad está más atomizada y las grandes empresas acuden a los mercados de capitales en busca de financiación, en países de la Europa continental, encuadrados en la tradición del derecho continental, la protección de los derechos de los inversores es menor, la presencia de grandes accionistas es mayor, la propiedad está más concentrada y las empresas recurren fundamentalmente a la financiación bancaria.

El sistema legal vigente en la mayoría de los países europeos se diferencia, por tanto, del anglosajón en una menor protección a los intereses de los inversores, lo que da lugar a un modelo de gobierno corporativo caracterizado por la existencia de una elevada concentración de los derechos de voto en manos de los accionistas de control, la presencia de grupos familiares en el control de un gran número de empresas, la utilización de estructuras de propiedad que permiten la separación entre los derechos de voto y *cash flow* y la adopción de medidas defensivas.

Los problemas de agencia a resolver en cada caso dependerán del marco legal e institucional imperante, por lo que el patrón de gobierno corporativo diseñado para mitigarlos también se verá condicionado por dicho entorno. Así, mientras que en los países de la *common law*, donde existe una mayor dispersión del capital social, el conflicto de intereses se produce principalmente entre accionistas y directivos, en los países donde impera un sistema legal basado en la *civil law* y, por tanto, la concentración de la propiedad es mayor, el conflicto de intereses surge fundamentalmente entre los grandes accionistas de control y los accionistas minoritarios (La Porta *et al.*, 1997; Villalonga y Amit., 2006).

La principal razón por la que los inversores proporcionan financiación externa a la empresa es porque a cambio reciben derechos de control sobre ella. El marco institucional y el sistema legal de cada país determinan la protección legal que se da a los inversores, de tal forma que una mayor protección legal condicionará el comportamiento del equipo directivo, limitando la adquisición de beneficios privados de control por parte de los internos y mitigando los posibles incentivos para

maquillar los resultados contables (Hart, 1995; Leuz *et al.*, 2003; Djankov *et al.*, 2006). En cambio, cuando el sistema legal no proporciona la protección legal suficiente a los accionistas minoritarios, la mejor forma de conseguir derechos de control efectivo, a través de los derechos de voto, es convertirse en accionistas principales adquiriendo paquetes considerables de acciones (Shleifer y Vishny, 1997).

En definitiva, la presencia de grandes accionistas dentro de la estructura de propiedad de la empresa compensa la falta de protección legal, limitando la discrecionalidad directiva (Brickley y James, 1987) y solventando el problema del polizón que se presenta en las operaciones de oferta pública de adquisición de acciones (Shleifer y Vishny, 1986; Morck *et al.*, 1990; Franks y Mayer, 1997). Así, en los países de la *civil law*, el sustituto de la protección legal de los inversores es una estructura de propiedad estable y muy concentrada, con la consecuente falta de mercados de valores bien desarrollados (La Porta *et al.*, 1997). Sin embargo, en estos países el tamaño de los beneficios privados, medidos por el tamaño observado de las primas de voto, es mayor que en otros países (Zingales, 1994). Debido a la ausencia de una fuerte protección de los derechos de los accionistas, la alta dirección y los accionistas de control pueden usar numerosos mecanismos para extraer valor de la compañía a expensas de los accionistas minoritarios (Morck y Yeung, 2003). En estas condiciones, la adopción de códigos de buen gobierno con una amplia cobertura y estrictas recomendaciones podría incrementar fuertemente la eficiencia empresarial y reducir el coste de capital (Brancato, 1997).

Aunque la distinción entre países de derecho anglosajón y derecho continental ha llevado a la utilización en numerosos estudios cuantitativos a nivel internacional de esta clasificación como indicador del grado de protección legal conferido a los accionistas (Zattoni y Cuomo, 2008), este enfoque ha recibido también numerosas críticas. Al estar basado en un índice de derechos de los accionistas, conocido en la literatura anglosajona como el *anti-directors rights index* (véase La Porta *et al.*, 1998) es susceptible de tener errores de codificación. Así mismo, la definición de algunos de sus componentes es ambigua. Por útlimo, se ha tendido a la sobregeneralización de resultados (Pagano y Volpin, 2005; Spamann, 2010; Roe, 2006). Motivado por las

críticas, Djankov *et al.* (2006) construyeron un índice más robusto, midiendo el nivel de protección de los accionistas minoritarios frente a la negociación con los accionistas de control. Después de realizar una rigurosa revisión de las metodologías utilizadas para medir la protección de los inversores, concluyeron que existían grandes diferencias significativas entre diversas medidas financieras habitualmente utilizadas en la literatura, como por ejemplo la valoración del mercado de capitales, las ofertas públicas iniciales y los menores beneficios de control.

6. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO

El gobierno corporativo es uno de los temas que ha suscitado mayor interés a lo largo de las últimas décadas, no sólo en los ámbitos profesional y académico, sino también en el regulatorio. Los conflictos de intereses que surgen en la empresa, derivados de la separación efectiva entre la propiedad y la dirección en las estructuras accionariales dispersas y de la convivencia de grandes accionistas de control con pequeños inversores pasivos en las estructuras accionariales concentradas, pueden condicionar la gestión empresarial y afectar al valor corporativo, lo que se ha traducido en una creciente preocupación por diseñar procedimientos que permitan garantizar los derechos de todos los accionistas, al tiempo que incentiven el comportamiento responsable de los directivos. En este sentido, son numerosas las reformas de las leyes corporativas y del mercado de capitales que han tenido lugar en la mayor parte de países de toda la geografía mundial con el objetivo implícito de mejorar el gobierno de la empresa.

Los escándalos financieros que han tenido lugar durante las últimas décadas han puesto de relieve la existencia de una grave crisis en el gobierno de las organizaciones. Como causa de estas situaciones se ha señalado, en general, las inadecuadas estructuras de gobierno corporativo y, en particular, el deficiente papel supervisor del consejo de administración.

Este diagnóstico de la situación corporativa ha impulsado iniciativas tendentes a reforzar el papel de los mecanismos de gobierno, que deben velar por los

intereses de los accionistas ejerciendo una estricta supervisión del equipo directivo. A lo largo de las últimas décadas, la preocupación por encontrar modelos óptimos de gobierno se ha materializado en la publicación, tanto a nivel nacional por parte de cada país como en el plano internacional a través de diversos organismos internacionales, de numerosos códigos de buen gobierno y de conducta, que recogen recomendaciones y principios sobre el gobierno de las sociedades cotizadas y cuya finalidad es recuperar la confianza de los accionistas e inversores en la transparencia y eficiencia del mercado y en los sistemas de gobierno de las grandes sociedades cotizadas (Berglöf y Claessens, 2006; Hermes *et al.*, 2006). Los códigos de buen gobierno no sólo hacen referencia a la adecuada estructura de los órganos de gobierno, sino también al adecuado comportamiento de los miembros de esos órganos (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004; Azofra, 2004).

Los códigos de buen gobierno son emitidos fundamentalmente por los mercados de valores o por asociaciones empresariales, mientras que las asociaciones de consejeros e inversores y los gobiernos no desempeñan un papel muy activo en el desarrollo de las prácticas de gobierno a nivel nacional (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004). Este hecho contrasta con la creencia popular de que los inversores institucionales son los principales propulsores del buen gobierno empresarial, a pesar de las presiones que sufren por parte de las comisiones de los mercados de valores y de otras asociaciones privadas para mejorar las prácticas de gobierno a nivel país (Zattoni y Cuomo, 2008).

Como se ha expuesto en el apartado anterior, estudios previos (La Porta *et al.*, 1997, 1998, 1999) han demostrado que las deficiencias en los sistemas de gobierno están ligados a la tradición legal del país, y que los países de la *common law* proporcionan mayor protección a los inversores que los países de la *civil law*. La primera función de los códigos de buen gobierno reside, precisamente, en compensar las deficiencias que presenta el sistema legal en cuanto a la protección que confiere a los inversores (Zattoni y Cuomo, 2008). En los países en los que la protección legal de los inversores es débil, los potenciales beneficios para el sistema económico asociados con el reforzamiento de las prácticas de buen gobierno son mayores que en los que cuentan con una elevada protección de los derechos de los inversores. En este

sentido, incrementar la eficiencia de las prácticas de gobierno fomenta la inversión en las compañías domésticas por parte de los inversores institucionales (Brancato, 1997; Gordon y Roe, 2004).

Una cuestión que ha suscitado un gran debate en el ámbito del gobierno corporativo internacional hace referencia a si los países deben imponer normativas rigurosas de obligado cumplimiento, como en los Estados Unidos con el *Sarbanes-Oxley Act (2002)*, o si, por el contrario, las regulaciones menos estrictas de carácter voluntario, como las incluidas en los códigos de buen gobierno, son suficientemente efectivas para mejorar las prácticas de gobierno existentes y la transparencia y responsabilidad empresarial (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2009). El mecanismo de implantación de los códigos de buen gobierno suele ser el voluntario cumplimiento de las recomendaciones, siguiendo la tendencia iniciada en Reino Unido con el *Código Cadbury* (1992). Este mecanismo se basa en la regla de "cumplir o explicar", de tal forma que no se exige a las empresas cotizadas adoptar todas las recomendaciones, sino que sólo están obligadas a declarar en qué medida han seguido los principios de buen gobierno y, en el caso de no cumplir con los mismos, explicar las razones por las que no lo han hecho. Por tanto, en la mayor parte de sistemas legales los códigos de buen gobierno no tienen base legal específica y no son legalmente vinculantes (Wymeersch, 2006). Sólo en una minoría de países, como es el caso de Alemania o los Países Bajos en el entorno europeo, la ley reconoce explícitamente consecuencias legales de los códigos o sus disposiciones (Wymeersch, 2005).

De la aproximación de "cumplir o explicar" subyacen, según McNeil y Li (2006), dos consideraciones importantes. En primer lugar, la flexibilidad de los códigos para adaptarse a las características de diferentes empresas y, en segundo término, la función de control que ejercerá el mercado de capitales para valorar el cumplimiento de las recomendaciones. En este sentido, y a pesar del carácter voluntario de las recomendaciones, la evidencia empírica muestra que muchas compañías cotizadas tienden a responder a las principales prescripciones de los códigos (Conyon y Mallin, 1997; Gregory y Simmelkjaer, 2002). Sin embargo, el número de empresas que se alejan de los modelos de gobierno prescritos continúa

siendo importante, observándose aún una gran heterogeneidad en las formas de gobierno adoptadas por las mismas (Bebenroth, 2005; McNeil y Li, 2006; Acero y Alcalde, 2008).

Por otro lado, existen pocos análisis centrados en la influencia que han tenido los códigos de buen gobierno en la estructura de las empresas o en la variación del comportamiento directivo entre diferentes sistemas de gobierno. A pesar del interés mostrado por los gobiernos y autoridades supervisoras por incrementar la transparencia en los mercados de valores, la cuestión de cómo conseguir buenas prácticas de gobierno es un problema aún por resolver y muchas de las prescripciones existentes no han logrado garantizar la eficiencia corporativa. Así, la orientación de la literatura académica sobre la superioridad de algunas configuraciones de los consejos de administración o de determinadas estructuras de liderazgo no está clara, especialmente con respecto a los resultados empresariales.

La dimensión humana de los consejos de administración rara vez ha sido incluida en los estudios de gobierno existentes hasta la fecha, lo que hace que la pregunta clave de por qué los consejos no se comportan de manera responsable no haya sido analizada de forma adecuada (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2009). La literatura académica se ha centrado, por un lado, en la influencia que las recomendaciones de un determinado código tienen en las empresas de un determinado país y, por otro, en el análisis descriptivo de los códigos de gobierno en varios países. Sin embargo, existe poca evidencia empírica acerca de su efectividad, con resultados contradictorios y poco concluyentes. Como se comentará más adelante, la relación entre códigos de buen gobierno y valor empresarial no está clara. En este sentido, mientras algunos autores como Fernández-Rodríguez *et al.* (2004) concluyen que el mercado reacciona positicamente a los anuncios de cumplimiento con los códigos, otros como MacNeil y Li (2006) encuentran que el mercado de capitales no parece penalizar con un menor valor corporativo a las compañías que no adoptan las recomendaciones de buen gobierno, lo que sugiere que realmente el mercado de capitales no ejerce esa labor supervisora del cumplimiento de las recomendaciones. Por tanto, la relación empírica observada entre asunción de recomendaciones y desempeño financiero no es concluyente, lo

que pone de relieve el gap existente entre el mundo real, en el que continúan promulgándose y revisándose códigos, y el mundo académico, donde existen limitados avances teóricos al respecto (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2009).

En resumen, los códigos de buen gobierno, conjunto de recomendaciones de buenas prácticas de voluntario cumplimiento relativas a los consejos de administración y otros mecanismos de gobierno, han sido diseñadas para cubrir las deficiencias existentes en los sistemas de gobierno de los países (Fernández-Rodriguez *et al.*, 2004), estrechamente relacionadas con la tradición legal del país (La Porta *et al.*, 1997, 1998, 1999). En el siguiente apartado se realiza una revisión de los mismos en el ámbito internacional.

6.1. Los códigos de buen gobierno en el ámbito internacional

Aunque los códigos de buen gobierno tienen su origen en Estados Unidos a finales de la década de los 70, el gran desarrollo de los mismos tiene lugar a partir del Informe *Cadbury*, aprobado en el Reino en 1992. A finales de 2012, 83 países habían puesto en marcha un total de 280 códigos de buen gobierno (véase la Tabla I.2.).

Reino Unido, pionero en el ámbito del buen gobierno empresarial, posee uno de los códigos más avanzados, *The UK Corporate Governance Code*, reformado recientemente y complementado con un nuevo código de gestión responsable, *The UK Stewardship Code*, publicado en 2010 por el *Financial Reporting Council* (órgano regulador con competencia en materia de gobierno corporativo) y revisado en 2012. Un código que busca incrementar el compromiso de los inversores, especialmente el de los de naturaleza institucional, a los que se pide que adopten una función más activa y comprometida. Para aquellos inversores institucionales que se adhieran a él incluye entre sus preceptos la obligación de informar sobre cómo ejercitan su derecho de voto en las sociedades en las que participan y con arreglo a qué políticas de voto.

Tabla I.2. Códigos de Buen Gobierno por países

País	Año del primer código	Número de códigos hasta finales de 2012
Alemania	1996	5
Arabia Saudí	2006	1
Argelia	2009	1
Argentina	2004	1
Australia	1995	7
Austria	2002	2
Bahréin	2010	1
Bangladesh	2004	1
Bélgica	1995	9
Bosnia y Herzegovina	2009	1
Brasil	1997	3
Bulgaria	2007	2
Canadá	1993	7
China	2001	2
Chipre	2002	1
Colombia	2007	2
Corea	1999	1
Croacia	2009	1
Dinamarca	2000	7
Egipto	2006	3
Emiratos Árabes	2007	2
Eslovaquia	2002	2
Eslovenia	2004	4
España	1996	6
Estados Bálticos	2010	1
Estados Unidos	1978	27
Estonia	2006	1
Filipinas	2000	1
Finlandia	2003	4
Francia	1995	9
Georgia	2009	1
Ghana	2010	1
Grecia	1999	3
Hong Kong	1989	9
Hungría	2002	2
India	1998	3
Indonesia	2000	1
Irlanda	1991	7
Islandia	2004	2
Italia	1999	6
Jamaica	2005	1
Japón	1997	5

País	Año del primer código	Número de códigos hasta finales de 2012
Jordania	2007	3
Kazajstán	2007	1
Kenia	2002	1
Letonia	2005	2
Líbano	2006	2
Lituania	2003	1
Los Países Bajos	1996	8
Luxemburgo	2006	3
Macedonia	2003	1
Malasia	2000	2
Malta	2001	1
Marruecos	2008	3
México	1999	3
Montenegro	2009	1
Nigeria	2006	4
Noruega	2004	2
Nueva Zelanda	2003	2
Pakistán	2002	2
Perú	2001	2
Polonia	2002	2
Portugal	1999	6
Reino Unido	1992	34
República Azerbaiyán	2011	1
República Checa	2001	2
República Kirguisa	1997	1
República Moldava	2007	1
Rumanía	2000	2
Rusia	2002	1
Serbia	2008	1
Singapur	1998	5
Sri Lanka	2006	2
Sudáfrica	1994	2
Suecia	1994	7
Suiza	2002	2
Tailandia	1997	4
Taiwán	2002	2
Trinidad y Tobago	2006	1
Túnez	2008	1
Turquía	2003	1
Ucrania	2003	1
Yemen	2010	1

Fuente: Aguilera y Cuervo-Cazurra (2009) y elaboración propia.

A partir de 1996, diversos organismos transnacionales también han diseñado varios códigos (véase la Tabla I.3.) con el objetivo de mejorar el gobierno corporativo de múltiples países. Su carácter, por tanto, es más general que el de los códigos promulgados a nivel nacional. Entre las instituciones que se han encargado de la elaboración de dichos códigos se encuentran la Red Internacional de Gobierno Corporativo (*International Corporate Governance Network*), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y diversos organismos europeos. El Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional también se han implicado en el gobierno de las naciones a nivel internacional, aunque su labor ha consistido en la elaboración de informes acerca de las prácticas corporativas en materia de buen gobierno y no han diseñado códigos en sentido estricto.

Tabla I.3. Creación de Códigos de Buen Gobierno por Instituciones Transnacionales

País	Año del primer código	Número de códigos hasta finales de 2012
Asociación Europea de Agentes de Bolsa (APCIMS-EADS)	1996	2
Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (EBRD)	1997	1
Commonwealth	1999	1
Confederación Europea de Asociaciones de Consejeros	2010	1
Grupo Europeo de Accionistas	2000	1
Grupo de Trabajo Internacional de los Fondos Soberanos de Inversión (IWG)	2008	1
Federación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA)	2011	1
Mesa Redonda de Gobierno Corporativo de América Latina	2003	1
Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE)	1996	3
Red Internacional de Gobierno Corporativo (ICGN)	1996	3

Fuente: Aguilera y Cuervo-Cazurra (2009) y elaboración propia

El contenido de los códigos de buen gobierno ha estado fuertemente influenciado por los estudios y prácticas de gobierno corporativo (Zattoni y Cuomo, 2008). Aunque su punto de partida es muy heterogéneo en función del entorno legal e institucional de cada país y, por tanto, su estudio no puede realizarse al margen del contexto cultural, político-social y económico en el que la empresa desarrolla su actividad, los códigos abordan, en su mayoría, aspectos fundamentales como la igualdad de todos los accionistas, la rendición de cuentas claras por parte de consejeros y directivos, la transparencia en los informes financieros y no financieros, los intereses de todos los *stakeholders* y el cumplimiento con la ley (Gregory y Simmelkjaer, 2002; Coombes y Chiu-YinWong, 2004).

El núcleo de los códigos se encuentra en las recomendaciones referentes al consejo de administración. Siguiendo el enfoque dominante de la Teoría de Agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983), los códigos de gobierno animan a los consejos de administración a desempeñar un papel activo e independiente en el control de la actuación directiva. En particular, académicos y profesionales recomiendan (Lorsch y MacIver, 1989; Conger *et al.*, 1998) incrementar el número de consejeros no ejecutivos y contar con una clara separación de poderes para garantizar la independencia del consejo, la creación de comités (por ejemplo comités de nombramiento, remuneración y auditoría) compuestos por consejeros no ejecutivos independientes, y el desarrollo de procedimientos de evaluación del consejo. La introducción de estas prácticas es considerado un factor necesario para evitar los problemas de gobierno y para incrementar el desempeño del consejo y de la empresa.

Las normas que se han elaborado en el ámbito europeo toman como base no sólo las directrices de la OCDE, sino especialmente las del Informe *Winter*, aprobado por la Unión Europea en 2002, y las del Plan de Acción para el Derecho de Sociedades, promovido por el Consejo de Competencia y elaborado por la Comisión Europea en 2003 bajo el título Modernización del Derecho de Sociedades y mejora de la Gobernanza Empresarial. Aunque, la oposición entre los llamados sistema

monista y dualista[1] ha impedido a la Unión Europea la elaboración de un código unificado que aúne las mejores prácticas para todos sus países miembros, un aspecto común es la perspectiva de agencia adoptada, que enfatiza la función supervisora del consejo de administración, siendo comunes las prescripciones que abogan por consejos de dimensión intermedia, más activos, más independientes y con una separación efectiva de las figuras del Primer Ejecutivo de la compañía y del Presidente del consejo. El estudio realizado por O´Shea (2005) concluye que la mayor parte de los códigos contienen recomendaciones referente a seis prácticas de gobierno:

- Proporción de consejeros ejecutivos y no ejecutivos, con especial referencia a los consejeros no ejecutivos independientes.
- Clara separación de las responsabilidades del presidente del consejo y del primer ejecutivo de la compañía (CEO[2]).
- Necesidad de proveer al consejo de información oportuna y de calidad.
- Procedimientos formales y transparentes para la incorporación de nuevos consejeros.
- Informes financieros completos y comprensibles.
- Mantenimiento de un buen sistema de control interno.

Por su parte, López y Pereira (2006), tras analizar 29 códigos de buenas prácticas, identifican 22 medidas que estructuran en tres grandes bloques. El primero con recomendaciones referentes a las asambleas, la estructura accionarial y los grupos de control; el segundo destinado a la estructura y responsabilidad del consejo de administración; y, en último lugar, un bloque de recomendaciones sobre el proceso de auditoría y la información financiera. En la Tabla I.4. se recogen las

[1] En el sistema monista, característico de Gran Bretaña, las funciones de gobierno y administración de la sociedad se reunifican en el consejo de administración, mientras que en el dualista, típico de las sociedades alemanas, es el consejo de vigilancia el que gobierna y el consejo de dirección o junta directiva el que administra la empresa (véase el apartado 2.3.4. de esta tesis doctoral).
[2] *Chief Executive Officer*, por sus siglas en inglés.

recomendaciones incluidas en cada uno de los tres bloques. Los resultados del estudio llevado a cabo evidencian que las recomendaciones relativas a la remuneración de los directivos y aquéllas encaminadas a la resolución de los conflictos de intereses, que hacen referencia a distintos aspectos del consejo de administración como su tamaño, tipología de consejeros o frecuencia de las reuniones, son las medidas más contempladas en los códigos.

Tabla I.4. Recomendaciones recogidas en los códigos de buen gobierno

	Recomendación	Nº Códigos	%
Bloque I	**Asambleas, estructura accionarial y grupo de control**		
1	Free float (cantidad mínima acciones negociadas en el mercado)	6	20,69%
2	Prohibición de prácticas restrictivas de tomas de control	12	41,38%
3	Plazo mínimo para convocatoria de la asamblea o reuniones	17	58,62%
4	Divulgación de acuerdos de accionistas	14	48,28%
5	Divulgación de nombres de accionistas y su posición	10	34,48%
6	Delegación de voto autorizada	22	75,86%
7	Aplicación de medidas para evitar conflictos de intereses	23	79,31%
8	Cada acción un voto	7	24,14%
9	Proporción máxima de acciones sin voto	3	10,34%
Bloque II	**Estructura y responsabilidad del consejo de administración**		
10	Tamaño del consejo	22	75,86%
11	Exigencia de especialización del consejo	22	75,86%
12	Periodicidad de reuniones	21	72,41%
13	Participación de los minoritarios en el consejo	5	17,24%
14	Separación de presidente del consejo y director general	20	68,97%
15	Plazos de elección y reelección del consejo	10	34,48%
16	Remuneración de los directivos	28	96,55%
17	Limitación de edad	6	20,69%
18	Evaluación de la eficiencia del consejo y de los directivos	14	48,28%
19	Aplicación de códigos éticos	7	24,14%
Bloque III	**Auditoría e información financiera**		
20	Periodicidad de los informes financieros	9	31,03%
21	Tamaño de la comisión de auditoría	12	41,38%
22	Adopción de normas financieras externas (internacionales)	6	20,69%

Fuente: López y Pereira (2006)

Las instituciones transnacionales han promovido la convergencia de las prácticas de gobierno con el objetivo de regular los mercados y proteger a los inversores (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2009). En este sentido, la unificación europea ha contribuido a la convergencia en materia de gobernabilidad (Reid, 2003; Hermes *et al.*, 2007), en particular a través de su Comunicación 284 (COM- 284) de 2003, en la que se aborda cómo mejorar la gobernanza empresarial en la Unión Europea al tiempo que proporciona recomendaciones específicas de gobierno, tales como el refuerzo de los derechos de los accionistas, la mayor divulgación y revelación de la información contable, así como la modernización de los consejos de administración. Aunque los códigos de buen gobierno son adoptados a nivel nacional, la Directiva 2006/46/CE de la Comisión Europea promueve su aplicación requiriendo que las empresas cotizadas hagan referencia a un código en sus informes corporativos sobre el principio de "cumplir o explicar". Recientemente, la Comisión ha aprobado un Libro Verde a través de su Comunicación 164 (COM-164) de 2011 con el objetivo de evaluar la eficacia del marco de gobernanza actual de las empresas europeas en aras de asegurar el crecimiento sostenible y construir un fuerte sistema financiero internacional.

No obstante, es necesario identificar los perfiles que han adoptado los códigos de buen gobierno en los distintos países atendiendo al entorno legal en el que se gestan. En este sentido, cobra una especial relevancia la clasificación de los sistemas financieros basada en el origen legal de los mismos (La Porta *et al.*, 1998), pudiéndose distinguir, como ya se ha comentado, dos tipos de países: países de derecho anglosajón o *common law* y países de derecho continental o *civil law*, que a su vez pueden subdividirse en tres grandes tradiciones legales, la francesa, la escandinava y la alemana. El contenido de los códigos de buen gobierno está condicionado por el entorno legal e institucional de cada país a través de la protección legal que éste confiere a los inversores. La evidencia empírica sugiere que los códigos de buen gobierno empresarial surgen como respuesta ante una deficiente cobertura legal, tratando de paliar sus carencias. En un escenario mundial en el que unos mercados financieros cada vez más integrados y globalizados asumen mayores cotas de protagonismo, los códigos de buenas prácticas tratan de mejorar el gobierno corporativo cuando la disciplina externa de los mercados y el entorno legal resultan

insuficientes para garantizar una gestión de la empresa orientada hacia la creación de valor para los propietarios.

López y Pereira (2006) concluyen que los países de la *civil law*, donde los inversores cuentan con una menor protección legal de sus derechos, incorporan frecuentemente a sus códigos de buen gobierno un mayor número de especificaciones que los países de la *common law*, resultado coherente con la idea de que los códigos surgen con el objetivo de subsanar las deficiencias del entorno legal e institucional en el que operan las empresas. Por su parte, Cuervo-Cazurra (2004), tras analizar los códigos de 49 países, concluye que éstos tienen una mayor probabilidad de promulgarse donde existe una débil protección legal de los derechos de los accionistas, una alta liberalización gubernamental y una alta presencia de inversores institucionales extranjeros. No obstante, y contrariamente a lo esperado, encuentra que los países con sistemas de gobierno más efectivos en términos de protección legal, es decir, aquéllos que siguen la tradición del derecho anglosajón, son más propensos a continuar mejorando sus prácticas de gobierno y a desarrollar nuevos códigos. Como señalan los autores, este hallazgo podría sugerir que los esfuerzos de algunos países para mejorar la protección de los derechos de sus inversores y mejorar su gobierno empresarial no es una práctica estática sino un proceso dinámico en el que las recomendaciones de gobierno son revisadas y mejoradas atendiendo a las nuevas realidades empresariales. No obstante, y a pesar de las diferencias señaladas, las recomendaciones convergen hacia las prácticas de los mercados anglosajones. El trabajo reciente de Kabbach-Castro y Crespí-Cladera (2011) compara los códigos de buen gobierno de España, Alemania y el Reino Unido y evidencia sus notables semejanzas, a pesar de estar encuadrados en sistemas legales de tradición bien distinta, la *civil law* francesa, la *civil law* germana y la *common law* respectivamente. No obstante, señalan que la principal diferencia encontrada se da en las explicaciones del "no cumplimiento" de las normas, basadas fundamentalmente en las estructuras de propiedad.

Las conclusiones extraídas en varios estudios (Cuervo, 2002; Roberts, 2004; Okike, 2007; Reaz y Hossain, 2007) apuntan que el principal factor a tener en cuenta para el diseño de códigos de buenas prácticas efectivos debe ser el contexto socio-

político y económico en el que opera la empresa. Según Yoshikawa *et al.* (2007), la performance financiera, el posicionamiento en el mundo empresarial y la cultura organizacional han de desempeñar un papel importante en el desarrollo de las reformas de gobierno. En el siguiente apartado se revisan las dos corrientes teóricas que explican la adopción de buenas prácticas de gobierno por parte de las empresas.

6.2. Fundamentos de la adopción de buenas prácticas: eficiencia y legitimación

La decisión de emitir un código de buen gobierno, conjunto de recomendaciones referentes a las características de los consejos de administración y otros mecasnimos de gobierno, puede asimilarse a la adopción de nuevas prácticas en un determinado sistema corporativo ya existente (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004). Sin embargo, la adopción de un nuevo código no necesariamente supone una mejora en el gobierno de la empresa, a veces sólo implica un cambio en el mismo.

Desde el ámbito académico la adopción de nuevas prácticas y su homogeneidad en un determinado sistema de gobierno ha sido explicado fundamentalmente desde dos enfoques teóricos: la Teoría de la Eficiencia y la Teoría de la Legitimación Institucional (DiMaggio y Powell, 1983; Tolbert y Zucker, 1983; Westphal *et al.*, 1997; Strang y Soule, 1998; Strang y Macy, 2001).

La primera de las aproximaciones se refiere a las ganacias de eficiencia que derivan de la innovación corporativa o la implantación de una nueva práctica de gobierno, mientras que la segunda sugiere que las recomendaciones son adoptadas porque, debido a su creciente implementación, su adopción es socialmente esperada. Ambos enfoques podrían explicarse a través del isomorfismo, definido como un proceso restrictivo que fuerza a cada individuo dentro de una población a intentar parecerse a otros que se enfrentan al mismo entorno (Hawley, 1968). Di Maggio y Powell (1983) hablan de dos tipos de isomorfismo, el competitivo y el institucional. Mientras el primero asume un sistema racional que enfatiza la competencia de mercado, el cambio, la innovación y las medidas de eficiencia, el segundo contempla a las organizaciones como agentes que no sólo compiten por recursos y clientes, sino también por el poder político y la legitimización institucional.

Teniendo en cuenta ambos enfoques (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004), si las razones de eficiecia prevalecen, cabe esperar que los países de la *civil law* desarrollen códigos de buen gobierno antes que los de la *common law* y que sus códigos contengan recomendaciones más estrictas. En caso contrario, si prevalecen las razones de legitimación es de esperar que los primeros desarrollen códigos más tarde que los segundos y que sus códigos incluyan recomendaciones más débiles.

Tolbert y Zucker (1983) afirman que aquéllos que adoptan las prácticas en primer lugar actúan movidos por razones de mejoras en la competitividad, mientras que los que lo hacen después persiguen cumplir con lo que se ha convertido en una buena práctica, empujados por la presión de no perder legitimidad. Estos autores definen la institucionalización como el proceso a través del cual los componentes de las estructuras formales llegan a ser ampliamente aceptados como apropiados y necesarios y sirven para legitimizar las organizaciones. Si las prácticas llegan a institucionalizarse, su adopción proporciona legitimización a la empresa o sistema social que las adopta, incluso aunque a veces estas prácticas puedan ser meramente simbólicas en lugar de estar relacionadas con los requerimientos de la actividad empresarial para la mejora del gobierno corporativo.

La primera de las aproximaciones concibe las empresas como agentes racionales que operan en un entorno complejo y señala las ganancias de eficiencia que deben seguir a la adopción de prácticas de buen gobierno (Thompson, 1967; Blau y Schoenherr, 1971). Las presiones que han emergido en los mercados de productos y capitales como consecuencia de la globalización crean competencia entre los distintos sistemas de gobierno, incrementando la presión sobre la élite política en relación a la efectividad de las prácticas de gobierno nacionales e impulsando la convergencia hacia los modelos internacionales dominantes (Whitley, 1999; Davis y Steil, 2001; Cuervo, 2002; Mallin, 2002; Becht *et al.*, 2003; Hansmann y Kraakman, 2004). Además, los escándalos corporativos que han tenido lugar en muchos países durante las últimas décadas (por ejemplo Enron, Worldcom, Global Crossing en Estados Unidos; Parmalat y Cirio en Italia; Ahold en los Países Bajos; etc.), a lo que se suma la reciente crisis financiera que ha sacudido los mercados internacionales, han forzado a los organismos políticos, las bolsas de

valores nacionales, las autoridades financieras y otras organizaciones multilaterales y supranacionales como la Unión Europea (UE), la Organización Económica para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE) o el Fondo Monetario Internacional (FMI) a buscar prácticas de gobierno más efectivas. Esto incrementa la protección de los derechos de los accionistas, promueve la creación de consejos de administración más activos y más independientes y favorece el desarrollo de mercados financieros transparentes y eficientes (Van den Berghe, 2002; Monks y Minow, 2004).

Por otro lado, el desarrollo de códigos de buen gobierno trata no sólo de incrementar la eficiencia de las reglas de gobierno, sino también la legitimación de las empresas nacionales en los mercados financieros internacionales. La integración de dichos mercados y la presión de los grandes inversores institucionales perfilan el gobierno corporativo de las grandes empresas en cada país. En este sentido, la segunda de las aproximaciones teóricas contempla a las empresas como agentes cautivos del entorno institucional en el que operan y sugiere que las prácticas de buen gobierno son adoptadas debido a su cada vez más difundido empleo para mejorar las características del gobierno empresarial, lo que conduce a que socialmente se espere su adopción (Meyer y Rowan, 1977; Zucker, 1987). La competencia entre países en una economía cada vez más globalizada genera una imitación normativa o coercitiva (Guler *et al.*, 2002), de tal forma que los países más expuestos a los sistemas de otras economías nacionales sufren una mayor presión para armonizar y legitimizar sus prácticas de gobierno. El estudio de Aguilera y Cuervo-Cazurra (2004) apoya esta idea, mostrando que los códigos de buen gobierno es más fácil que se desarrollen en países donde hay una mayor liberalización gubernamental y fuerte presencia de inversores institucionales. Bajo las presiones impuestas por las fuerzas externas, los mercados nacionales de valores, las asociaciones domésticas y los gobierno son forzados a cambiar las prácticas de gobierno en el país, no sólo para incrementar la eficiencia de las empresas nacionales, sino también para armonizar los sistemas nacionales de gobierno con las buenas prácticas internacionales. Renunciar a adherirse a las principios de gobierno desarrollados en el plano internacional implica el riesgo de no atraer inversores globales e incrementar el coste medio de capital para las empresas nacionales (Brancato, 1997; Davis y Steil, 2001).

Las razones de eficiencia y legitimación compiten entre ellas al tiempo que se complementan (Dacin *et al*., 2002). Los dos enfoques no tienen por qué ser incompatibles, porque las empresas pueden adoptar prácticas impulsadas por diferentes motivos. Como señalan Gordon y Roe (2004), dentro de cada país las características de las prácticas de gobierno son el resultado de la necesidad de incrementar no sólo la eficiencia corporativa, sino también la legitimación a nivel internacional. En este sentido, Tolbert y Zucker (1983), Aguilera y Cuervo-Cazurra (2004) o Zattoni y Cuomo (2008), entre otros, encuentran evidencia empírica a favor de que tanto la eficiencia como la legitimación conducen a la adopción de nuevas prácticas de gobierno.

Zattoni y Cuomo (2008) en su ánalisis de códigos de buen gobierno de 44 países, 15 adscritos a la tradición del derecho anglosajón y 29 al del derecho continental (13 de tradición francesa, 12 de tradición alemana y 4 de tradición escandinava) concluyen que tanto las razones de legitimación como las de eficiencia parecen explicar la difusión internacional de códigos de buen gobierno. En cuanto a los criterios de eficiencia, los países de la *civil law* extienden sus recomendaciones a las compañías no cotizadas con una mayor frecuencia que los países de la *common law*, mientras que con respecto a la legitimización, los primeros adoptan los códigos más tarde, abordan menos aspectos y establecen recomendaciones más ambiguas y menos restrictivas. En su conjunto, parece que los países de la *civil law* se mueven más por razones de legitimización que por aquéllas vinculadas con la mejora de las prácticas del gobierno empresarial.

A pesar de los potenciales beneficios que puedan reportar las prácticas efectivas de gobierno y de la presión impuesta por las fuerzas de la globalización, modificar los modelos de gobierno no resulta sencillo porque están encuadradas en el entorno institucional de cada país (North, 1990; Whitley, 1999; Aoki, 2001). La gran complementariedad existente entre las distintas prácticas de gobierno puede obstaculizar el proceso de convergencia por varias razones. En primer lugar, alterar un mecanimos sin cambiar el resto puede disipar los beneficios derivados de su interacción. En segundo lugar, es difícil transformar las instituciones al mismo tiempo y de manera coordinada (Bebchuk y Roe, 1999; Schmidt y Spindler, 2002).

Además, la modificación de las prácticas de gobierno requiere, a menudo, cambios en la legislación vigente y, por tanto, el acuerdo entre la élite política y la empresarial respecto al modelo de gobierno a adoptar (Gordon y Roe, 2004). Las prácticas iniciales de gobierno tienen efectos distributivos y crean grupos de interés que apoyan el estatus quo, de tal forma que los agentes nacionales suelen ser reacios a las presiones externas para adoptar prácticas de gobierno más efectivas si no perciben beneficios privados de control (Rhodes y Van Apeldoom, 1998; Bebchuk y Roe, 1999).

Los efectos de las fuerzas institucionales que conducen a comportamientos isomórficos entre empresa localizadas en diferentes países no son irresistibles. El estudio de Guler *et al.*, (2002) aporta evidencia en contra de la creencia generalizada de que la globalización es un proceso innexorable, uniforme y homogéneo, que tiende al isomorfismo entre países, al menos en la adopción de prácticas organizacionales. Además, muestra que existen diferencias entre países en los ratios de difusión de las prácticas y aportan luz sobre las fuerzas que conducen el proceso.

Dos tipos de dinámicas podrían ralentizar el cambio en las prácticas de gobierno (Bebchuk y Roe, 1999). En primer lugar, las prácticas de gobierno son mecanismos complementarios entre sí, así que la modificación de uno de ellos sin cambiar el resto podría eliminar los beneficios derivados de su interacción (Bebchuk y Roe, 1999; Schmidt y Spindler, 2002). En segundo lugar, la élite corporativa podría resistirse a la introducción de mejores prácticas de gobierno, porque esos cambios podrían reducir su poder para extraer beneficios privados de control de los recursos corporativos (Rhodes y Van Apeldoom, 1998; Bebchuk y Roe, 1999; Morck y Yeung, 2003; Collier y Zaman, 2005; Zattoni y Cuomo, 2008). Estas dinámicas no pueden impedir la introducción de códigos de buen gobierno, pero pueden ralentizar su desarrollo y limitar los cambios en los sistemas de gobierno nacionales.

El hecho de si los códigos son adoptados por razones de eficiencia o de legitimidad continúa siendo objeto de debate y no ha recibido demasiada atención por parte de la literatura académica (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004; Zattoni y Cuomo, 2008). En el siguiente apartado se revisa la literatura existente acerca de la

relación entre códigos de buen gobierno y desempeño o *performance* de la empresa, tratando de arrojar algo de luz sobre la eficiencia de las prácticas corporativas actuales.

6.3. El buen gobierno y el desempeño financiero

Aunque la investigación empírica ha respaldado la hipótesis de que el gobierno corporativo influye sobre la competitividad de las empresas, sus resultados y su valor de mercado y, por tanto, repercute sobre la economía y sobre la sociedad en su conjunto, la dirección del efecto de dicha relación es un tema aún controvertido. En los últimos años se han realizado numerosos intentos tanto para medir las prácticas de gobierno corporativo como para verificar estadísticamente sus beneficios.

La literatura sobre gobierno corporativo pone de relieve que, aunque cada vez son más las empresas que pese al carácter voluntario de los códigos de buen gobierno tienden a cumplir con sus recomendaciones, muchas otras se alejan aún de dichos modelos de gobierno (Fraile y Fradejas , 2012; Bebenroth, 2005; McNeil y Li, 2006). Por un lado, la aproximación de "cumplir o explicar" permite el "no cumplimiento" y, por otro, el cumplimiento con las prescripciones no garantiza una adecuada estructura corporativa (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2009). En este contexto, resulta relevante el análisis de la relación existente entre prácticas de buen gobierno y desempeño financiero de las empresas, principalmente porque la investigación muestra que es precisamente dicho desempeño el que podría justificar el "no cumplimiento".

Teniendo en cuenta que el cumplimiento de las normas de buen gobierno conlleva importantes costes de implantación (Aguilera *et al.*, 2008), parece razonable que las empresas esperen beneficios derivados de su adopción en forma de mejoras en su *performance* y de reacciones positivas en la valoración del mercado. La evidencia empírica al respecto es mixta y poco concluyente. Diversos trabajos se han basado en la construcción de índices de buen gobierno para analizar la relación entre

el gobierno corporativo y el desempeño empresarial (véase la Tabla I.5.)[3]. Mientras un primer grupo de trabajos más numeroso encuentra una relación positiva, otros encuentran relaciones negativas o no significativas.

Gompers *et al.* (2003) construyen un índice de derechos de los accionistas para una muestra de empresas de Estados Unidos a partir de 24 recomendaciones de buen gobierno, concluyendo una relación positiva con el valor de la compañía, su beneficio y el crecimiento de las ventas para el año 1990. En la misma línea, Khiari *et al.* (2007) construyen un índice de buen gobierno para una muestra de 320 empresas norteamericanas cotizadas durante el período 1994-2001, y encuentran una relación positiva con la Q de Tobin. En su estudio identifican dos sistemas opuestos de gobierno, concluyendo que aquellas empresas con un peor desempeño se caracterizan por una mayor discrecionalidad directiva, una mayor concentración de la propiedad, consejos dominados por el máximo ejecutivo y un mayor atrincheramiento directivo. En cambio, las empresas con mejor desempeño se caracterizan por una mayor eficiencia de control interno.

Sin embargo, la relación encontrada por Francis *et al.* (2012) para el mercado norteamericano en el período 2007-2009 es negativa, tanto para la rentabilidad de las acciones como para la de los activos. En el caso colombiano, Gutiérrez y Pombo (2006) relacionan un índice de la calidad de gobierno corporativo para un grupo de 43 empresas con la Q de Tobin y encuentran que, aunque su signo es el esperado, no resulta ser estadísticamente significativo.

Además de las diferencias existentes entre los diferentes mercados y períodos de tiempo analizados, son varios los factores que pueden explicar estos resultados mixtos y poco concluyentes. Primero, otros factores relativos al gobierno corporativo pueden afectar a la relación entre buenas prácticas y desempeño de la empresa. Entre ellos, la endogeneidad[4] de las variables explicativas, omitida en muchos trabajos (Mura, 2007), lo que puede desembocar en estimaciones sesgadas e inconsistentes.

[3] Gran parte de los trabajos realizados incluyen índices de buen gobierno como variable de control, no siendo el objetivo principal de los mismos el análisis de su relación con el desempeño empresarial.
[4] El concepto de endogeneidad y sus implicaciones a la hora de llevar a cabo análisis empíricos se explica en profundidad en el capítulo 3 de esta tesis doctoral.

En segundo lugar, las características específicas de las empresas son muy susceptibles de influir en dicha relación. Por ejemplo, Fernández-Rodríguez *et al.* (2004) encuentra que los efectos riqueza son mayores para empresas con menores niveles de apalancamiento y en los que los consejos están dominados por los directivos. En esta misma línea, Benkel *et al.* (2006) también muestran que niveles reducidos de manipulación del resultado empresarial, gracias a la labor de supervisión ejercida por los consejeros independientes, se asocian generalmente con empresas grandes y rara vez con las pequeñas, sugiriendo que estos resultados pueden derivar de un mayor escrutinio público de las grandes compañías que proporciona a los consejeros independientes más incentivos para controlar mejor y más recursos para contratar consejeros con más experiencia y conocimiento. Estos hechos sugieren que, tanto los beneficios como los costes asociados a la implementación de las recomendaciones, podrían estar estrechamente relacionados con las estructuras de gobierno previas a la implementación de las prácticas de gobierno y con las características propias de la empresa.

En resumen, aunque en líneas generales los índices de gobierno parecen mostrar un efecto positivo de la adopción de prácticas de buen gobierno en términos de desempeño empresarial, los resultados son mixtos. Otros factores y características empresariales parecen afectar a la relación, lo que requiere un análisis más cuidadoso para destilar el valor que las prácticas de buen gobierno tienen sobre las empresas.

Tabla I.5. Relación entre cumplimiento de recomendaciones de buen gobierno y performance de la empresa

AUTOR/ES	PAÍS/ES	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON ÍNDICES DE GOBIERNO
Alves y Mendes (2004)	Portugal	ROE	Positiva
Aggarwal y Williamson (2006)	Estados Unidos	Q de Tobin	Positiva
Bauer *et al.* (2004)	15 países europeos (FTSE Eurotop 300)	ROE, margen de beneficios, Q de Tobin	Negativa (ROE y margen de beneficios), positiva (Q de Tobin)
Bauer *et al.* (2008)	Japón	Precio de mercado de las acciones	Positiva
Bauwhede (2009)	14 países europeos (FTSE Eurotope 300)	ROA	Positiva
Beiner *et al.* (2004)	Suiza	Q de Tobin	Positiva
Benkel *et al.* (2006)	Australia	Manipulación contable de resultados	Negativa
Bhagat y Bolton (2008)	Estados Unidos	ROA, Q de Tobin	Positiva, no significativa
Black (2001)	Rusia	Capitalización bursátil	Positiva
Black *et al.* (2003)	Corea	Q de Tobin	Positiva
Black y Kim (2012)	Corea	Q de Tobin, ratio valor	Positiva
Braga-Alves y Shastri (2011)	Brasil	Q de Tobin, ROA	Positiva, no significativa al controlar la endogeneidad
Chen *et al.* (2007)	Taiwán	ROE	Positiva
Chong y López de Silanes (2007)	Méjico	Q de Tobin, ratio valor	Positiva, resultados mixtos
Dahya *et al.* (2002)	Reino Unido	Reemplazamiento del CEO	Positiva
Del Brio (2006)	España	Valor de mercado	Positiva
Drobetz *et al.* (2004)	Alemania	ROE	Positiva
Durnev y Kim (2002)	27 países de los cinco continentes	Q de Tobin	Positiva

AUTOR/ES	PAÍS/ES	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON ÍNDICES DE GOBIERNO
Fernández-Rodríguez *et al.* (2004)	España	Rentabilidades anormales positivas	Positiva
Francis *et al.* (2012)	Estados Unidos	Rentabilidad de las acciones, ROA	Negativa
Garay y González (2008)	Venezuela	Q de Tobin	Positiva
Garay *et al.* (2005)	Venezuela	Capitalización bursátil	Positiva
Gompers *et al.* (2003)	Estados Unidos	Rentabilidades anormales, Q de Tobin, margen de beneficios, ROE, crecimiento de las ventas	Positiva
Gutiérrez y Pombo (2007)	Colombia	Q de Tobin	No significativa
Khiari *et al.* (2007)	Estados Unidos	Q de Tobin	Positiva
Klapper y Love (2002)	14 mercados emergentes	Q de Tobin, ROA	Positiva
Klein *et al.* (2005)	Canadá	Q de Tobin	No significativa
Leal y Carvalho-Da-Silva (2005)	Brasil	Capitalización bursátil	Positiva
Li y Srinivassan (2011)	Estados Unidos	Q de Tobin	No significativa
Machuga y Teitel (2007)	Méjico	Rentabilidades anormales positivas	Positiva
Nowak *et al.* (2006)	Alemania	Precio de las acciones, Q de Tobin	No significativa
Park y Shin (2004)	Canadá	Ajustes por devengo	No significativa
Villalonga y Amit (2006)	Estados Unidos	Q de Tobin	Positiva
Weir y Laing (2000)	Estados Unidos y Reino Unido	Manipulación contable de resultados	Negativa

Fuente: Elaboración propia.

6.4. Críticas a las reformas en materia de buen gobierno

Los escándalos financieros que han tenido lugar en muchas de las grandes corporaciones internacionales, unido a la facilidad con que se puede obtener información sobre las empresas que cotizan en los mercados de valores, son posiblemente, algunas de las causas que han promovido las reformas de gobierno corporativo actuales, dirigidas a la creación de un modelo de mercado orientado hacia las mejores prácticas que conduzcan a una mayor transparencia y divulgación de información financiera, y que enfatizan la labor supervisora del consejo de administración. Aunque deseable en cuanto a la forma, esta inclinación de las mejores prácticas hacia el modelo de mercado en todas las situaciones podría ser errónea en cuanto al fondo, debido a su excesiva confianza en los preceptos de la Teoría de la Agencia.

La Teoría de la Agencia supone un comportamiento egoísta de los directivos, precisando de una estrecha supervisión para garantizar que éstos cumplen con sus obligaciones contractuales. Centrada en el oportunismo gerencial, esta teoría se orienta hacia el control, de tal forma que la labor de vigilancia del consejo de administración adquiere una gran relevancia (Hillman y Dalziel, 2003). Como resultado de la necesidad de supervisión motivada por los sentimientos subyacentes de desconfianza respecto a la actuación directiva, los defensores del modelo de mercado se han apoyado en los preceptos de esta teoría para promover la creación de consejos de un tamaño intermedio, más activos, más independientes y con una clara separación de poderes. Estas prácticas del modelo de mercado fundamentadas en la Teoría de Agencia ignoran, sin embargo, algunos componentes claves que pueden formar parte de determinadas realidades empresariales.

En primer lugar, las prácticas del modelo de mercado no se ocupan de la dimensión humana del consejo de administración y, por tanto, no contemplan de forma adecuada la capacidad del consejo para supervisar la actuación directiva, lo que evoca la aproximación colaborativa de la Teoría del Servidor[5] (Donaldson y

[5] Para una completa revisión de la Teoría del Servidor, véanse los capítulos II y III de esta tesis doctoral, en los que se realiza un análisis integrado teniendo en cuenta esta aproximación,

Davis, 1994). En contraposición con la Teoría de Agencia, que propone una visión económica y oportunista de los directivos y sugiere que aquéllos que se encuentran en una posición de poder la usarán para expropiar a los que tienen una posición más débil, los partidarios de la Teoría del Servidor proponen que los directivos son fundamentalmente personas de confianza y, por tanto, buenos administradores de los recursos que se ponen a su disposición. Esta teoría enfatiza la potencial actitud pro organizacional de los agentes que dirigen la empresa y destaca el papel del consejo no sólo para supervisar su actuación, sino también para apoyarlos en el proceso de toma de decisiones

Los partidarios de la Teoría del Servidor se centran, por tanto, en la necesidad de mejorar la colaboración y la toma de decisiones entre el consejo y el equipo directivo otorgando poder a este último (Davis *et al.*, 1997). Contrariamente a las implicaciones de la Teoría de la Agencia, la Teoría del Servidor enfatiza la capacidad asesora del consejo y opera bajo el supuesto de que los directivos son personas capaces de identificarse personalmente con la empresa, internalizar su función y obtener satisfacción de su motivación intrínseca. A diferencia de la visión miope de la Teoría de la Agencia, en el modelo de mercado la combinación de los postulados de ambas teorías, Agencia y Servidor, podría mejorar la confianza en las capacidades humanas y solventar la desconfianza en sus limitaciones, centrándose en la resolución de las ineficiencias derivadas del proceso de toma de decisiones y no tanto en aquéllas emergentes del comportamiento de los individuos. El objetivo último sería el equilibrio entre la supervisión y la colaboración entre los agentes involucrados, lo que permitiría un efectivo sistema de gobierno (Sundaramurthy y Lewis, 2003).

En segundo lugar, las prácticas del modelo de mercado ignoran los diferentes comportamientos asociados en función de la identidad de los inversores de la empresa. Centrados en la base accionarial dispersa e inactiva de las típicas compañías cotizadas descritas en Berle y Means (1932), los defensores del modelo

conjuntamente con la de agencia, para explicar el funcionamiento del consejo de administración y el papel de los grandes accionistas de control en el gobierno de la empresa.

de mercado no responden a los intereses de las empresas con estructuras accionariales concentradas y estables.

Así por ejemplo, los accionistas de naturaleza familiar pueden tener diferentes intereses y horizontes temporales de inversión con respecto a otros inversores de las típicas compañías cotizadas con una propiedad atomizada y dispersa (Aronoff y Ward, 1995). En este sentido, los académicos de la Teoría del Servidor consideran que el comportamiento de dichos accionistas se puede explicar bajo este enfoque, en tanto se caracterizan por una filosofía de gestión participativa, una elevada involucración personal y social en la empresa, identificándose a menudo con los valores corporativos (Le Breton-Miller y Miller, 2009). Emocionalmente comprometidos con la supervivencia de la empresa en el largo plazo, no se centran en la consecución de beneficios económicos cortoplacistas y utilizan su influencia para favorecer a todos los agentes con intereses en la compañía con el fin último de asegurar el desarrollo sostenible de la misma.

Los defensores del modelo de mercado, sin embargo, perciben el gobierno de las empresas de propiedad familiar como poco objetivo e independiente, ya que los miembros de la unidad familiar suelen tener gran influencia sobre la dirección y el consejo de administración. Sin embargo, las organizaciones con grandes accionistas familiares, con independencia de los marcos jurídico, financiero y cultural en los que operan, han sido capaces de desarrollar su objetivo social con éxito en el modelo de control. Incluso en los estados Unidos y el Reino Unido, donde el modelo de mercado es más prevalente, la empresa familiar ha tenido éxito con propietarios que participan activamente en la dirección y el consejo de administración.

Por tanto, el modelo de control puede ser una forma factible de gobierno corporativo. La clave reside en la responsabilidad, y la esencia del buen gobierno debe orientarse al cumplimiento responsable de los compromisos adquiridos por parte de todos los agentes implicados en la empresa, sin dejar de preservar un ambiente de confianza y unidad. En este nuevo contexto de propiedad concentrada, donde se observan grupos accionariales con una participación activa en la empresa, el modelo corporativo debe contemplar la colaboración entre el equipo directivo, los

accionistas y el consejo de administración en el proceso de toma de decisiones (Pound, 1995)

Como señalan Hillman *et al.* (2008) o Van Puyvelde *et al.* (2012), la Teoría de Agencia y la del Servidor no deben ser mutuamente excluyentes, sino complementarse, con una mayor preponderancia de una u otra en función del contexto determinado de análisis. En este sentido, el gobierno de las organizaciones debería tener en cuenta los preceptos de las dos en el diseño e implementación de prácticas de buen gobierno, lo que permitiría la reasignación de recursos que desde una aproximación unilateral de agencia serían destinados a la implantación de mecanismos adicionales de supervisión o al establecimiento de incentivos (Coles *et al.*, 2001).

CAPÍTULO II

EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN: GOBIERNO Y DESEMPEÑO CORPORATIVO

"Porque ser libre no es sólamente desatarse las propias cadenas, sino vivir de una forma que respete y mejore la libertad de los demás".

Nelson Mandela

1. INTRODUCCIÓN
2. EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN: PARADIGMAS TEÓRICOS
   2.1. La Teoría de Agencia
   2.2. La Teoría del Servidor
   2.3. La Teoría de Recursos y Capacidades
3. LAS FUNCIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN
   3.1. La función de supervisión
   3.2. La función de asesoramiento
   3.3. Supervisión *versus* asesoramiento
   3.4. Estructura del consejo de administración: sistema monista *versus* sistema dualista
4. LA EFICIENCIA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN
   4.1.La dimensión del consejo de administración
   4.2.La composición del consejo de administración
   4.3.La estructura de liderazgo del consejo de administración
   4.4.La propiedad accionarial de los consejeros
   4.5.La actividad del consejo de administración
5. REFLEXIONES FINALES

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de las últimas décadas, los sistemas de gobierno corporativo han experimentado cambios sustanciales en todas las economías mundiales. La globalización y liberalización de los mercados financieros, los escándalos corporativos, las mayores demandas de responsabilidad y transparencia, junto con los fallos de otros mecanismos de gobierno (por ejemplo, el mercado de control corporativo), han situado a los consejos de administración en el centro del debate sobre el gobierno de las sociedades (Kiel y Nicholson, 2003). En este contexto, cuestiones relativas a sus funciones y composición han suscitado un creciente interés tanto en el ámbito académico como en el profesional. Ambos aspectos, así como su relación con el desempeño empresarial, son abordados en este capítulo.

A pesar de la atención prestada a los consejos de administración desde distintos sectores de la sociedad, la evidencia empírica al respecto apunta que ha de seguir investigándose en aras a conseguir un gobierno empresarial eficiente. Aunque son numerosos los estudios que han analizado este órgano de gobierno desde distintas disciplinas de conocimiento realizando importantes aportaciones a la literatura (en el ámbito del derecho (Richards y Stearn, 1999), de la economía (Jensen y Meckling, 1976), de las finanzas (Fama, 1980), de la sociología (Useem, 1984), de la dirección estratégica (Boyd, 1995) o desde la teoría de las organizaciones (Johnson, 1997)), la evidencia empírica sobre los factores que determinan su eficiencia y sobre las modificaciones necesarias para contribuir a la creación de valor corporativo es poco concluyente (Finkelstein *et al.* 2009; Hillman *et al.*, 2011).

Como se expondrá a lo largo de este capítulo, existe una amplia investigación que, sin embargo, ha aportado poco consenso acerca del efecto que el consejo de administración tiene sobre el desempeño de la empresa (Johnson *et al.*, 1996; Coles *et al.*, 2001). Pese al gran esfuerzo realizado, no existen conclusiones unánimes acerca de la relación directa existente entre el consejo de administración y diversas medidas de desempeño empresarial (Zahra y Pearce, 1989; Pettigrew, 1992; Johnson *et al.*, 1996; Bhagat y Black, 1999; Finkelstein *et al.* 2009; Hillman *et al.*, 2011). La gran heterogeneidad en los resultados reportados puede explicarse, en parte, por las diferentes perspectivas teóricas adoptadas y el consecuente reconocimiento de distintas funciones al consejo de administración, las diversas metodologías utilizadas o las múltiples medidas de desempeño empleadas.

La Teoría de Agencia (Jensen y Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Jensen, 1993) ha sido la corriente teórica dominante en la mayor parte de estudios realizados hasta la fecha desde una perspectiva económico-financiera (Hermalin y Weisbach, 2003). Bajo este enfoque, que reconoce como función principal de los consejos de administración la supervisión de la actuación directiva, se han emitido diversas recomendaciones de buen gobierno que abogan la necesidad de contar con consejos de dimensión intermedia, más independientes, más activos, con una participación

directiva en el capital de la empresa moderada y con una separación efectiva de las figuras del primer ejecutivo de la compañía (CEO) y del presidente del consejo. Sin embargo, la evidencia empírica al amparo de esta teoría no es concluyente.

Las limitaciones evidenciadas en la investigación existente han puesto de manifiesto la necesidad de incorporar nuevas perspectivas teóricas en los estudios sobre los consejos de administración. Durante los últimos años, diversos autores han señalado que la Teoría de Agencia, que define al consejo de administración como vértice del sistema de control interno de las empresas (Jensen, 1993), tiene una capacidad explicativa limitada en los análisis sobre gobierno corporativo (Daily *et al.*, 2003; Gabrielsson y Huse, 2004; Dalton y Dalton, 2005; Hambrick *et al.,* 2008), señalando la necesidad de contar con aproximaciones multiteóricas que tengan en cuenta otras funciones importantes que ha de desempeñar este órgano de gobierno.

La introducción de nuevas perspectivas y el consecuente cambio en la dirección de la investigación sobre gobierno corporativo no implican que el conocimiento acumulado hasta la fecha desde un punto de vista de agencia deba ser desdeñado, sino que éste ha de combinarse con el aportado por otros enfoques. Existen varias teorías que pueden contribuir al conocimiento del órgano de gobierno supremo (Zahra y Pearce, 1989; Huse, 2007; Pugliese *et al.* 2009). Sin embargo, el surgimiento de teorías alternativas, contrapuestas en algunos puntos, ha contribuido aún más al amplio debate sobre gobierno corporativo. Así por ejemplo, las teorías de Agencia, del Servidor o de Recursos y Capacidades reconocen diferentes roles principales al consejo de administración, de tal forma que la configuración óptima de dicho órgano difiere en función de la aproximación teórica adoptada. No obstante, un aspecto común de todas ellas es su énfasis en esclarecer la relación existente entre distintas características de los consejos de administración y el desempeño de la empresa. En este sentido, la literatura académica desarrollada durante los últimos años concluye que la relación entre el consejo de administración y el desempeño de la empresa es demasiado compleja como para poder ser explicada de forma unilateral por una sola teoría (Nicholson y Kiel, 2007; Hillman *et al.*, 2009). En la misma línea de argumentación, en este capítulo se realiza una revisión de la relación existente

entre el consejo de administración y el desempeño empresarial en función de los tres paradigmas teóricos dominantes en la investigación sobre gobierno corporativo, la Teoría de Agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983; Eisenhardt, 1989), la Teoría del Servidor (Donaldson, 1990; Donaldson y Davis, 1991, 1994) y la Teoría de Recursos y Capacidades (Zald, 1969; Pfeffer, 1972; Pfeffer y Salancik, 1978). Mediante la consideración integrada de estas tres perspectivas teóricas y siguiendo a Hillman y Dalziel (2003), este capítulo se estructura en torno a dos funciones de consejo de administración: la supervisión del equipo directivo en representación de los accionistas y la provisión de recursos, entre ellos, y en particular, el asesoramiento. Estas teorías han contribuido a esclarecer las funciones que llevan a cabo los consejos para contribuir al mejor desempeño de la organización que controlan.

Los últimos apartados de este capítulo se destinan a revisar las distintas responsabilidades que la literatura académica ha reconocido a los consejos de administración, así como la relación empírica encontrada entre distintos atributos de este órgano de gobierno y el desempeño empresarial.

2. EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN: PARADIGMAS TEÓRICOS

2.1. La Teoría de Agencia

La Teoría de Agencia ha sido la corriente teórica dominante en los estudios sobre consejos de administración, especialmente en el campo de las finanzas. Ésta hace referencia a la alineación de intereses entre propietarios y directivos (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983). La idea de partida es el conflicto de intereses entre aquéllos que aportan fondos a la empresa, sus propietarios, y los administradores de dichos fondos, los directivos (Fama y Jensen, 1983). El reconocimiento de este conflicto fue documentado por primera vez por Adam Smith (1776), aunque no es hasta comienzos del pasado siglo, con el trabajo de Berle y Means (1932), cuando se comienza a hablar de la separación efectiva

entre la propiedad y el control de la empresa. Separación que implica que los directivos poseen un conocimiento y experiencia sobre la empresa superior al de los propietarios y, por tanto, pueden actuar a expensas de los accionistas. La combinación de estas asimetrías informativas, los diferentes perfiles de riesgo y la imposibilidad de los directivos para diversificar su riesgo pueden conducir a comportamientos oportunistas por su parte. Los propietarios de la empresa necesitan incurrir en costes de agencia para supervisar la actuación de los directivos e intentar reducir la divergencia de intereses entre ambas partes. Jensen y Meckling (1976), que argumentan que los costes de agencia son parte inevitable de la relación dirección-propiedad, formalizan esta hipótesis en un modelo matemático. El problema de agencia ha sido desarrollado posteriormente en unos trabajos que han resultado clave (véase, por ejemplo, Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Eisenhardt, 1989), los cuales identifican que el interés propio de los directivos puede ser detectado a través de las remuneraciones u otro tipo de gratificaciones, y también en otro tipo de motivaciones menos identificables como la persecución del objetivo de un gran crecimiento a expensas del beneficio económico (Stano, 1976).

Desde esta perspectiva, el gobierno corporativo ha de establecer mecanismos de control y supervisión que permitan una adecuada protección de los accionistas ante un posible comportamiento oportunista del equipo directivo (Pearce y Zahra, 1992). La Teoría de Agencia, ampliamente aceptada en el ámbito político-empresarial, ha desembocado en prescripciones normativas que han abogado por consejos de un tamaño intermedio[7], con una mayoría de consejeros independientes y con una separación efectiva de las figuras del CEO y del presidente del consejo. Estas características permitirán que el consejo supervise eficazmente la actuación directiva. Como resultado de esta labor de supervisión, existirán menos oportunidades para que los directivos actúen en interés propio a expensas de los intereses de los propietarios, habrá menos costes de agencia y, por tanto, los

[7] Desde esta perspectiva, un mayor número de consejeros aumenta la capacidad supervisora. No obstante, como se comentará más adelante, los consejos sobredimensionados conducen a un aumento de los costes asociados al conflicto del polizón y a los problemas de coordinación, comunicación y flexibilidad en la toma de decisiones, lo que afecta negativamente a la eficiencia de la función de supervisión y se traduce en una menor creación de valor (Yermack, 1996).

accionistas percibirán mayores rentabilidades o incrementos del beneficio. En suma, una función de supervisión más eficiente está asociada con menores costes de agencia y, consecuentemente, con un mejor desempeño empresarial.

El impacto de la Teoría de Agencia en la investigación sobre gobierno corporativo puede observarse en el elevado número de estudios que han examinado dos cuestiones fundamentales, el efecto de la composición y la estructura de liderazgo del consejo de administración sobre el desempeño de la empresa. Como se ha señalado anteriormente y como se desarrollará ampliamente en los siguientes epígrafes de este capítulo, los resultados de estos trabajos son contradictorios y poco concluyentes (Rhoades *et al.*, 2001). Además, la diversidad de resultados ha ido en aumento al tiempo que lo ha hecho el interés por la investigación en este campo (Gómez-Mejía *et al.*, 2001; Korac- Kakabadse *et al.*, 2001; Hillman *et al.*, 2011).

Esta teoría ha sido ampliamente desarrollada en el contexto anglo-americano y, en consecuencia, muy criticada por su limitada aplicabilidad a otros contextos institucionales diferentes (Aguilera *et al.*, 2008). En respuesta a las críticas se han desarrollado nuevas ramas de esta teoría, como la Teoría de Agencia Social (Wiseman *et al.*, 2012) y la Teoría de Agencia Comportamental (Wiseman y Gómez-Mejía, 1998).

2.2. La Teoría del Servidor

Con origen en los campos de la sociología y la psicología, la Teoría del Servidor (Donaldson y Davis, 1991; Filkenstein y D´Aveni, 1994; Davis *et al.*, 1997, 2010; Lee y O´Neill, 2003; Waserman, 2006) ha sido incorporada en el campo de la economía de la empresa para tratar de explicar determinadas realidades empresariales ofreciendo una visión de los agentes que recoja otros factores comportamentales más allá de los meramente económicos. Contrariamente a la Teoría de Agencia, que propone una visión económica de los directivos, la Teoría del Servidor ofrece una visión psico-social del gobierno corporativo y establece que las relaciones en el seno de la empresa se rigen por unas pautas de comportamiento que

no están dirigidas por el conflicto de intereses agente-principal (Donaldson y Davis, 1989,1991). Así, considera que los directivos de la empresa son personas de confianza, comprometidos con la organización y, por tanto, buenos administradores de los recursos que la empresa les confía (Donaldson, 1990; Donaldson y Davis, 1991; 1994). En particular, el comportamiento de estos directivos es tal que las conductas a favor de la empresa les proporciona mayor utilidad que las oportunistas e individualistas. Como éste es su pensamiento, actuar de acuerdo al mismo y no de un modo egoísta no implica una falta de racionalidad (Wang *et al.*, 2013).

Bajo esta perspectiva, los intereses del directivo estarían alineados con los de la organización (Lane *et al.*, 1998, 1999) y, por tanto, aunque no se niega que los directivos puedan tratar de maximizar su utilidad personal, esta teoría propone que el directivo-servidor no se apartará de los intereses colectivos. Dado que el principal objetivo de la empresa es la maximización de la riqueza de sus propietarios, el equipo directivo, bajo este comportamiento de servidor, perseguirá el mismo objetivo. En el caso de que los intereses de distintos partícipes en la empresa no coincidan, la dirección tomará decisiones encaminadas a servir el mejor interés general de la organización (Davis *et al.*, 1997; Miller *et al.*, 2006).

De acuerdo con esta teoría, la ganancia derivada de este comportamiento pro-organizacional es mayor que la derivada de un comportamiento individualista que sólo persiga el interés propio. En este contexto, el directivo-servidor está dispuesto a maximizar los múltiples y, a menudo, contrapuestos intereses de los diversos partícipes a través del desempeño empresarial porque, al hacerlo, maximiza su propia función de utilidad (Davis *et. al.*, 1997). El comportamiento del servidor está altamente orientado hacia la cooperación y su motivación responde más a cuestiones intrínsecas que extrínsecas. Por tanto, el servidor no sólo añade valor a través de su comportamiento pro-organizacional, sino que también internaliza los objetivos de la organización en sus estructuras cognitivas individuales (Boyd *et al.*, 2011).

Davis *et al.* (1997) presentan una amplia descripción de este enfoque teórico. Estos autores conciben el gobierno corporativo como el resultado simultáneo de dos perspectivas, la psicológica o conductual en cuanto al comportamiento humano y la

situacional en cuanto al modelo de organización empresarial. En consecuencia, la estructura de gobierno resultante tiene su origen no sólo en los factores conductuales y las motivaciones de los agentes, sino también en las condiciones organizacionales y culturales existentes en el seno de la organización. Estas dos perspectivas están estrechamente relacionadas, puesto que el contexto organizacional y cultural existente en el seno de la empresa deriva de los factores comportamentales y las motivaciones de los agentes que la integran.

Desde esta perspectiva teórica, una excesiva supervisión del equipo directivo por parte del consejo de administración es innecesaria, e incluso contraproducente, para lograr un mejor desempeño corporativo. Aquellas estructuras de gobierno que enfatizan el control directivo sobre el control del consejo pueden resultar más beneficiosas (Donaldson y Davis, 1994). Los consejos grandes, con más consejeros independientes y estructuras de liderazgo no duales, podrían reducir el comportamiento servidor de los directivos (Jaskiewicz y Klein, 2007), por lo que esta teoría recomienda consejos de menor tamaño, que incorporen una alta proporción de consejeros ejecutivos que se dediquen más a funciones asesoras del consejo, así como estructuras de liderazgo duales (Corbetta y Salvato, 2004b; Daily *et al.*, 2003; Hillman y Dalziel, 2003). Incluso en el caso de que existieran costes de transacción significativos y la supervisión fuera necesaria, los proponentes de esta teoría sostienen que los consejeros externos o los independientes no disponen de los conocimientos, el tiempo y los recursos necesarios para llevar a cabo un efectivo control del equipo directivo (Donaldson y Davis, 1994). Desde esta aproximación, una mayor proporción de consejeros ejecutivos redundará en un mejor desempeño empresarial, ya que éstos trabajan para maximizar la riqueza de los accionistas. Como conocen la empresa que gobiernan mejor que los consejeros externos, su toma de decisiones es más efectiva (Donaldson, 1990; Donaldson y Davis, 1991; Muth y Donaldson, 1998). La idea que subyace de este planteamiento es que gracias a la relación de confianza que mantienen con la empresa, no existirán grandes costes de agencia (Le Breton-Miller y Miller, 2009; Le Breton-Miller *et al.* 2011). Además, la Teoría del Servidor establece que los altos ejecutivos no perjudicarán a los accionistas para no poner en peligro su reputación (Donaldson y Davis, 1994).

En definitiva, desde esta perspectiva, el consejo de administración no debe estar compuesto por un gran número de consejeros supervisores, sino que debe contar con una participación significativa de consejeros ejecutivos para asegurar una toma de decisiones eficaz. Del mismo modo, la dualidad de poder, es decir, que las figuras del CEO y del presidente del consejo recaigan en una misma persona, es interpretada como una fuerza positiva conducente a un mejor desempeño corporativo, ya que permite tener un liderazgo empresarial claro y bien definido (Donaldson y Davis, 1991; Muth y Donaldson, 1998).

Al igual que con la Teoría de Agencia, la evidencia empírica no es concluyente acerca de la superior capacidad de los consejeros ejecutivos para lograr un mejor desempeño corporativo. Ni los estudios individuales (entre otros, Kesner *et al.*, 1986; Daily y Dalton, 1992, 1993) ni los meta-análisis (Dalton *et al.*, 1998, 1999; Rhoades *et al.*, 2001) han sido capaces de establecer una relación clara entre la composición del consejo o la estructura de liderazgo de la empresa y el desempeño empresarial. El estudio de Donaldson y Davis (1989), por ejemplo, ha proporcionado evidencia empírica a favor de esta teoría. Otros trabajos, como Brickley *et al.* (1997) o, más recientemente, Cornett *et al.* (2008), también apoyan esta teoría mostrando los costes asociados a las estructuras de liderazgo no duales.

La literatura de la Teoría del Servidor no ha señalado explícitamente los procesos a través de los cuales se relacionan los consejos de administración y el desempeño de la empresa, aunque la capacidad de llevar a cabo una toma de decisiones más efectiva, lo que en última instancia afectaría positivamente al desempeño corporativo, se ha considerado como un aspecto clave (Baysinger y Hoskisson, 1990). El acceso a la información, el compromiso, las relaciones de confianza y la habilidad para adoptar una visión de largo plazo son considerados cruciales para el proceso de toma de decisiones (Donaldson y Davis, 1994). A este respecto, diversos estudios han examinado la mayor cantidad y mejor calidad de la información poseída por los consejeros ejecutivos (Baysinger y Hoskisson, 1990), su aparente relación con la inversión de largo plazo (Baysinger *et al.*, 1991) o con los sistemas de remuneración más equilibrados (Boyd, 1994). Enfatizando las actitudes

pro-organizacionales de los agentes que han de tomar decisiones en el seno de la empresa y el apoyo que el consejo ha de proporcionarles para una toma de decisiones eficaz, la Teoría del Servidor reorienta la visión del consejo como un mero órgano supervisor hacia una función primordial basada en la provisión de recursos (Bammens *et al.*, 2010).

2.3. La Teoría Basada en Recursos y Capacidades

La tercera de las aproximaciones teóricas que mayor atención ha recibido en la literatura sobre gobierno corporativo es la Teoría Basada en Recursos y Capacidades (Pfeffer, 1972; Wernerfelt, 1984, 1995; Barney, 1991; Barney *et al.*, 2001). Aunque distintos estudios reconocen la habilidad de los consejos para acceder a recursos vitales que la empresa necesita para maximizar su desempeño (Pfeffer, 1972), la definición de dichos recursos es variada. En general, consisten en todos los activos tangibles e intangibles, humanos y no humanos, que son poseídos o controlados por la organización y que le permiten tomar decisiones corporativas más eficientes. De acuerdo con Amit y Schoemaker (1993), los factores disponibles que la empresa posee o controla son convertidos en productos finales o servicios utilizando otros activos o distintos mecanismos como la tecnología, los sistemas de gestión de la información, los sistemas de incentivos o las relaciones de confianza entre el personal. Las capacidades se refieren a la habilidad de la empresa para desplegar los recursos y conseguir el fin deseado. Se trata de procesos tangibles o intangibles basados en información que son específicos de la organización y se desarrollan a través del tiempo y de complejas interacciones entre los recursos corporativos. Al contrario que los recursos, las capacidades se basan en el desarrollo, ejecución e intercambio de información entre el capital humano de la empresa.

Esta perspectiva teórica postula que el consejo de administración es un vínculo esencial entre la empresa y los recursos que ésta necesita para maximizar su desempeño, y que sus miembros poseen las capacidades adecuadas para gestionar dichos recursos (Pfeffer, 1972; Pfeffer y Salancik, 1978; Withers *et al.*, 2012). Aunque esta perspectiva se hizo popular en la década de los setenta, no fue hasta la

década de los noventa cuando comenzó a recibir una creciente atención gracias al énfasis de muchos académicos en la ventaja competitiva que podría derivar de una adecuada provisión de recursos (Barney, 1991; Conner y Prahalad, 1996). Según esta teoría, los consejeros reducen la incertidumbre del entorno proporcionando información, lo cual redunda en mejoras del desempeño corporativo (Pfeffer, 1972).

Autores como Hillman *et al.* (2003) y Palmer y Barber (2001) definen el consejo de administración como un importante recurso potencial para la empresa. En las revisiones de la literatura sobre gobierno y desempeño corporativo, la capacidad de los consejos para aportar recursos significativos a la empresa es contemplada como una de las funciones fundamentales del órgano de control (Zahra y Pearce, 1989; Korac- Kakabadse *et al.*, 2001). El valor de un determinado recurso depende de las características propias de cada empresa y del contexto contractual en el que ésta desarrolla su actividad.

Algunos de los recursos más importantes señalados en la literatura son los siguientes (Nicholson y Kiel, 2007): la información (Baysinger y Zardkoohi, 1986), el capital (Mizruchi y Stearns, 1988; Burt, 1997), los contactos con proveedores, clientes y otros *stakeholders*, los vínculos con otra empresas y la legitimación (Pfeffer, 1972). Pero sin duda, destaca especialmente la atención recibida por el conocimiento, definido por Wernerfelt (1984) como un recurso intangible capaz de sustentar una ventaja competitiva en el largo plazo y fundamental para la provisión de un eficiente asesoramiento. Dentro de éste puede diferenciarse entre conocimiento experto externo y conocimiento interno específico. Pfeffer y Salancik (1978) consideran que el consejo de administración proporciona a la empresa cuatro tipos de beneficios esenciales: (1) consejo y asesoramiento; (2) legitimación; (3) canales de comunicación de información entre la empresa y el entorno; y (4) acceso preferente a los recursos.

Dentro de esta corriente de la literatura, merece especial mención la terminología empleada por Hillman y Dalziel (2003), que definen el capital del consejo como la suma del capital humano (conocimientos, experiencia y reputación) y del capital social (red de vínculos con otras organizaciones y contingencias

externas). De este modo puede diferenciarse entre una perspectiva interna, orientada hacia el análisis interno de la empresa y que se centra en la forma en la que ésta intenta desarrollar sus recursos humanos con el objetivo de transformarlos en una ventaja competitiva, y una perspectiva externa, orientada hacia el análisis externo de la empresa y que se centra en la forma en la que la ésta obtiene recursos del entorno en el que desarrolla su actividad (Wright y McMahan, 1992).

Westphal (1999) encuentra que los vínculos sociales entre el consejo de administración y el CEO son un proceso a través del cual se incrementa la probabilidad de que los consejeros proporcionen un eficiente asesoramiento al equipo directivo. En otro estudio (Gulati y Westphal, 1999), concluye que la participación del consejo en la toma de decisiones estratégicas incentiva la pertenencia de los consejeros a múltiples consejos de administración[8] y que el contexto estratégico en el que se establecen los vínculos sociales entre los consejeros ejerce una mayor influencia sobre el gobierno corporativo que el número de interrelaciones en sí (Carpenter y Westphal, 2001). Algunos estudios que se han centrado en la estructura del consejo como indicador de su habilidad para proporcionar a la empresa recursos imprescindibles para el desarrollo de su actividad han encontrado que existe una interrelación entre dicha estructura y las necesidades de la compañía a ese respecto. Por tanto, la estructura del consejo no es aleatoria, sino una respuesta racional a la situación particular de la empresa (Pfeffer, 1972).

Muchos trabajos que han abordado el estudio del gobierno corporativo bajo esta aproximación se han centrado unilateralmente en los recursos obtenidos a través de los vínculos con el entorno externo a la empresa, ignorando de esta forma la importancia de los recursos internos para la efectiva provisión de asesoramiento al equipo directivo (Lorsch y MacIver, 1989; Westphal, 1999; Withers *et al.*, 2012). En este sentido, los esfuerzos han de centrarse en el diseño de modelos que no incorporen únicamente un segmento de la perspectiva teórica, sino que tengan en

[8] Los *interlocking directors* en la terminología anglosajona, también conocidos como *bussy directors*. Véase Heemskerk (2011).

cuenta una visión integral que permita vislumbrar la verdadera contribución de los consejos de administración a la creación de valor corporativo. Los estudios que han analizado el consejo de administración bajo esta perspectiva teórica pueden desglosarse en cuatro grandes tipologías (Hillman *et al.*, 2009; Boyd *et al.*, 2011; Withers *et al.*, 2012). Primero, aquéllos que han demostrado que determinadas características del consejo, como su tamaño o composición, representan una respuesta al entorno externo (por ejemplo, Pearce y Zahra, 1992; Sanders y Carpenter, 1998; Dalton *et al.*, 1999). Un segundo grupo de estudios han analizado como los cambios en las condiciones del entorno conducen a cambios en la estructura del consejo (por ejemplo, Lang y Lockhart, 1990; Boeker y Goostein, 1991; Peng, 2004). Un tercer grupo ha analizado qué clases de empresas son las más propensas a beneficiarse de la provisión de recursos por parte del consejo (por ejemplo, Pfeffer y Slancik, 1978; Daily y Dalton, 1993; Luoma y Goodstein, 1999). Por último, otros han realizado una clasificación de los consejeros en función del tipo de beneficios que pueden aportar en términos de provisión de recursos y han analizado bajo qué circunstancias una empresa podría beneficiarse más de un tipo u otro de consejeros (por ejemplo, Hillman *et al.*, 2000; Kroll *et al.*, 2007; Jones *et al.*, 2008; Nielsen y Nielsen 2013).

3. LAS FUNCIONES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

El consejo de administración es uno de los mecanismos de gobierno interno con los que cuenta la empresa. Las funciones desempeñadas por éste son un factor relevante para el éxito corporativo y, si no se desarrollan de forma eficiente, pueden comprometer el desempeño empresarial (Phan, 2000).

Con respecto a dichas funciones, no existe consenso en la literatura acerca de su definición[9]. Partiendo de los distintos paradigmas teóricos expuestos en el

[9] Al consejo de administración se le atribuyen numerosas tareas, véase, por ejemplo, *The Business Roundtable* (2002) para una descripción detallada de las mismas.

apartado anterior, se han realizado múltiples clasificaciones de las tareas encomendadas al consejo de administración y se han utilizado múltiples nombres para referirse a algunas de ellas. Zahra y Pearce (1989) y Johnson *et al.* (1996) identifican tres funciones principales, control, estrategia y servicio. Young *et al.* (2001) se refieren a dichos roles bajo la denominación de control, dependencia de recursos y servicio, mientras Bammens *et al.* (2010) articulan su revisión de la literatura en torno a dos funciones que denominan ejercicio de control y provisión de asesoramiento. Hillman y Dalziel (2003) se refieren a la supervisión y a la provisión de recursos, englobando en esta última lo que otros autores han denominado estrategia, servicio, consulta y provisión de consejo o asesoramiento.

En esta tesis doctoral se adopta la clasificación dicotómica más comúnmente utilizada en el ámbito de la literatura financiera, que distingue entre la función de supervisión y/o control (ambos términos han sido utilizados de manera indistinta) y la función de asesoramiento. Algunos de los autores que han articulado sus investigaciones en torno a estas dos funciones son Carpenter y Westphal (2001), Gubitta y Gianecchini (2002), Lawler y Finegold (2006), Song y Thakor (2006) Adams y Ferreira (2007), Boone *et al.* (2007), Coles *et al.* (2008), Linck *et al.* (2008), Andrés y Vallelado (2009), Baglioni y Colombo (2009), Lehn *et al.* (2009), Ting y Huang (2009) o Andrés y Rodríguez (2011), entre otros. Mientras que la Teoría de Agencia es la corriente teórica dominante en el estudio de la función de supervisión, la función de asesoramiento tiene una base multiteórica encuadrada tanto en la Teoría del Servidor como en la de Recursos y Capacidades (Corbetta y Salvato 2004a; Bammens at al., 2010;).

A continuación se realiza una discusión sobre las dos funciones principales que la literatura financiera reconoce al consejo de administración.

3.1. La función de supervisión

A pesar del reconocimiento de al menos dos funciones, la supervisión y el asesoramiento, la investigación sobre los consejos de administración se ha centrado,

tradicionalmente, en la capacidad del consejo para supervisar la actuación directiva (Johnson *et al.*, 1996). El consejo de administración asume la responsabilidad de asegurar que el comportamiento del equipo directivo va encaminado a garantizar a los accionistas el valor óptimo de su inversión. Subyace en este planteamiento la solución de los conflictos de agencia derivados de la separación entre propietarios y directivos característica de las denominadas por Berle y Means (1932) modernas corporaciones. Si los directivos gozan de una elevada discrecionalidad, podrían tomar decisiones en beneficio propio y contrarias a los intereses de los accionistas. Los consejos de administración, a través de la supervisión y el control, han de velar para que eso no ocurra (Jensen, 1993). En este sentido, si los proyectos de inversión seleccionados por los directivos no son aquéllos que maximizan el valor para los accionistas, los consejeros tienen que estar dispuestos a evitar su aprobación y proponer un cambio en la estrategia seleccionada. Esta participación activa en el proceso de toma de decisiones constituye la esencia de la función supervisora del consejo de administración (Adams y Ferreira, 2007). La intensidad de dicha función va a depender de la severidad de los problemas de agencia que surjan en el seno de la organización.

Desde esta perspectiva de agencia, la literatura empírica ha señalado que las características del consejo más adecuadas para desempeñar esta función de forma eficiente son las siguientes: la necesidad de contar con consejos de administración de una dimensión intermedia, independientes, activos y con una separación de las figuras del primer ejecutivo de la compañía (CEO) y del presidente del consejo.

Los consejos de mayor tamaño se han asociado, tradicionalmente, con una supervisión más eficiente puesto que un mayor número de consejeros puede incrementar la capacidad de control del consejo. Sin embargo, los consejos grandes conducen a un aumento de los costes asociados al conflicto del free-rider y a los problemas de coordinación, control y flexibilidad en la toma de decisiones, lo que afecta negativamente a la eficiencia de la función de supervisión (Yermack, 1996; Eisenberg *et al.*, 1998; Boone *et al.,* 2007; Cheng, 2008).

Para salvaguardar la eficacia de la función de supervisión es necesario, además, que los miembros del consejo estén dotados de las habilidades requeridas para el desarrollo de la misma. Así, en la década de los ochenta, la inclusión de consejeros independientes no ejecutivos en los consejos de administración comenzó a recibir una atención creciente, fundamentada en su superior capacidad de supervisión de las decisiones y actividades del equipo directivo (Fama y Jensen, 1983) gracias al menor conflicto de intereses al que se enfrentan y a su mayor objetividad. Así mismo, la presencia de consejeros independientes ayuda a minimizar los problemas de agencia entre los directivos y los accionistas de la empresa (Bathala y Rao, 1995). Al no poseer vínculos directos con la organización ni sus miembros, no subordinan sus decisiones al interés del CEO, como suele ocurrir con los consejeros ejecutivos.

Parte de la literatura empírica existente se ha centrado en determinar qué estructuras del consejo son más eficientes para el eficiente desempeño de la función de supervisión (véase, por ejemplo, John y Senbet (1998), Hermalin y Weisbach (2003), o Andrés *et al.* (2005)). Sin embargo, como se comentará en sucesivos apartados, la evidencia al respecto es mixta y poco concluyente.

3.2. La función de asesoramiento

La contribución del consejo de administración al desempeño empresarial no sólo se relaciona con su capacidad supervisora de la actuación directiva para proteger los derechos de los accionistas o la distribución de valor entre los distintos agentes con intereses en la empresa (*stakeholders*). Además de supervisar la actuación directiva, los consejos proporcionan asesoramiento, participando en el desarrollo y establecimiento de los objetivos de la política de la empresa y supervisando la implementación de estrategias por parte del equipo directivo para conseguir esos objetivos (Jensen y Meckling, 1976; Baysinger y Hoskisson, 1990; Pound, 1995; Westphal, 1999; Phan, 2000). Aunque se pueden especializar en algún tipo de función, lo ideal es que se combinen todas ellas (Finkelstein y Hambrick, 1996). De acuerdo con la Teoría del Servidor, la función de asesoramiento es la tarea más

importante que el consejo de administración debe desempeñar (Corbetta y Salvatto, 2004a). La Teoría de Recursos y Capacidades también reconoce el asesoramiento como unos de los recursos críticos que el consejo ha de proporcionar (Pfeffer y Salancik, 1978).

Los miembros del consejo de administración deben tener experiencia en un área particular de la empresa, de tal forma que puedan proporcionar asesoramiento eficaz sobre la formulación de estrategias al equipo directivo (Fama y Jensen, 1983). El impacto positivo que este asesoramiento tiene sobre el desempeño corporativo es tan importante (Westphal, 1999) que Lorsch y MacIver´s (1989), Hellan y Sykuta (2004), o Adams y Mehran (2005) llegan a afirmar que esta función es la que más predomina en las actividades desarrolladas por el consejo, por encima de la tradicional función de supervisión de la actuación directiva. Estudios como el de Kor y Misangyi (2008) avalan la tesis de que el consejo asesora al equipo directivo. Gracias a la información que poseen los consejeros, tanto sobre la empresa como sobre su entorno, su experiencia y saber hacer contribuyen a un eficiente proceso de toma de decisiones a través del asesoramiento proporcionado. Desde esta perspectiva, es parte de la labor de los consejeros asistir y asesorar a los directivos sobre la marcha del negocio, la fijación de la estrategia o la valoración de oportunidades de inversión, a través del conocimiento general y específico de que disponen.

Para el ejercicio de su función asesora, el consejo se basa en la experiencia de sus miembros para aconsejar al equipo directivo sobre la dirección estratégica de la empresa, contribuyendo con sus opiniones a la política general de la empresa y emitiendo juicios de valor si aparecen problemas (Lorsch y MacIver, 1989). Sin embargo, muchos consejeros desempeñan trabajos a tiempo completo en otras organizaciones, por lo que se basan en la información y conocimiento específico del negocio que les proporciona el CEO. Cuanto mejor sea la calidad de la información proporcionada por el CEO, mejor será el asesoramiento por parte del consejo.

Desde este punto de vista, si la función asesora prevalece sobre la de supervisión, y asumiendo que un mayor número de consejeros se asocia con mayor

conocimiento y asesoramiento (Andrés y Rodríguez, 2009), disponer de consejos de mayor tamaño será positivo para la empresa. Cuanto mayor sea el número de consejeros, mayor la variedad de opiniones y perspectivas. La literatura empírica ha apoyado esta idea. Autores como Adams y Mehran (2005), Beiner *et al.* (2006) o Choi *et al.* (2007), entre otros, han encontrado una relación positiva entre el tamaño del consejo y el desempeño de la empresa. Además, de acuerdo con Boone *et al.* (2007), a medida que la empresa necesita más información, los consejos de mayor tamaño son necesarios.

En el mismo sentido, en función de la necesidad de conocimiento y del tipo de negocio de que se trate, no debiera ser negativa la incorporación al consejo de administración de una mayor proporción de consejeros ejecutivos. En la medida en que tengan una mayor información y conocimiento del negocio, ponerlo a disposición del consejo puede conducir a que este desempeñe mejor su función de asesoramiento y se cree más valor (Adams y Ferreira, 2007; Harris y Raviv, 2007). Sin embargo, el papel de los consejeros independientes también resulta crucial para el eficiente desempeño de la función de asesoramiento, en cuanto que éstos son, por definición, expertos en alguna materia y nominados por su elevada cualificación profesional. En este sentido, autores como Coles *et al.* (2008) consideran que los consejeros independientes son los que asesoran al CEO en la elección de la estrategia corporativa.

3.3. Supervisión *versus* asesoramiento

Las funciones de supervisión y asesoramiento del consejo de administración han sido enfatizadas en aportaciones recientes a la literatura sobre gobierno corporativo donde se ha señalado que la estructura del consejo deriva del equilibrio entre los costes y los beneficios asociados a dichas funciones.

Ambas funciones se diferencian en dos aspectos básicos (Frankel, 2008). En primer lugar, existe un equilibrio de poder diferente entre los que supervisan y los que son supervisados con respecto a los que asesoran y los que son asesorados. En el

primero de los casos, los que ejercen la supervisión tienen la última palabra acerca de lo que están supervisando, mientras que en el segundo, los que asesoran no tienen la última palabra al respecto. Por tanto, cada una de las funciones implica una relación de poder diferente entre el consejo y el CEO. Cuando el consejo ejerce su función de supervisión, la última palabra en el proceso de toma de decisiones le corresponde a él. En cambio, cuando el consejo asesora, el CEO y su equipo directivo tienen la última palabra en el proceso de toma de decisiones.

La segunda diferencia básica entre ambas funciones reside en la relación de confianza que se da entre las partes. En este sentido, la confianza puede definirse como la creencia razonable de que la otra parte dirá la verdad y cumplirá su compromiso (Frankel, 2006). Si los costes de verificación son bajos, como ocurre en determinadas relaciones y situaciones, se necesitará un nivel de confianza muy pequeño. En situaciones y relaciones que impliquen altos costes de verificación, la confianza será crucial. En la relación asesor-asesorado, cuanto mayor sea la experiencia del asesor y menor la comprensión del asesorado, mayor será el poder que ejercerá el primero sobre el segundo. En esas situaciones, el asesorado debe confiar en su asesor o terminar la relación.

Cuando los consejos actúan como asesores del CEO, éste último está en una posición superior con respecto a los consejeros, por lo que no necesita una elevada confianza en el consejo de administración. El CEO suele tener tanto conocimiento como los consejeros que le asesoran, e incluso a veces más que muchos de ellos (por ejemplo, está más informado acerca de los asuntos internos de la empresa). Por tanto, su grado de confianza y dependencia en el consejo no es necesariamente alto, sobre todo porque puede seguir las recomendaciones o no hacerlo.

En cambio, cuando los consejos de administración ejercen su labor de supervisión, el grado de confianza que los consejeros deben tener en el CEO es mayor que el grado de confianza que este último debe tener en los primeros. El CEO y el equipo directivo disponen de la información sobre la que los consejeros deben ejercer su supervisión, es decir, las operaciones generales de la empresa, su estructura y sus cuentas. Sin esta información podría haber una supervisión

inefectiva y no fidedigna. Verificar la información necesaria al margen del máximo ejecutivo y del equipo directivo resulta muy costoso, por lo que los consejeros deben confiar en éstos para obtener la información en la que basarán su decisión final. A esto debe sumarse el hecho de que el CEO no tiene la obligación legal de proporcionar información al consejo de administración si éste no se la pide. De hecho, si el consejo no solicita la información oportuna, será este último, y no el CEO, el que será sancionado por incumplir su obligación de control (Adams *et al.*, 2005).

Según los argumentos expuestos, el equilibrio de poder entre el CEO y el consejo de administración va a depender de cuál de las dos funciones de éste último, la supervisión o el asesoramiento, predomine en el seno de la empresa. No obstante, como señala Frankel (2009), incluso en el caso en el que la función de supervisión predomine sobre la de asesoramiento, el consejo debe confiar en el CEO más de lo que éste debe hacerlo en el consejo. El equilibrio de poder entre ambos dependerá también de otros dos factores, quién sitúa a quién en la situación de poder y quién puede destituir a quién de dicha posición.

Diferenciar entre estas dos funciones no significa que ambas no coexistan. Distinguir en qué ocasiones una es más importante que otra se configura como una interesante línea de investigación en el ámbito del gobierno corporativo (Andrés y Rodríguez, 2009). La función de asesoramiento podría ser más relevante en aquellas corporaciones que cuentan con otros mecanismos alternativos de supervisión (Johnson *et al.*, 1996). A este respecto, la función de supervisión del consejo de administración está estrechamente relacionada con la separación de la propiedad y la dirección (Jensen y Meckling, 1976). En la medida en que el equipo directivo disponga de elevada discrecionalidad, la supervisión de su actuación resulta imprescindible para salvaguardar el interés de los accionistas e, incluso, de otros partícipes en la empresa. Alternativamente, en un contexto donde no se da tal separación, sino que se cuenta con la presencia de un accionista de control que posee un porcentaje significativo de las acciones, la función de supervisión del consejo podría no ser tan importante (Andrés y Rodríguez, 2009). Un accionista controlador,

con derechos de voto suficientes, tiene incentivos para supervisar la actuación gerencial e incluso a participar activamente en la dirección de la empresa. En este contexto, la función asesora del consejo de administración podría adquirir una especial relevancia.

No obstante, incluso en un entorno donde no existe separación entre la propiedad y el control de la empresa, la función de supervisión continúa siendo necesaria. El consejo tiene que salvaguardar no sólo los intereses de los grandes propietarios de la empresa, sino también los de los accionistas minoritarios y los del resto de partícipes. En un contexto de propiedad concentrada pueden surgir conflictos derivados de la posición de poder del accionista controlador, por lo que la supervisión de su actuación se hace imprescindible. En todo caso, la posesión de un porcentaje significativo de derechos de voto anula los principales inconvenientes derivados de la separación entre la propiedad y la dirección y, por tanto, cabe esperar que la función de supervisión pierda importancia a favor de la de asesoramiento.

Por otro lado, cuando el consejo supervisa y asesora a los directivos, estos últimos suelen comunicar a los consejeros una cantidad óptima de información con el objetivo de maximizar la función de asesoramiento y minimizar la función de supervisión. En este sentido, Adams *et al.* (2009) sostiene que cuanto mejor sea la información proporcionada por el CEO al consejo de administración, mayor será la eficiencia de la función de asesoramiento, pero también mayores los costes derivados del incremento de la supervisión del consejo. El modelo que desarrolla predice una elevada probabilidad de que el consejo se comprometa a reducir su supervisión a los directivos para incentivarlos a compartir la información que poseen. Este planteamiento sugiere que en las empresas en las que el valor de la comunicación es alto, el consejo de administración podría estar reduciendo su actividad supervisora.

Enlazando con lo anterior, diversos estudios en la literatura financiera analizan por qué los consejos no supervisan intensamente. Warther (1998) muestra cómo el poder de los directivos para seleccionar a los consejeros puede resultar en un consejo pasivo. En la misma línea, Hermalin y Weisbach (1998) se basan en el poder

de los directivos sobre dicho proceso de selección para mostrar cómo la composición del consejo es una función de la intensidad supervisora de dicho órgano.

Adams y Ferreira (2007) sostienen que tener un consejo pasivo (en su propia terminología, un "*consejo amistoso" o "friendly board"*) puede resultar óptimo. Estos autores muestran que cuando las preferencias del consejo se encuentran alineadas con las del CEO, la calidad del asesoramiento es mayor, lo que podría justificar el hecho de que los accionistas se beneficien de los consejos pasivos. El asesoramiento de los consejeros incrementa el valor corporativo porque su experiencia es complementaria a la del máximo ejecutivo. Además, si éste proporciona conocimiento específico sobre el negocio al consejo, el asesoramiento será mejor. Adams y Ferreira son los primeros en modelizar la relación entre revelación de información y calidad de la función asesora. Construyen su modelo bajo cuatro supuestos básicos. Primero, al CEO no le gusta ser supervisado porque valora tener beneficios privados de control. Segundo, le gusta ser asesorado porque ello incrementa el valor de la empresa sin interferir en sus preferencias. Tercero, tanto la supervisión como el asesoramiento son más efectivos cuando el consejo está mejor informado. Y cuarto, en ambas funciones el consejo depende de la información específica sobre el negocio proporcionada por el CEO. Teniendo en cuenta que las preferencias del consejo no siempre coincidirán con las del máximo ejecutivo, el primero tendrá un motivo estratégico para manipular su asesoramiento al segundo con el fin de orientar su toma de decisiones. Si el proyecto de inversión deseado por el máximo ejecutivo no coincide con el preferido por los accionistas emergerán problemas de riesgo moral. Si la supervisión ejercida por el consejo es efectiva, éste controlará la selección del proyecto y el CEO no podrá imponer su voluntad, perdiendo beneficios de control. En cambio, si el consejo no controla la selección de proyectos se dedicará a asesorar. La premisa fundamental es que la calidad del asesoramiento mejora a medida que el CEO proporciona mejor información sobre las oportunidades de inversión de la empresa y, por tanto, el CEO se enfrentará a un *trade-off* a la hora de compartir su información. Por un lado, el consejo proporcionará un mejor asesoramiento si el CEO comparte la información. Por otro lado, la información revelada ayuda al consejo a determinar las

oportunidades de inversión disponibles para la empresa. Cuanto más precisa sea dicha información, mayor será el riesgo para el CEO de que el consejo interfiera en su toma de decisiones. Como resultado, el máximo ejecutivo podría no comunicar información específica sobre el negocio a un consejo muy independiente. Para incentivarle a compartir dicha información los accionistas deben elegir consejos menos independientes que no supervisen a la dirección muy intensamente.

Como señalan Burkart *et al.* (1997), la supervisión del consejo se produce interfiriendo en la elección de proyectos de inversión del CEO. Éste se muestra reacio a dicha interferencia porque sus intereses no coinciden siempre con los del consejo y porque valora los beneficios privados de control. Dichos beneficios surgirán por dos motivos. Primero, como asume gran parte de la literatura sobre gobierno corporativo (Dyck y Zingales, 2004), el CEO suele atribuir un valor psicológico a la posesión del control. Segundo, rechazará la interferencia del consejo porque ésta debilitará su autoridad, lo que puede provocar que sus subordinados le pierdan el respeto, dificultándole su labor de dirección y disminuyendo incluso su valor en el mercado laboral.

Raheja (2005) analiza la estructura óptima del consejo cuando otros internos, además del CEO, son fuente de información. Fogel y Geier (2007) sostienen que una forma de garantizar que los directivos se comportan de manera responsable con los propietarios es contar con una mayoría de accionistas con una participación activa en el consejo de administración, es decir, contar con accionistas significativos y estables que tengan un incentivo real a actuar como verdaderos propietarios en lugar de como inversores pasivos. Los consejeros independientes tienen menos información acerca de lo que ocurre en la empresa que los directivos. Dada esta asimetría informativa, y bajo la tendencia actual de las recomendaciones de buen gobierno, los directivos de la empresa continuarán influyendo en el consejo sin ninguna responsabilidad hacia los propietarios de la misma.

De forma similar, en el modelo de Harris y Raviv (2008) los consejeros ejecutivos están mejor informados que los independientes, aunque la función objetivo de los primeros se encuentra distorsionada por los potenciales beneficios

privados. Bajo estos supuestos, cuando la información que poseen los ejecutivos es un recurso crítico para la empresa, los accionistas preferirán que el consejo esté dominado por ejecutivos que permitan el eficiente desempeño de la función de asesoramiento. En cambio, en aquellas situaciones en las que los costes de agencia derivados de la posibilidad de extraer beneficios privados son elevados, preferirán un consejo dominado por consejeros independientes que permitan una eficiente función de supervisión.

Linck *et al.* (2008) encuentran que la independencia del consejo se incrementa a medida que lo hace la probabilidad de que el equipo directivo obtenga beneficios privados, aproximados a través de los flujos libres de caja, mientras que decrece a medida que aumenta la alineación de intereses con los internos de la empresa, aproximada a través de la participación del CEO en el capital de la empresa. Lehn *et al.* (2009) muestran la existencia de una relación directa entre la independencia del consejo y los conflictos de agencia entre la dirección y la propiedad. Boone *et al.* (2007) encuentran que distintas medidas del tamaño y complejidad de la empresa están positivamente relacionadas con la independencia del consejo, señalando la necesidad de que sean consejeros especializados los que desempeñen las funciones de supervisión y asesoramiento. Por su parte, Coles *et al.* (2001) concluyen que la proporción de consejeros ejecutivos en el consejo se incrementa a medida que la información y conocimiento específico sobre el negocio adquiere mayor relevancia, aproximándose dicha importancia a través de la intensidad de la inversión en investigación y desarrollo.

3.4. Estructura del consejo de administración: sistema monista *versus* sistema dualista

La estructura del consejo de administración monista o dualista es considerada una de las mayores diferencias entre el gobierno corporativo de los países anglosajones y la mayor parte de países de la Unión Europea. En el sistema monista, característico de los primeros, las funciones de gobierno y gestión de la sociedad se reunifican en el consejo de administración, mientras que en el dualista, típico de las sociedades

alemanas, es el consejo de vigilancia el que gobierna y el consejo de dirección o junta directiva el que administra la empresa. En la Tabla II.1 se presenta una relación de los sistemas imperantes en algunos países europeos.

Tabla II.1. Estructura de los consejos de administración en Europa

País	Estructura del consejo	Papel de los empleados en el órgano supervisor	Separación de la supervisión y la dirección	Poder de los sindicatos
Austria	Dualista	Sí	Sí	Bajo
Bélgica	Monista[a]	No	No requerida	Bajo
Dinamarca	Dualista	Sí	Sí	Bajo
Francia	Monista[a]	No	No requerida	Alto
Alemania	Dualista	Sí	Sí	Alto
Italia	Monista[b]	No	No requerida	Alto
Países Bajos	Dualista	Asesor	Sí	Bajo
Portugal	Monista[a]	No	No requerida	Alto
España	Monista	No	No requerida	Alto

Fuente: Krivogorsky (2006)

[a] Otras estructuras también disponibles.
[b] También se requiere el consejo de auditores.

Aunque existen diferencias entre ambos sistemas, las actuales prácticas seguidas por los consejos presentan similitudes, fundamentalmente el reconocimiento de la función supervisora y de la función directiva. No obstante, la diferenciación entre las dos funciones tiende a estar más formalizada en el sistema dualista, que cuenta con un cuerpo ejecutivo diferenciado. Generalmente, tanto el consejo de administración unitario como el consejo de vigilancia (sistema dualista) son elegidos por los accionistas. En algunos países se otorga a los empleados el derecho de seleccionar a algunos miembros del consejo supervisor. Tradicionalmente, ambos sistemas seleccionan a los ejecutivos- el consejo de dirección en el sistema dualista o un grupo de directivos en el cual el consejo delega autoridad en el sistema monista. Además, tanto el consejo de administración único como el consejo supervisor asumen la responsabilidad de garantizar el adecuado funcionamiento de los informes

financieros y de los sistemas de control, así como la adecuación a la regulación vigente y el cumplimiento de la legalidad.

Cada sistema presenta sus propias ventajas (Krivogorsky, 2006). Por un lado, el monista puede conducir a una estrecha relación y un flujo de información fluido entre los cuerpos supervisores y directivos. El sistema dualista, por otro lado, abarca una clara separación formal entre las funciones supervisoras y ejecutivas. No obstante, en ambos sistemas es habitual que el presidente del consejo ejerza también un puesto directivo. La actual tendencia hacia las prácticas de buen gobierno ha conducido a una disminución de los beneficios atribuidos a cada uno de los sistemas.

4. LA EFECTIVIDAD DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Desde la segunda mitad de la década de los ochenta, la efectividad de los consejos de administración ha suscitado un creciente interés en el ámbito académico y en el profesional. Gran parte de los estudios existentes ha señalado que los dramáticos cambios que se han producido en la cultura empresarial y en el número de partícipes con intereses en la empresa requieren que este órgano adquiera un papel más activo en el gobierno de las organizaciones. Así, en el ámbito del gobierno corporativo, la efectividad de los consejos de administración ha sido uno de los aspectos más analizados a lo largo de las últimas décadas. Los escándalos acaecidos y la consecuente concienciación por parte de las autoridades públicas acerca de la importancia de contar con altos estándares de gobierno empresarial han desembocado en una amplia literatura centrada en la efectividad de los consejos (Barton y Wong, 2006). Sin embargo, no es posible encontrar una medida unánime de dicha efectividad, observándose una gran heterogeneidad al respecto. Las que se han utilizado con mayor frecuencia han sido las medidas cuantitativas. En este sentido, la efectividad de los consejos se ha medido a través de la relación existente entre diversas características del consejo (relativas a su composición y estructura) y distintas medidas de desempeño financiero, como la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera, las ganancias por acción, la Q de Tobin o el ratio valor de

mercado-valor contable. Zahra y Pearce (1989), Yermack (1996), Dahya y McConnell (2003), Abdullah (2004), Andrés *et al.* (2005), y Bozec (2005), entre otros, han abordado aspectos como la composición y características del consejo y su impacto sobre la *performance* empresarial. La literatura ha identificado el tamaño del consejo, la proporción de consejeros independientes, la estructura de liderazgo, la propiedad accionarial de los consejeros, la actividad del consejo, la diversidad del consejo y su sistema de remuneración como aspectos clave que influyen sobre la efectividad de los consejos en el desempeño de sus funciones.

Los numerosos cambios que ha experimentado el entorno económico durante las últimas décadas muestran que el desempeño financiero no ha sido el único criterio considerado a la hora de evaluar la efectividad de la empresa. De hecho, se habla de efectividad de los consejos de administración en un sentido amplio que abarca también otros criterios como la reputación, además de aquéllos asociados únicamente con valoraciones económicas (por accionistas, directivos o clientes). Como resultado, muchos académicos (por ejemplo, Sonnedfeld, 2002; Finkelstein y Mooney, 2003; Ingley y Van der Walt, 2005; Schmidt y Brauer, 2006; Finegold *et al.*, 2007; Huse, 2005, 2007; Levrau y Van den Berghe, 2007) proponen que la configuración completa del consejo, incluyendo el comportamiento directivo en relación a la toma de decisiones estratégicas, el trabajo en equipo de los consejeros y su interacción con la dirección, es uno de los indicadores más realistas de la efectividad de los consejos. En este sentido, Leblanc (2007) descubre, a través de una investigación cualitativa, tres componentes principales de un consejo de administración efectivo. En primer lugar sus miembros, considerando su experiencia y competencias según su tipología (internos o externos). En segundo lugar, su estructura, incluyendo su tamaño, composición y estructura de liderazgo. Y en tercer lugar, sus procesos, considerando las actividades que aseguren la efectiva interacción entre sus miembros, así como con la dirección de la empresa. En esta misma línea de investigación, Bergue y Levrau (2004), mediante un análisis de 131 empresas belgas cotizadas, identifican ocho elementos que definen a los consejos eficientes: una estructura, miembros, cultura, objetivos, información, procesos, remuneración y seguimiento adecuados. Los autores reconocen que, aunque los ocho elementos

desempeñan un papel crucial en la efectividad del consejo, algunos son más relevantes que otros. En particular, enfatizan la importancia de contar con unos miembros adecuados que den lugar a la estructura, cultura y procesos idóneos.

En definitiva, la efectividad del consejo debe ser entendida en un sentido amplio. Así, es preciso realizar análisis que tengan en cuenta tanto la perspectiva interna de los consejos, esto es, factores asociados a su estructura, composición y procesos, como su perspectiva externa, es decir, factores asociados a la legislación, situación económica o, en definitiva, a factores contextuales del entorno en el que el consejo desarrolla su actividad.

La literatura sobre la efectividad de los consejos de administración ha evolucionado de forma paralela a la literatura sobre gobierno en general (Andrés y Rodríguez, 2009). Una primera generación de trabajos, que se ha enfocado fundamentalmente a los mercados anglosajones, ha centrado sus esfuerzos en el análisis empírico de la efectividad de los consejos de administración en contextos caracterizados por la efectiva separación entre la propiedad y la dirección de la empresa y por el debilitamiento de otros mecanismos de gobierno, como el mercado de control corporativo. Posteriormente, una segunda generación de trabajos extrapola las ideas anteriores a otros países, con marcos institucionales y corporativos diferentes. Surgen así numerosos estudios, principalmente empíricos, acerca de la importancia y efectividad de los consejos de administración en empresas grandes y pequeñas, cotizadas y no cotizadas, en distintos países de la geografía mundial.

La estructura del consejo, en tanto se encuentra relacionada con las necesidades de supervisión y asesoramiento, se convierte en un factor clave para el estudio de las funciones que desempeña (Andrés y Rodríguez, 2009; Adams *et al.*, 2010). Dicha estructura, así como su relación con el comportamiento corporativo, ha sido unos de los temas más abordados en la literatura académica (Anderson y Reeb, 2004; Huse, 2000; Zahra y Pearce, 1989). Numerosos trabajos han analizado el consejo de administración desde diferentes perspectivas. Algunos se han centrado en los determinantes de su composición (Fiegener *et al.*, 2000; Jaskiewicz y Klein, 2007; Voordeckers *et al.*, 2007; Bammens *et al.*, 2008; Andrés y Vallelado, 2009;

Giovannini, 2010; Andrés y Rodríguez, 2011). Otros han realizado estudios cuantitativos analizando directamente la relación entre el desempeño corporativo y diferentes características del consejo como su independencia (Bhagat y Black, 1999), estructura de liderazgo (Fosberg y Nelson, 1999), tamaño (Eisenberg *et al.*, 1998) o procesos (Vafeas, 1999). En general, y como se verá en los siguientes apartados, estos trabajos aportan resultados contradictorios y poco concluyentes (Dalton y Dalton, 2011).

Zahra y Pearce (1989) proponen un modelo de estudio integrado basado en la relación entre determinados aspectos del consejo de administración -composición, características, estructura y procesos - y las funciones del mismo -servicio, estrategia y control - sobre los resultados de la empresa. Estos autores consideran que las cuatro dimensiones se encuentran altamente relacionadas, influyendo la composición y las características en la estructura y en el proceso. Además, existe un conjunto de factores internos y externos que influyen en la estructura de gobierno y en los resultados de la empresa, tales como el tamaño y el tipo de sector, la localización geográfica, la legislación local, el tipo de organización, la edad de la compañía o el ciclo de vida, entre otros, variables cuyo impacto ha sido frecuentemente ignorado en la literatura (Zahra y Pearce, 1989; Demb y Neubauer, 1992; Judge y Zeithaml, 1992). El modelo de Zahra y Pearce (1989) ha sido el conductor de las investigaciones posteriores realizadas, enfatizando la importancia del estudio del funcionamiento del consejo en la toma de decisiones, así como los factores determinantes de su estructura (Pettigrew, 1992; Huse y Eide, 1996; Forbes y Milliken, 1999; Huse, 2000). Sin embargo, los estudios empíricos realizados hasta el momento son escasos. Por ejemplo, Pearce y Zahra (1992) o Forbes y Milliken (1999) analizan aspectos como las normas, el conflicto cognitivo o el uso de la formación y habilidades de los miembros del consejo.

A continuación se revisan algunos de los factores que han sido identificado como determinantes de la efectividad de los consejos: su dimensión, su composición, su estructura de liderazgo, su propiedad accionarial y su actividad.

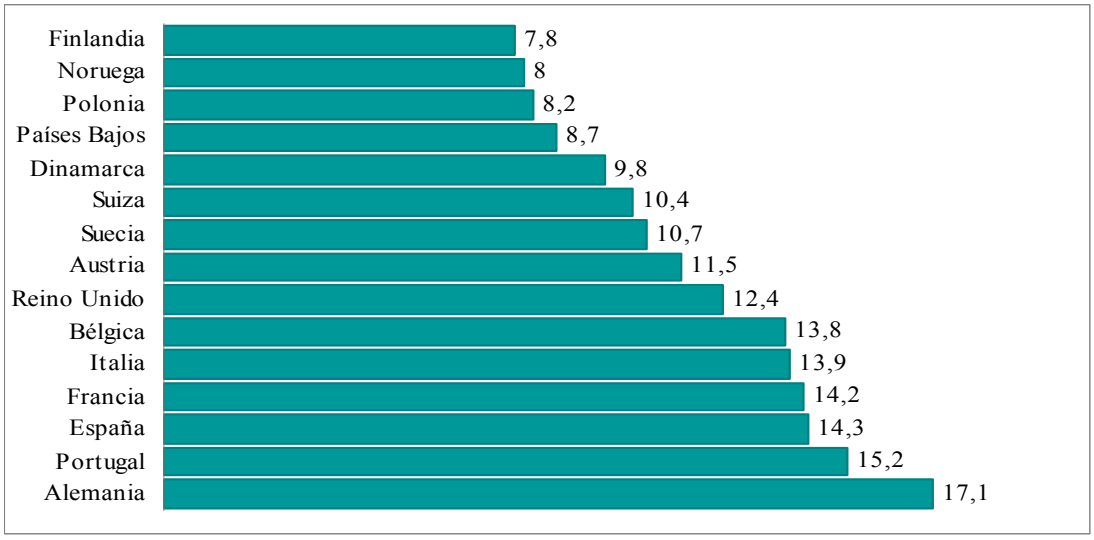
4.1. La dimensión del consejo de administración

La dimensión del consejo de administración hace referencia al número de consejeros que forman parte de este órgano de control. La investigación empírica descriptiva ha puesto de manifiesto que dicha dimensión varía de un país a otro. Según el Índice *Spencer Stuart* (2011) el tamaño medio de los consejos de administración en Estados Unidos durante el año 2010 fue de 10.7 miembros frente a los 10.3 de Reino Unido. Sensiblemente superiores son los tamaños medios registrados para otros países del entorno europeo, donde se observa una media de 11.9 miembros en España, 12.7 en Italia y 14.4 en Francia. Estos valores sugieren la existencia de tamaños significativamente mayores en aquellos países encuadrados dentro del sistema legal de *la civil law* o derecho continental (España, Italia y Francia) frente a los países encuadrados dentro de la *common law* o derecho anglosajón (Estados Unidos y Reino Unido).

En el contexto europeo, Finlandia, Noruega, Polonia, Dinamarca y los Países Bajos tienden a tener consejos significativamente menores que otros países como Alemania, Portugal, Francia, España e Italia. Como se muestra en la Figura II.1, mientras en los primeros se observan tamaños medios inferiores a 10, en los segundos el tamaño medio oscila entre 13.9 y 17.1 miembros (Heidrick y Struggles, 2011).

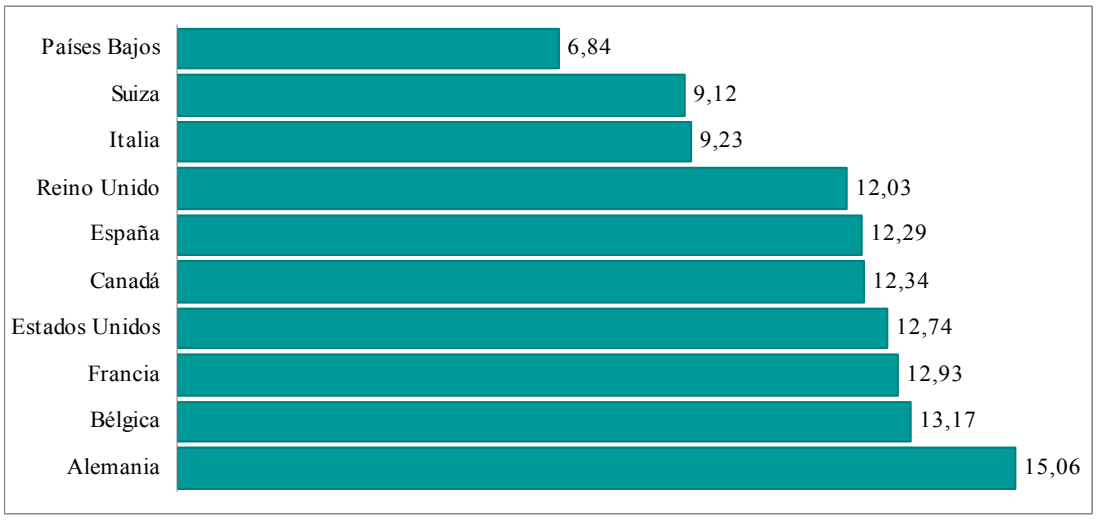
Andrés *et al.* (2005), para una muestra de países de la OCDE durante el año 1996, encuentran tamaños medios del consejo que oscilan entre los 15.06 miembros de Alemania y los 6.84 de los Países Bajos (véase Figura II.2). Comparando los valores reportados por Heidrick y Struggles (2011) para 2010 con los reportados por Andrés *et al.* (2005) para 1996, se observa que los países europeos han aumentado el tamaño medio de sus consejos de administración (véase Figura II.3), incremento que, como se analizará posteriormente, podría responder al cumplimiento con los requerimientos de mayor diversidad recomendados por los códigos de buen gobierno.

Figura II.1. Tamaño medio del consejo de administración en Europa en el año 2010



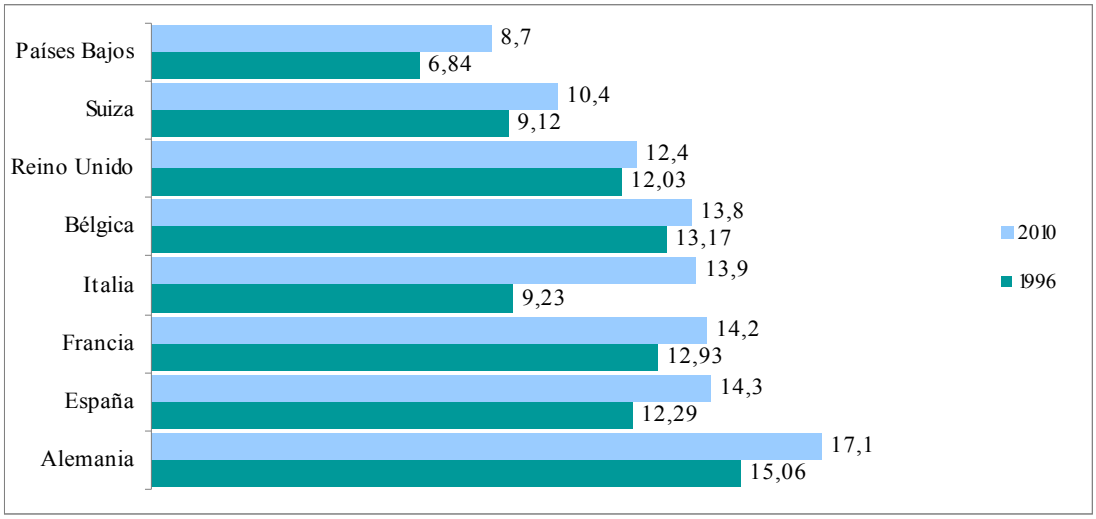
Fuente: Elaboración propia a partir de Heidrick y Struggles (2011)

Figura II.2. Tamaño medio del consejo de administración en países de la OCDE en el año 1996



Fuente: Elaboración propia a partir de Andrés *et al.* (2005)

Figura II.3. Evolución tamaño medio del consejo de administración en Europa para el período 1996-2010



Fuente: Elaboración propia a partir de Andrés *et al.* (2005) y Heidrick y Struggles (2011)

La investigación relativa al consejo de administración destaca una serie de ventajas e inconvenientes asociadas con su dimensión. La literatura financiera, en general, no es concluyente acerca de la relación entre tamaño del consejo y el desempeño empresarial. Aunque con direcciones opuestas, diversas perspectivas teóricas apoyan la idea de que el tamaño del consejo tiene un impacto económico sobre la empresa.

Lipton y Lorsch (1992) y Jensen (1993) fueron los primeros en suponer que el tamaño del consejo constituye un mecanismo de gobierno en sí mismo. Desde la perspectiva clásica de la Teoría de Agencia, los consejos grandes aumentan la capacidad supervisora, reducen el poder del CEO e incrementan el control sobre la actuación directiva, por lo que cabe esperar una mejora en el desempeño de la empresa. (Fama y Jensen, 1989; Harris y Raviv, 2008). Sin embargo, a pesar de estas ventajas, muchos académicos de esta corriente teórica consideran que los consejos pequeños son más efectivos, ya que son más fáciles de coordinar y suelen presentar una mayor cohesión entre sus miembros (Hossain *et al.*, 2001; Kiel y Nicholson, 2003; Mallin, 2005). Los consejos sobredimensionados, en cambio, pueden crear un problema de incentivos similar al problema del polizón (*free-rider*) entre los

accionistas dispersos (Berle y Means, 1932; Demsetz y Lehn, 1985), haciendo más difícil que cada consejero convenza a los demás para supervisar al resto. Además, los consejos grandes conducen a un aumento de los problemas de coordinación, comunicación y flexibilidad en la toma de decisiones, lo que afecta negativamente a la eficiencia de la función de supervisión y se traduce en un peor desempeño empresarial. En este sentido, Lipton y Lorsch (1992) argumentan que los consejeros normalmente no critican las políticas de la alta dirección, problema que se verá acentuado en los consejos de mayor tamaño, puesto que para un consejero individual el coste de no ejercer su deber de supervisión de la actuación directiva disminuye proporcionalmente al número total de consejeros. De forma similar, Jensen (1993) sostiene que cuando los consejos tienen más de siete u ocho miembros, los consejeros son menos propensos a funcionar eficientemente y son más fácilmente controlables por el CEO. Una forma alternativa de interpretar los costes de coordinación es considerar que los beneficios de la reputación son decrecientes en el número de consejeros, disminuyendo sus incentivos para supervisar.

A medida que los consejos aumentan de tamaño, resulta más difícil convocar reuniones y alcanzar consensos, lo que conduce a consejos menos eficientes y tomas de decisiones más lentas. Gabrielsson y Winlund (2000) y Conger y Lawler (2009), entre otros, argumentan que los consejos grandes pueden terminar actuando más como órganos legislativos que como grupos de trabajo y consideran que el número ideal de consejeros oscila entre nueve y trece consejeros. Además, Daily y Dalton (2004) afirman que con consejos más grandes resulta más sencillo para un consejero individual eludir la responsabilidad de resolver cuestiones controvertidas y participar activamente en los debates con otros consejeros.

Sin embargo, aunque los problemas de coordinación y comunicación de un consejo grande ralentizan el proceso de toma de decisiones, también moderan la extremidad de las decisiones al requerir una mayor negociación y compromiso para alcanzar una decisión final. Como resultado, las decisiones de los consejos grandes tienden a ser menos extremas, es decir, ni muy malas ni muy buenas. En este sentido, es probable que al tomar decisiones menos extremas, los consejos grandes se asocien

con una menor variabilidad del desempeño corporativo (Cheng, 2008)[10]. Los argumentos que sustentan esta idea están estrechamente relacionados con los estudios sobre toma de decisiones en el campo de la economía y la psicología social. En el ámbito económico, Kogan y Wallach (1966), Moscovici y Zavalloni (1969) o Sah y Stiglitz (1991) sugieren que, dado que en los grupos más numerosos resulta más difícil alcanzar el consenso, las decisiones finales de los grupos grandes reflejan un mayor compromiso y representan opiniones más diversificadas, de forma que son menos extremas que las de los grupos pequeños. En cambio, las decisiones individuales pueden ser erróneas, la comunicación es costosa y los individuos difieren en sus habilidades para procesar la información. Como consecuencia, los grupos grandes tienen una mayor probabilidad de rechazar proyectos arriesgados ya que cada proyecto es considerado por diferentes miembros del grupo antes de ser aceptado por la totalidad.

[10] Los resultados de Cheng (2008) son consistentes con la idea de que alcanzar el consenso en los consejos de mayor tamaño requiere un mayor compromiso y, consecuentemente, las decisiones de los consejos grandes son menos extremas, conduciendo a una menor variabilidad de los resultados empresariales. El autor interpreta sus resultados como una prueba de que la toma de decisiones extremas decrece con el tamaño del consejo. Según señala, aunque los efectos de los problemas de agencia y de los problemas de coordinación y comunicación afectan a los resultados empresariales en la misma dirección, sus efectos sobre la variabilidad de dichos resultados pueden ser diferentes. En este sentido, el efecto de los problemas de agencia sobre la variabilidad de los resultados en los consejos grandes no es tan claro. Los problemas de agencia se acentúan a medida que aumenta el tamaño de los consejos y, por tanto, es más fácil para el CEO influir y controlar las decisiones de los consejeros. Bajo este perspectiva, el poder del CEO en la toma de decisiones aumenta con el tamaño del consejo (Jensen, 1993). Los consejos grandes son más cautivos del CEO, haciendo que éste adquiera más poder en la toma de decisiones. La evidencia acerca de la relación entre el poder del CEO y la variabilidad del desempeño empresarial es mixta. La literatura sugiere que después de que el CEO adquiera más poder, los resultados de la empresa se vuelven más o menos variables (Adams *et al.*, 2005; Bertrand y Mullainathan, 2003). Por un lado, Adams *et al.* (2005) encuentran que las empresas que tienen CEOs más poderosos presentan una mayor variabilidad en sus resultados. Su idea es que cuando el CEO tiene menos poder en relación con otros altos ejecutivos, tendrá que obtener el acuerdo o la aprobación de otros ejecutivos, de forma similar a cuando ha de tomarse una decisión por parte de un grupo grande. Aunque estos autores se apoyan en el poder relativo entre el CEO y otros altos ejecutivos, sus argumentos son aplicados al poder relativo entre el CEO y el consejo. Por otro lado, diversos estudios previos sugieren que las empresas con CEOs más poderosos deberían tener menor variabilidad de sus resultados. Por ejemplo, Amihud y Lev (1981) muestran que los directivos poderosos tienen incentivos para incurrir en actividades de reducción de riesgos como la diversificación de las adquisiciones. Bertrand y Mullainathan (2003) encuentran evidencia de que los directivos protegidos por las leyes anti-adquisiciones incurren en una menor destrucción de plantas antiguas y en una menor creación de plantas nuevas. Por tanto, el hecho de cómo el efecto de los consejos grandes sobre el poder del CEO se relaciona con una mayor o menor variabilidad del desempeño empresarial parece una cuestión a determinar empíricamente.

En el ámbito de la psicología social, varios estudios que analizan diferentes dimensiones de las decisiones tomadas por un grupo, como la extremidad y el riesgo, alcanzan conclusiones similares. Por ejemplo Sah y Stiglitz (1991) muestran que la calidad de las decisiones de un grupo grande presenta una menor variabilidad que la de los grupos pequeños. Moscovici y Zavalloni (1969) argumentan que la elección final de un grupo representa un promedio, un compromiso entre la posición de diferentes individuos. Kogan y Wallach (1967) confirmando su hipótesis al encuentran que el juicio de un grupo representa un promedio de juicios previos individuales incluso cuando se alcanza consenso a través de la discusión en el grupo de los juicios previos.

Por tanto, desde las perspectivas teóricas de agencia y de toma de decisiones, existen tanto ventajas como inconvenientes asociados al tamaño del consejo, por lo que cabría esperar que tamaños intermedios resulten más eficientes (Levrau y Van den Berghe, 2007).

La Teoría del Servidor, escasamente utilizada hasta la fecha en los trabajos empíricos, abogaría por consejos de tamaño reducido, en tanto en cuanto un mayor número de consejeros sería percibido como un mayor control que reduciría el comportamiento proactivo del directivo-servidor (Corbetta y Salvato, 2004b; Jaskiewicz y Klein, 2007; Muth y Donaldson, 1998). Por tanto, es la Teoría de Recursos y Capacidades, mediante la incorporación en el análisis de la función asesora del consejo de administración, la que permite comprender por qué siguen existiendo consejos grandes a pesar de los argumentos acerca de su efecto negativo en términos de supervisión. Desde la perspectiva de la Teoría de Recursos y Capacidades los consejos grandes son una valiosa fuente de recursos importantes para la empresa (Hillman *et al.*, 2009; Pfeffer, 1972). La dimensión del consejo se asocia con la habilidad de la empresa para acceder a recursos críticos y al entorno externo (Dalton *et al.* 1999; Hillman y Dalziel, 2003; Hillman *et al.*, 2009). Estos recursos pueden incluir el acceso a diferentes mercados, a nuevas tecnologías, materias primas, fuentes de financiación,… Un mayor número de consejeros aporta al consejo más capital humano, de forma que aumenta la información y el

conocimiento específico sobre el negocio a disposición del consejo. Cabe esperar que cuanto mayor sea el tamaño del consejo, mayor sea la diversidad de sus consejeros en cuanto a su formación educativa y experiencia profesional. Diversidad que permitirá que los consejeros desempeñen eficientemente su labor de asesoramiento al equipo directivo y contribuirá, por tanto, a una mejor desempeño empresarial (Zahra y Pearce, 1989).

El impacto de la dimensión del consejo sobre el desempeño de la empresa ha sido y continúa siendo un tema de controvertido debate, puesto que ni las corrientes teóricas ni la investigación existente al respecto son concluyentes. Una parte de la evidencia empírica parece apoyar los argumentos de Jensen (1993), que establecen que a medida que los consejos aumentan su tamaño, los costes de agencia y los problemas de coordinación y comunicación superan las potenciales ventajas derivadas de la mayor supervisión ejercida por un mayor número de consejeros, desembocando en un peor desempeño corporativo. Aunque Jensen (1993) sugiere un tamaño óptimo de unos siete u ocho miembros, es Yermack (1996) el primero en analizar esta cuestión de forma empírica para una muestra de grandes empresas de USA, concluyendo una relación negativa entre el tamaño del consejo y el desempeño de la empresa, aproximada a través de la Q de Tobin. Al controlar la posible endogeneidad encuentra una relación de causalidad del tamaño del consejo hacia la Q de Tobin y no halla evidencia de que las empresas modifiquen el tamaño de sus consejos como respuesta a sus resultados pasados. Eisenberg *et al.* (1998) también encuentran un efecto negativo del tamaño del consejo para una muestra de empresas finlandesas, mientras Beiner *et al.* (2004) lo hacen para el mercado suizo. Más recientemente, Van Ees *et al.* (2008) concluyen que, a pesar de que el sistema de mecanismos de control de los Países Bajos es diferente del de Estados Unidos, en los primeros existe una relación negativa entre la dimensión del consejo y el desempeño de la empresa similar a la encontrada en el mercado norteamericano.

Otros estudios han encontrado una relación positiva entre el tamaño del consejo y el desempeño de la empresa, dando apoyo a los argumentos de la perspectiva de recursos y capacidades. Por ejemplo, Nicholson y Kiel (2003)

analizan la relación entre características demográficas de los consejos y desempeño corporativo en el mercado australiano y encuentran que para una muestra de empresas cotizadas existe una relación positiva entre el tamaño del consejo y la Q de Tobin. En la misma línea, Adams y Mehran (2005) encuentran una relación positiva entre el número de consejeros y el desempeño corporativo, aproximada con medidas contables y de mercado, en una muestra de empresas estadounidenses. Arslans *et al.* (2010) muestran resultados similares en el mercado turco, mientras Jackling y Johl (2009) lo hacen para el mercado indio. En el entorno europeo, también se constata un efecto positivo de la dimensión del consejo sobre distintas medidas de desempeño. Por ejemplo, Barroso *et al.* (2010) para el mercado español, utilizando el volumen de ventas, o Beiner *et al.* (2006) para el mercado suizo a través de la Q de Tobin.

Además de encontrar relaciones positivas y negativas entre la dimensión del consejo de administración y el desempeño de la empresa, algunos trabajos han concluido que no existe ninguna relación significativa entre dichas variables. Entre otros, cabe citar, por ejemplo, Zahra y Stanton (1988) para Estados Unidos, Beiner *et al.* (2004) para Suiza, Boon (2004) para Australia, Di Pietra *et al.* (2008) para Italia, Arntz (2010) para los Países Bajos, García-Sánchez (2010) para España, y Ghazali (2010) para Malasia. Por último, algunas investigaciones han encontrado una tendencia no monótona, al observar que incrementos en el tamaño del consejo aumentan el valor de la empresa, pero a partir de un cierto tamaño este efecto desaparece (Yermack, 1996) o se vuelve negativo (Fernández *et al.*, 1998). En este sentido, Andrés y Vallelado (2009), Baglioni y Colombo (2009) o García-Ramos y García Olalla (2010) han documentado una relación no lineal entre el tamaño del consejo y los resultados de la empresa, confirmando la existencia de problemas de coordinación asociados con los consejos grandes.

Bhagat y Black (2002) argumentan que una posible explicación de los resultados contrapuestos acerca de la relación entre la dimensión del consejo y el desempeño de la empresa podría ser la naturaleza endógena de algunos de los factores del modelo explicativo de los resultados corporativos. En este sentido, el tamaño del consejo puede venir influenciado por otros factores como la composición

del consejo o su estructura de liderazgo (Colley *et al.* 2005). Por este motivo, Dalton *et al.* (2003) concluyen que no existe consenso acerca de cómo los consejos grandes o pequeños son mejores en cuanto a su impacto sobre los resultados, independientemente del tipo de indicadores de desempeño utilizados. Harris y Raviv (2008) encuentran que los cambios en los factores que afectan exógenamente tanto al tamaño del consejo como al desempeño de la empresa conducen a una relación negativa entre ambas variables. Por su parte, Raheja (2005) sugiere que, dado que el tamaño óptimo del consejo es función de las características particulares de los consejeros y de la propia empresa, los consejos de mayor tamaño pueden ser deseables en determinadas circunstancias. Por ejemplo, cuando los beneficios privados de la dirección son elevados, los consejos grandes son óptimos.

Enlazando con lo anterior, estudios recientes han demostrado que bajo determinados contextos en los que la función de asesoramiento cobra más importancia que la de supervisión los consejos de mayor tamaño son más eficaces. (Coles *et al.,* 2008). En esta línea, Andrés y Rodríguez (2011) concluyen que en las empresas intensivas en tecnologías, el asesoramiento prevalece sobre la supervisión y los consejos grandes resultan más eficientes. Aggarwal *et al.* (2006) muestran que los consejos grandes son más deseables en las empresas no lucrativas que persiguen otros objetivos distintos de la maximización del valor.

Las actuales líneas de investigación en el ámbito del gobierno corporativo sugieren que no existe un tamaño ideal que se ajuste a todas las empresas y que el tamaño óptimo dependerá de la efectividad con la que el consejo opere como un equipo (Conger y Lawler, 2009).

Por tanto, y resumiendo los argumentos expuestos, la efectividad del consejo de administración está relacionada con el tamaño del mismo desde una doble perspectiva. Por una parte, cabe esperar que aquellos consejos de administración con un número elevado de consejeros realicen de una forma más eficiente las tareas de supervisión y control sobre la dirección, a la vez que suponen un mayor capital humano a disposición del consejo, un mayor número de relaciones con el exterior de la organización y una mayor especialización de funciones en el interior del consejo,

favoreciéndose así una mejor toma de decisiones (Bainbridge, 2002). Sin embargo, las mayores necesidades de coordinación y los problemas derivados del procesamiento de la información pueden generar el efecto contrario (Jensen, 1993), ya que los consejos de administración de gran tamaño tienden a fragmentarse, reduciéndose así su capacidad colectiva para controlar a la dirección, a la vez que se incrementa el número de consejeros que no participan activamente en el consejo (Bainbridge, 2002). En la Tabla II.2 puede observarse una revisión de los principales trabajos que han abordado esta cuestión de forma empírica[11]. Dicha revisión permite establecer una serie de conclusiones:

1. En primer lugar, se constata una falta de unanimidad con respecto a la relación entre la dimensión del consejo y los resultados de la empresa.

2. En segundo lugar, la revisión de la literatura llevada a cabo pone de manifiesto la heterogeneidad en las medidas de desempeño utilizadas: Q de Tobin, ratio valor, rentabilidad de los activos, rentabilidad financiera, rentabilidad de las inversiones, ganancias por acción,…

3. Como se mostrará a lo largo de este capítulo, a diferencia de lo que ocurre con otras características del consejo de administración, no se observa un gran desequilibrio en la investigación llevada a cabo con respecto a la localización geográfica. Las muestras basadas en el entorno anglosajón, en el continente asiático o en distintos países europeos representan proporciones similares que oscilan entre el 25 y el 29 por ciento, sobre un total de 67 trabajos analizados. Significativamente menores son los estudios que han tomado como muestra países de África o de Oceanía, y también los estudios centrados en muestras internacionales.

4. La mayor parte de los trabajos han analizado la relación entre la dimensión del consejo y el desempeño de la empresa para un único ejercicio económico, lo que imposibilita la incorporación en el análisis de la

[11] El detalle de cada uno de ellos sería interminable.

evolución dinámica de los consejos de administración, así como el equilibrio a largo plazo de la empresa.

5. La literatura empírica ha adoptado, de forma mayoritaria, un enfoque de agencia para explicar la relación entre la dimensión del consejo y el desempeño de la empresa, enfatizando la función de supervisión del consejo de administración e ignorando en muchos casos su labor de asesoramiento. Este planteamiento implica que, en general, se han considerado únicamente los costes asociados con los consejos de mayor tamaño, obviándose los potenciales beneficios que pueden reportar los consejos grandes en términos de recursos y capacidades.

6. Desde un punto de vista metodológico, son escasos los trabajos que han abordado la endogeneidad de las variables de gobierno corporativo. La mayor parte de trabajos tampoco han controlado el efecto que determinadas características contextuales pueden tener sobre la relación entre la dimensión del consejo y el desempeño corporativo. En este sentido, el sector de actividad en el que opera la empresa puede afectar significativamente al tamaño del consejo de administración (Ning *et al.*, 2007), ya que los costes y beneficios asociados a los consejos de mayor tamaño varían entre sectores (Ning *et al.*, 2010). La dimensión del consejo de administración también puede estar influenciado por el tamaño de la empresa (Yermack, 1996; Denis *et al.*, 1997; Eisenberg *et al.*, 1998; Baker y Gompers, 2003; Raheja, 2005; Boone *et al.*, 2007; Lehn *et al.*, 2007; Linck *et al.*, 2008) o por la estructura de propiedad (Jaskiewicz y Klein, 2007; Navarro y Ansón, 2009).

Tabla II.2. Trabajos que han analizado la relación entre la dimensión del consejo y distintas medidas de desempeño

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON EL TAMAÑO DEL CONSEJO
Adams y Mehran (2005)	Estados Unidos	1986-1996	Q de Tobin, ROA	Positiva, no significativa, controlando la endogeneidad
Andrés *et al.* (2005)	Canadá, Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Suiza	1996	Ratio valor, Q de Tobin ROA	Negativa, no significativa para ROA, controlando la endogeneidad
Andrés y Rodríguez (2009)	España, Francia, Italia y Reino Unido	1996-2005	Q de Tobin	Negativa, positiva en empresas con propiedad concentrada, controlando la endogeneidad
Andrés y Rodríguez (2011)	España, Francia, Italia y Reino Unido	1996-2005	Q de Tobin	Negativa, positiva en sectores intensivos en tecnología, controlando la endogeneidad
Arntz (2010)	Países Bajos	2005-2007	EBITDA, ingresos netos	No significativa
Arslan *et al.* (2010)	Turquía	1995-2006	Q de Tobin, ROA	Positiva
Baglioni y Colombo (2009)	Italia	2004-2007	ROA, BAIT, ratio valor	No lineal (U invertida)
Barnhart y Rosenstein (1998)	Estados Unidos	1990	Q de Tobin	Negativa
Barroso *et al.* (2010)	España	2008-2009	Volumen de ventas	Positiva
Beiner *et al.* (2004)	Suiza	2001	Q de Tobin	No significativa
Beiner *et al.* (2006)	Suiza	2002	Q de Tobin, ratio valor	Positiva, no significativa
Bennedsen *et al.* (2008)	Dinamarca	1999	ROA	Negativa

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON EL TAMAÑO DEL CONSEJO
Benson *et al.* (2011)	Australia	2005-2006	Rentabilidad bruta, excesos de rentabilidad sobre el índice de referencia	Positiva
Bhagat y Black (2001)	Estados Unidos	1985-1990	Q de Tobin, ROA, rentabilidad de las ventas, retornos del mercado	Negativa para consejos con seis o más consejeros, no significativa para consejos con entre tres y cinco consejeros
Bonn (2004)	Australia	1999 y 2003	ROE, ratio valor	No significativa
Bozcuk (2011)	Turquía	2008-2010	ROE, precio de mercado de las acciones	Positiva
Bozec (2005)	Canadá	1976-2000	Rentabilidad de las ventas, ROA, eficiencia de las ventas, eficiencia del ingreso neto, rotación de los activos	Negativa, no significativa, negativa, no significativa, negativa
Carter *et al.* (2010)	Estados Unidos	1998-2002	Q de Tobin, ROA	No significativa
Chaganti *et al.*, 1985		1970-1976	Ratio de quiebra	Negativa
Chen *et al.* (2006)	China	1999-2003	Fraude financiero	No significativa
Cheng (2008)	Estados Unidos	1996-2004	Variabilidad de retorno de las acciones, ROA, Q de Tobin	Negativa controlando la endogeneidad
Cheng *et al.* (2008)	Estados Unidos	1984-1991	Q de Tobin, ROA	Negativa
Choi *et al.* (2007)	Corea	1999-2002	Q de Tobin	Positiva
Coles *et al.* (2008)	Estados Unidos	1992-2001	Q de Tobin	No lineal (U), negativa para empresas simples, positiva para empresas complejas, controlando la endogeneidad

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON EL TAMAÑO DEL CONSEJO
Conyon y Peck (1998)	Reino Unido, Francia, Los Países Bajos, Dinamarca e Italia	1991-1994	ROA	Negativa
Christensen *et al.* (2010)	Australia	2004	ROA, Q de Tobin	Negativa, positiva
Dalton *et al.* (1999)	Revisión meta-analítica	Revisión meta-analítica	Revisión meta-analítica	Positiva
Daraghma y Alsinawi (2010)	Palestina	2005-2008	Rentabilidad de las ventas	Negativa
Di Pietra *et al.* (2008)	Italia	1993-2000	Valor de mercado de las acciones	No significativa
Eisenberg *et al.* (1998)	Finlandia	1992-1994	ROA	Negativa
Faleye (2007)	Estados Unidos	1995	Q deTobin	Negativa, controlando la endogeneidad
Fernández *et al.* (1998)	España	1993	Q de Tobin	No lineal (U invertida)
Fich y Shivdasani (2006)	Estados Unidos	1989-1995	Ratio valor, ROA, ROS	Negativa
García-Ramos y García Olalla (2010)	España	2001-2007	Q de Tobin, ratio valor	No lineal (U invertida), controlando la endogeneidad
García-Sánchez (2010)	España	2004-2006	Eficiencia técnica	No significativa
Ghazali (2010)	Malasia	2001	Q de Tobin	No significativa
Guest (2008)	Reino Unido	1981-2002	Q de Tobin, ROA	Negativa
Haniffa y Hudaib (2006)	Malasia	1996-2000	Q de Tobin, ROA	Negativa, positiva
Huther (1997)	Estados Unidos	1994	Costes variables	Positiva
Ibrahim y Samad (2011)	Malasia	1999-2005	Q de Tobin, ROA, ROE	Negativa, no significativa, negativa

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON EL TAMAÑO DEL CONSEJO
Jackling y Johl (2009)	India	2005-2006	Q de Tobin	Positiva controlando la endogeneidad
Kang y Shivdasani (1995)	Japón	1984	ROA, exceso de rentabilidad de mercado	Negativa
Kayani *et al.* (2011)	Pakistán	2009	ROE	Positiva
Kota y Tomar (2010)	India	2005-2007	Q de Tobin	Negativa
Lasfer (2006)	Reino Unido	1996-1999	Q de Tobin, ROA	Negativa
Lehn *et al.* (2009)	Estados Unidos	1935-2000	Ratio valor	Negativa controlando la endogeneidad
Loderer y Peyer (2002)	Suiza	1980-1995	Q de Tobin, ROA	Negativa, no significativa
Mak y Li (2002)	Singapur	1995	Q de Tobin	No significativa
Mak y Kusnadi (2005)	Malasia y Singapur	1999-2000	Q de Tobin, ROA, rentabilidad de las ventas, rotación del activo total	Negativa
Mínguez y Martín (2003)	España	1999	Q de Tobin	Negativa
Nanka-Bruce (2011)	Europa (Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Países Bajos, Irlanda, Noruega, España, Suiza, Suecia, Reino Unido) y Estados Unidos	2003-2005	Eficiencia técnica	Negativa
Nicholson y Kiel (2003)	Australia	1996	Q de Tobin	Positiva
Ning *et al.* (2010)	Estados Unidos	1988-1999	Q de Tobin	Negativa

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON EL TAMAÑO DEL CONSEJO
O´Connell y Cramer (2010)	Irlanda	2001	Rentabilidad anual bruta de mercado, ROA, Q de Tobin	No significativa, negativa, negativa, controlando la endogeneidad
Payne *et al.* (2009)	Estados Unidos	1995-1998	ROA, ganancias por acción, rentabilidad de las ventas	Positiva, no significativa, no significativa
Perrini *et al.* (2008)	Italia	2000-2003	Q de Tobin	No significativa controlando la endogeneidad
Prabowo y Simpson (2011)	Indonesia	2003	Q de Tobin, ROA	No significativa controlando la endogeneidad
Rashid *et al.* (2010)	Bangladesh	2005-2009	ROA, Q de Tobin	Negativa, positiva
Rouf (2011)	Bangladesh	2006	ROA, ROE	No significativa
Schmid y Zimmermann (2008)	Suiza	2002	Q de Tobin	No significativa
Shin-Ping y Tsung-Hsien (2009)	Taiwan	1994-2003	Q de Tobin	Positiva
Ting y Huang (2009)	Taiwan	2002-2006	Q-Tobin, Ratio valor, ROA, ROE,	No significativa controlando la endogeneidad
Uadiale (2010)	Nigeria	2007	ROE, rentabilidad del capital invertido	Positiva
Vafeas (1999)	Estados Unidos	1990-1994	Ratio valor	Negativa
Van Ees *et al.* (2003)	Holanda	1996	Ratio valor, índice de rentabilidades contables	Negativa
Yermack (1996)	Estados Unidos	1984-1991	Q de Tobin, ROA, rotación de las ventas, rentabilidad de las ventas	Negativa

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON EL TAMAÑO DEL CONSEJO
Zahra y Stanton, 1988	Estados Unidos	1980	ROE, margen de beneficios sobre ventas, ventas netas entre fondos propios, ganancias por acción, dividendos por acción	No significativa

Fuente: Elaboración propia

4.2. La composición del consejo de administración

La composición del consejo de administración hace referencia a los distintos tipos de consejeros que lo conforman. Dicha tipología responde a la vinculación que cada miembro mantiene con la empresa y/o sus integrantes. Atendiendo a la misma, la literatura internacional sobre gobierno corporativo ha diferenciado tradicionalmente entre consejeros ejecutivos y consejeros no ejecutivos. Los consejeros ejecutivos, también conocidos como internos, son miembros del equipo directivo de la compañía que ocupan un puesto en el consejo de administración. Éstos, además, podrían tener o no la doble condición de ejecutivo-accionista. Los consejeros no ejecutivos, que aparecen en la literatura académica bajo diferentes denominaciones como externos, no empleados o consejeros a tiempo parcial (Mace, 1979), no son trabajadores de la empresa y, por tanto, son ajenos a la gestión diaria de la compañía.

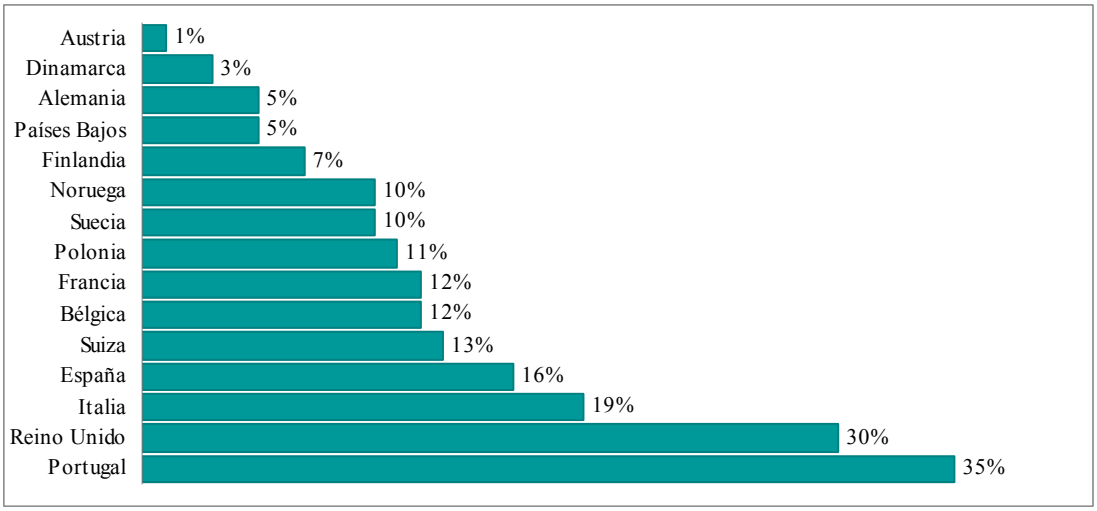
Si bien el concepto de consejeros ejecutivos o internos es homogéneo a lo largo de las diferentes economías mundiales, no ocurre lo mismo en el caso de los consejeros no ejecutivos o externos, en cuyo caso la literatura académica ofrece distintas definiciones. Esta heterogeneidad está estrechamente relacionada con la independencia de los consejeros con respecto al resto de miembros del consejo y de la dirección de la empresa. Así, es posible encontrar diferentes terminologías como consejeros independientes, consejeros afiliados, etc, todos ellos englobados en la categoría genérica de consejeros externos o no ejecutivos. Los que más atención han recibido, tanto en el mundo académico como en el empresarial y el regulatorio, son los independientes, aquéllos sin vinculación alguna con la compañía, ni con sus accionistas ni con el resto de grupos con intereses en la empresa (*stakeholders*). Los consejeros externos afiliados[12], a pesar de no formar parte de la dirección de la

[12] Aunque se suele afirmar que la figura del consejero dominical es una creación de los códigos de buen gobierno españoles (Mateu de Ros, 2007), en el ámbito de la literatura sobre gobierno corporativo estos consejeros podrían encuadrarse en la categoría de afiliados. Según el Código Unificado de Gobierno Corporativo (CUGC) se consideran consejeros dominicales: a) aquéllos que posean una participación accionarial superior o igual a la que se considere legalmente como significativa o que hubieran sido designados por su condición de accionistas, aunque su participación accionarial no alcance dicha cuantía; b) quienes representen a accionistas de los señalados en el punto precedente.

empresa, mantienen vínculos con ésta o con sus integrantes que impiden que puedan ser considerados independientes. Así, es posible que sean representantes de trabajadores o de accionistas significativos, que mantengan relaciones contractuales con la empresa (consultores, abogados,…), etc.

La investigación empírica descriptiva ha puesto de manifiesto que la composición del consejo de administración varía de un país a otro. En el contexto europeo, el análisis realizado por Heidrick y Struggles (2011) para el año 2010 muestra que la proporción máxima de consejeros ejecutivos (véase Figura II.4) se registra en Portugal, 35 por ciento, seguido de cerca por Reino Unido, 30 por ciento, y destacando también las proporciones de Italia, 19 por ciento, y España, 16 por ciento.

Figura II.4. Proporción de consejeros ejecutivos (internos) en los consejos de administración en Europa en el período 2010

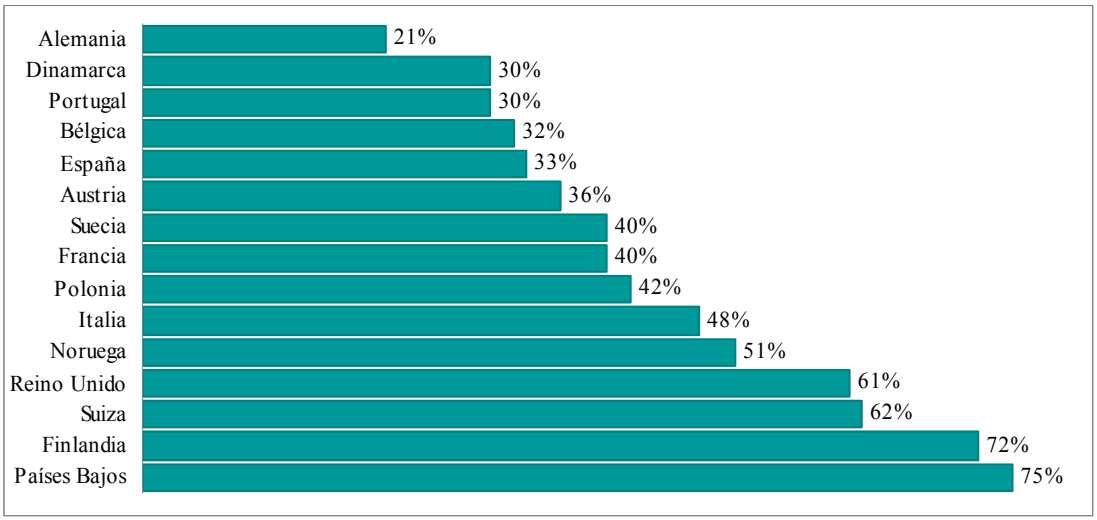


Fuente: Elaboración propia a partir de Heidrick y Struggles (2011)

En el extremo opuesto, en los Países Bajos, Dinamarca, Austria, Alemania o Finlandia los consejeros ejecutivos representan porcentajes inferiores al 10 por ciento. En cuanto a los consejeros externos independientes (véase Figura II.5), las mayores participaciones se registran en los Países Bajos y Finlandia, con proporciones superiores al 70 por ciento, seguidos de Suiza y Reino Unido, donde se

supera el 60 por ciento. En cambio, la presencia de consejeros externos independientes no supera el 40 por ciento en Austria, Bélgica, Dinamarca, España y Portugal.

Figura II.5. Proporción de consejeros externos independientes en los consejos de administración en Europa en el período 2010

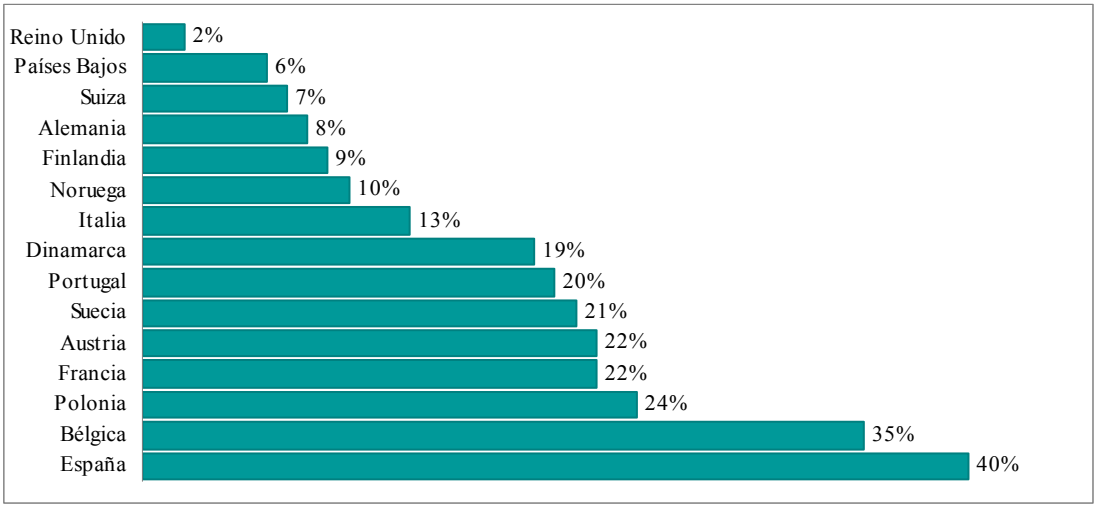


Fuente: Elaboración propia a partir de Heidrick y Struggles (2011)

La participación de accionistas significativos en los consejos de administración (véase Figura II.6) presenta sus máximos niveles en España y Bélgica, con una representación del 40 y del 35 por ciento respectivamente, mientras en Alemania, Suiza, los Países Bajos o el Reino Unido no superan el 10 por ciento.

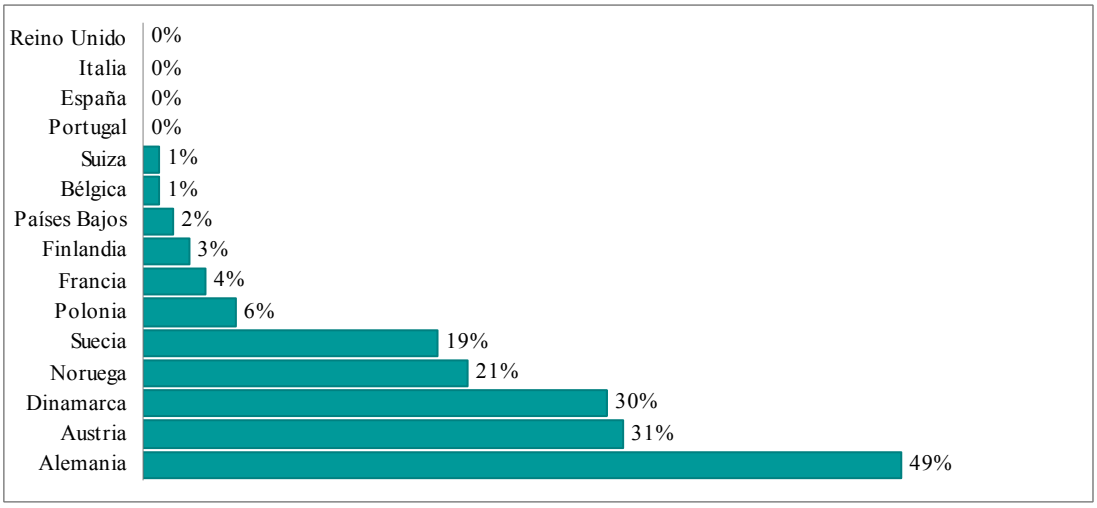
Heidrick y Struggles (2011) incluyen también la participación de consejeros que representan a empleados de la empresa (véase Figura II.7), especialmente significativos en Alemania, donde suponen un 49 por ciento sobre el total de consejeros, o en países nórdicos como Austria, Dinamarca, Noruega o Suecia. Estos valores contrastan con la nula participación de este tipo de consejeros en los consejos de España, Italia, Portugal y Reino Unido. Finalmente, en la Figura II.8 puede observarse la proporción de otros consejeros no independientes no incluidos en ninguna de las categorías anteriores.

Figura II.6. Proporción de accionistas significativos en los consejos de administración en Europa en el período 2010



Fuente: Elaboración propia a partir de Heidrick y Struggles (2011)

Figura II.7. Proporción de representantes de los trabajadores en los consejos de administración en Europa en el período 2010

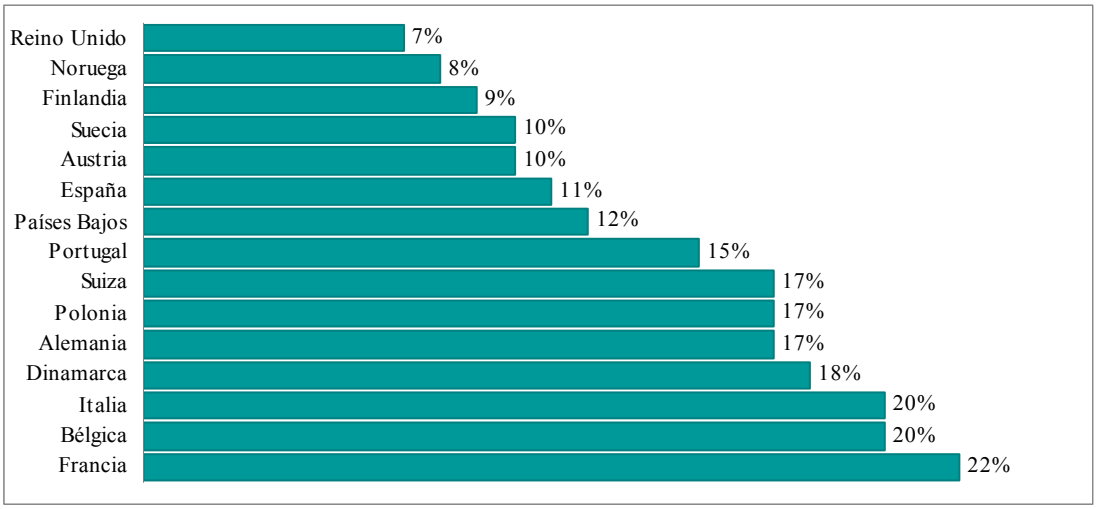


Fuente: Elaboración propia a partir de Heidrick y Struggles (2011)

Para el año 1996 y a partir de una muestra de empresas de la OCDE, Andrés *et al.* (2005) encuentran proporciones de consejeros ejecutivos que oscilan entre el 52 por ciento de Reino Unido y el 10 por ciento de Suiza, registrándose valores intermedios alrededor del 25 por ciento en Italia, España, Bélgica, Canadá y Estados

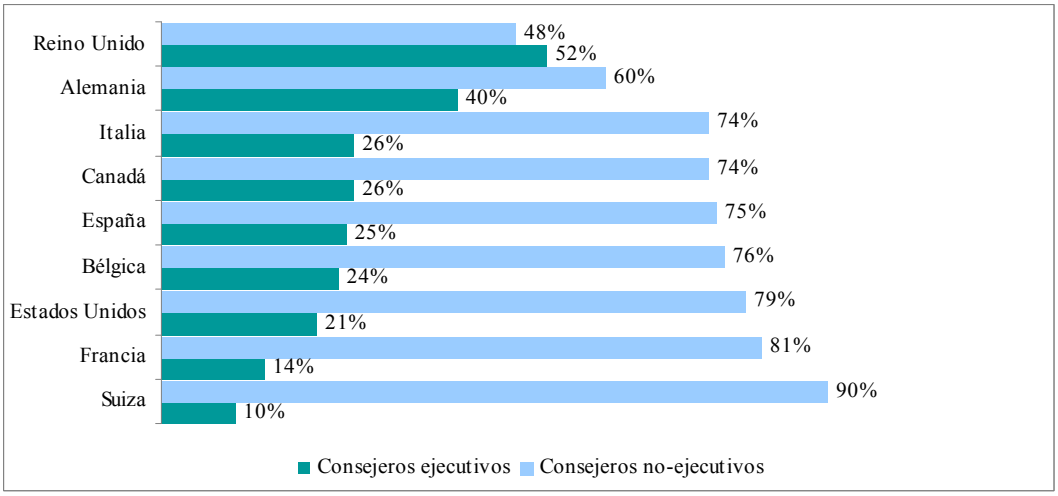
Unidos (véase Figura II.9). La proporción de consejeros no ejecutivos oscila entre el 90 por ciento de Suiza y el 48 por ciento de Reino Unido, con valores intermedios en torno al 25 por ciento en Italia, España, Bélgica, Canadá y Estados Unidos.

Figura II.8. Proporción de otros consejeros no independientes en los consejos de administración en Europa en el período 2010



Fuente: Elaboración propia a partir de Heidrick y Struggles (2011)

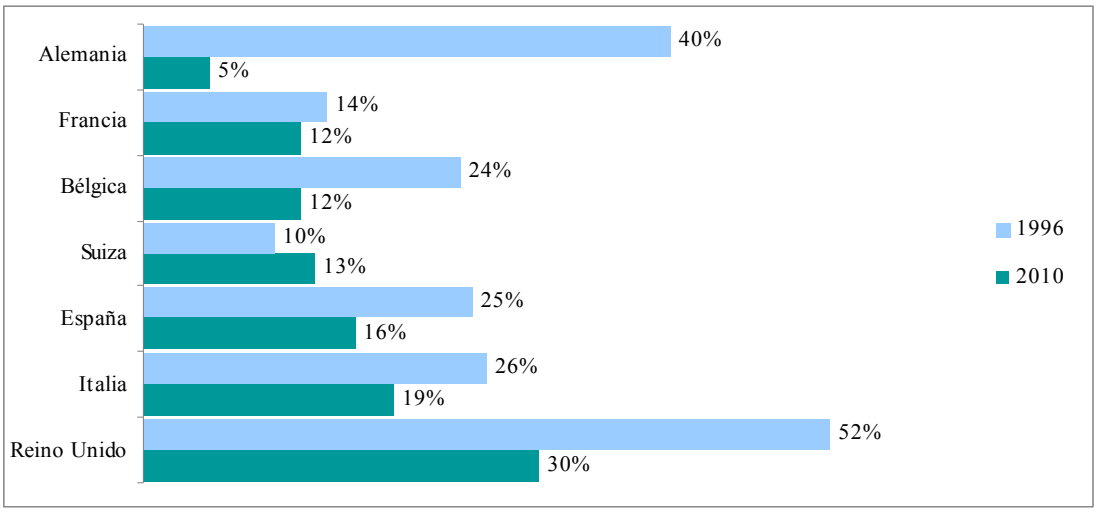
Figura II.9. Proporción de consejeros ejecutivos y no-ejecutivos en los consejos de administración en la OCDE en el período 1996



Fuente: Elaboración propia a partir de Andrés *et al.* (2005)

A priori, los datos analizados no permiten observar un patrón claro en la composición de los consejos de administración asociados con el entorno legal e institucional en el que opera la empresa. Comparando los valores reportados por Heidrick y Struggles (2011) para 2010 con los reportados por Andrés *et al.* (2005) para 1996 se observa que los países europeos han disminuido la proporción de consejeros ejecutivos (véase Figura II.10) y han aumentado la proporción de consejeros no ejecutivos o consejeros externos (véase Figura II.11).

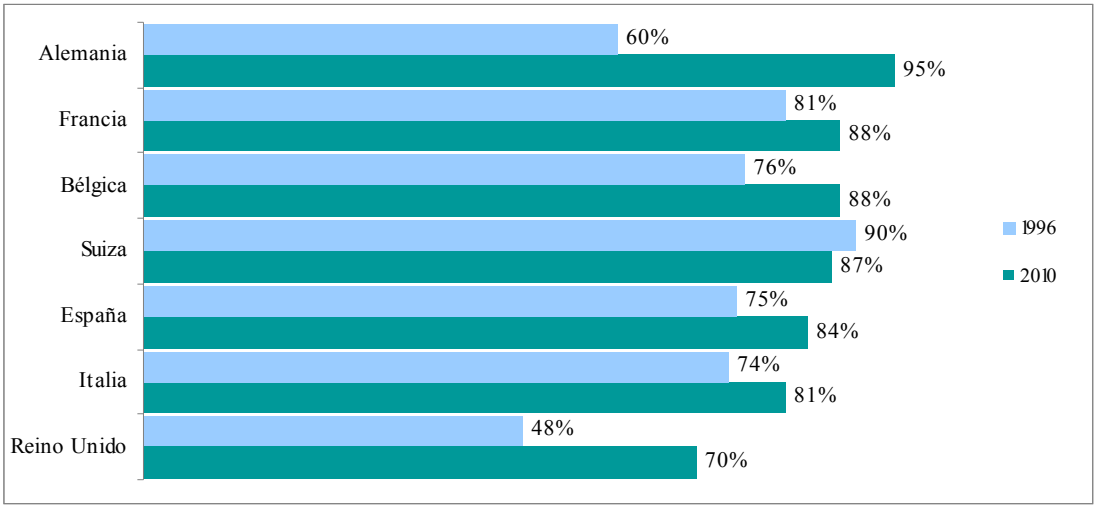
Figura II.10. Evolución de la proporción de consejeros ejecutivos en Europa en el período 1996-2010



Fuente: Elaboración propia a partir de Andrés *et al.* (2005) y Heidrick y Struggles (2011)

Como se analizará posteriormente, esta tendencia podría responder a la demanda de los códigos de buen gobierno. A pesar de que contar con más consejeros ejecutivos reporta considerables ventajas a los consejos de administración, la mayor parte de los códigos de buen gobierno enfatizan que los consejos deben contar con más externos, destacándose especialmente la figura de los independientes (véase el capítulo I de esta tesis doctoral). Probablemente como consecuencia de esta recomendación ampliamente extendida, la evidencia empírica ha encontrado que la mayor parte de países cuentan con una proporción de consejeros ejecutivos menor que la proporción de consejeros externos.

Figura II.11. Evolución de la proporción de consejeros no-ejecutivos en Europa en el período 1996-2010



Fuente: Elaboración propia a partir de Andrés *et al.* (2005) y Heidrick y Struggles (2011)

Desde la perspectiva de la Teoría de Agencia, los consejeros externos contribuyen de forma eficiente al buen gobierno de la empresa, ejerciendo un control efectivo sobre la actuación directiva y su proceso de toma de decisiones. (Mace, 1979; Fama y Jensen, 1983). Una mayor proporción de consejeros externos, especialmente independientes, puede reducir la probabilidad de que la alta dirección obtenga beneficios privados a costa de expropiar la riqueza de los propietarios de la empresa. Los consejeros externos, al no formar parte activa de la dirección empresarial, poseen un mayor grado de independencia que los configura como candidatos óptimos para ejercer la función supervisora del consejo de administración. Sobre la base de estos argumentos, la propuesta más habitual de los códigos de buen gobierno es la de incorporar consejeros externos, fundamentalmente independientes, para poder supervisar adecuadamente la conducta de los directivos sin que exista conflicto de intereses. Estos consejeros podrían ser la voz de accionistas minoritarios no presentes en el consejo, defender el sentir de otros agentes con intereses en la empresa o actuar como barrera que limita la discrecionalidad directiva. Aunque la lógica de esta propuesta parece clara, como se verá posteriormente, su contraste empírico no lo es tanto.

Desde el punto de vista de la Teoría de Recursos y Capacidades, los consejeros externos también cobran importancia, en tanto en cuanto son fuente de conocimiento especializado y de vínculos con el exterior de la empresa (Kesner *et al.*, 1986; Hillman y Dalziel, 2003), lo que les valida como buenos candidatos para cumplir con la función de asesoramiento del consejo de administración (Dalton y Dalton, 2005). En este sentido, cobran especial relevancia los consejeros que pertenecen a múltiples consejos de administración (Pfeffer y Slancik, 1978). Así mismo, el conocimiento que aportan estos consejeros puede ser utilizado por el equipo directivo en la formulación de sus decisiones estratégicas. Los consejeros externos, gracias a su imparcialidad e independencia del equipo directivo, pueden tener un impacto positivo en la toma de decisiones del consejo (Dahya y McConnell, 2003).

Sin embargo, un consejo formado íntegramente por consejeros externos no podría desarrollar eficientemente la función de asesoramiento, dada su falta de experiencia y conocimiento sobre aspectos fundamentales de la empresa y de su entorno, a lo que se une la dificultad para adquirirlo (Ford, 1992). En este sentido, Pettigrew (1992) argumentan que los externos podrían tener un impacto negativo sobre el desempeño de la empresa si, debido a su falta de información, no se encuentran en disposición de ratificar decisiones efectuadas por los miembros más poderosos del consejo. Siladi (2006) añade que los externos sólo participan en el negocio empresarial a tiempo parcial, lo que implica, según Conger y Lawler (2009), que sea difícil para ellos desarrollar mucho más que una mera comprensión rudimentaria del trabajo de la empresa. Con estas limitaciones, dependen altamente de la buena voluntad de la dirección, especialmente del CEO, para obtener información relevante y oportuna sobre la compañía (Levrau y Van den Berghe, 2007). En esta misma línea, Carter *et al.* (2010) argumentan que, dado que entender los negocios de la empresa es crucial para una toma de decisiones efectiva en el seno del consejo de administración, la falta de este conocimiento es especialmente preocupante. Markarian y Parbonetti (2007) puntualizan que la falta de información por parte de los consejeros independientes podría impedir una toma de decisiones adecuada. Sobre la base de estos argumentos, una corriente investigadora

relativamente nueva ha postulado que contar con más consejeros no ejecutivos no significa necesariamente mejorar la efectividad del consejo si éstos no son capaces de aportar nada (Fogel y Geier, 2007).

Por otro lado, los consejeros internos ejecutivos son valorados, desde la perspectiva de la Teoría de los Recursos y Capacidades, por su alta experiencia e información acerca de las operaciones e iniciativas estratégicas de la empresa (Carpenter y Westphal, 2001; Raheja, 2005), lo que les valida como candidatos que pueden desarrollar eficientemente la función asesora del consejo. Los ejecutivos disponen de información específica sobre el negocio, como los procesos de fusión y adquisición, ofertas de capital, actividades de investigación y desarrollo, o información sobre procesos concursales (Ting y Huang, 2009).

Los consejeros ejecutivos también podrían ejercer una importante supervisión, ya que tienen acceso a mejor información y una mejor comprensión del entorno empresarial y de las acciones llevadas a cabo por el CEO (Ocasio, 1994; Boumosleh y Reeb, 2005), pues en su cualidad de empleados de la empresa están implicados en el día a día de sus operaciones (Keil y Nicholson, 2003). Al disponer de una información más precisa estarían en disposición de proporcionar una evaluación más efectiva de la alta dirección (Bozec, 2005). Sin embargo, dado que su carrera profesional depende del CEO, tienen incentivos para cooperar con el máximo ejecutivo y obtener beneficios privados, lo que compromete su independencia. Por ello, se considera que los externos son los más eficientes en la labor de supervisión.

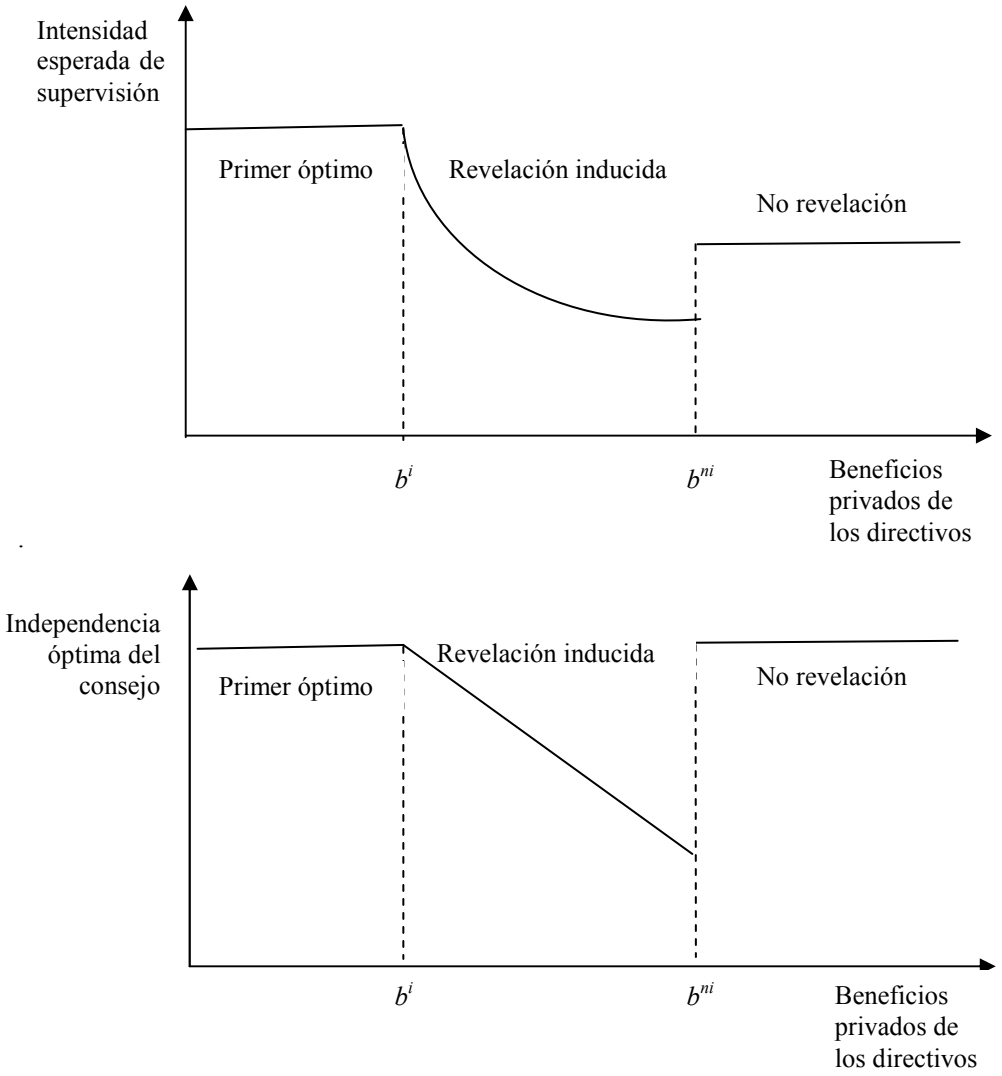
Retomando el modelo de Adams y Ferreira (2007) (véase el apartado 2.3.3.), cabe la posibilidad de que cuando la renegociación entre el CEO y los consejeros es posible, los accionistas pueden comprometerse a supervisar la actuación del CEO con una menor intensidad seleccionando consejos menos independientes. De esta forma, a medida que disminuye la supervisión aumentan los beneficios privados del CEO. Es importante señalar que, incluso si el consejo estuviera formado íntegramente por consejeros independientes, el nivel de supervisión no sería máximo, ya que dispondría de poca información. Por tanto, la figura de los consejeros ejecutivos debe estar presente. Adams y Ferreira (2007) reconocen, además, que los

accionistas también se beneficiarán de los *consejos amistosos* a través del aumento en la calidad del asesoramiento proporcionado. Un aspecto relevante es la determinación del nivel de beneficios privados del CEO a partir del cual ya no resulta útil para los accionistas inducirle a revelar información a través de la selección de consejos menos independientes que ejerzan una menor supervisión (véase Figura II.12).

Cuando se supone que un consejo es bastante independiente, resulta óptimo limitar la participación del CEO en el comité que se encarga de nominar a los consejeros para ayudar a confirmar que las preferencias de estos últimos no se encuentren muy alineadas con las del CEO, sino con las de los accionistas. Según Raheja (2005), cuando los incentivos de los consejeros externos están relativamente mejor alineados con los de los accionistas, se requiere una mayor proporción de externos. Este resultado ayuda a explicar por qué algunos trabajos han encontrado que una proporción mayor de consejeros externos se asocia con un mejor desempeño empresarial (por ejemplo, Baysiger y Butler 1985). Sin embargo, si los incentivos de los externos están alineados con los de ejecutivos inclinados hacia proyectos inferiores, los consejos con una proporción mayor de externos serán menos eficientes. Esto es consistente con Yermack (1996) y Agrawal y Knoeber (2001) entre otros, que reportan una relación negativa en la proporción de externos y el desempeño de la empresa. Raheja (2005) considera que la interpretación conjunta de estos argumentos ayudaría a explicar por qué los análisis que no han considerado las características de las empresas objeto de estudio no han encontrado relaciones robustas entre la proporción de consejeros externos y los resultados corporativos.

En su análisis de las funciones supervisora y asesora del consejo de administración Adams y Ferreira (2007) muestran que los consejos menos independientes serán los preferidos, dado que el CEO será reacio a compartir su información privada sobre el negocio con consejos demasiado independientes. En la medida en que los consejeros ejecutivos facilitan la transferencia de información entre el consejo y el equipo directivo, cabe esperar una relación negativa entre independencia y desempeño de la empresa (Raheja, 2005).

Figura II.12. Intensidad esperada de supervisión, independencia óptima del consejo y beneficios privados de los directivos



Fuente: Adams y Ferreira (2007)

La figura superior muestra la relación entre la intensidad esperada de la supervisión del consejo en equilibrio y los beneficios privados del equipo directivo cuando la asimetría de información entre el directivo y el consejo de administración no es muy extrema.

La figura inferior muestra la relación entre la independencia óptima del consejo y los beneficios privados del equipo directivo cuando la asimetría de información entre el directivo y el consejo no es muy extrema.

Los gráficos no están dibujados a escala. b^i es el nivel de beneficios privados por debajo del cual el directivo siempre comparte información, la intensidad esperada de supervisión del consejo está en el primer nivel en equilibrio y el nivel de independencia del consejo es igual a 1. b^n es el nivel de beneficios privados por encima del cual el directivo no comparte información.

El CEO propone al consejo proyectos basados en sus propias preferencias. La posibilidad de obtener beneficios privados por parte de los directivos puede desembocar en que el CEO seleccione un proyecto inferior. Los consejeros internos saben si el máximo ejecutivo está proponiendo un proyecto de menor calidad, pero los independientes sólo pueden determinar la calidad del proyecto si incurren en costes de verificación. Según Raheja (2005), dado que la verificación es un proceso costoso, los externos solicitan previamente la opinión de los consejeros ejecutivos acerca de la probabilidad de que un proyecto fracase, por lo que los costes de verificación disminuyen en la medida que los internos revelan información privada (Mace, 1986). Desde esta perspectiva, una proporción mayor de consejeros ejecutivos produce un ahorro en los costes de coordinación de los consejeros independientes, costes que se incrementan al tiempo que lo hace el número de consejeros (Lipton y Lorsch, 1992; Jensen, 1993). En consonancia con estos argumentos Maug (1998) muestra que en aquellas empresas que tienen importantes asimetrías informativas no resulta óptimo incrementar la supervisión a través de la incorporación de independientes, ya que resultaría costosa la transferencia de información específica sobre el negocio a este tipo de consejeros.

La estructura del consejo afecta, por tanto, al flujo de información y a la efectividad de los consejeros a la hora de reemplazar proyectos de calidad inferior por otros de calidad superior. La estructura óptima del consejo vendrá determinada por el *trade-off* entre la maximización de los incentivos de los consejeros internos para revelar su información privada, la minimización del coste de verificación de proyectos de los consejeros externos y la maximización de su habilidad para rechazar los proyectos inferiores. Bajo estas premisas, la composición óptima del consejo y su efectividad como mecanismo de supervisión variará con las características de la empresa.

Denis *et al.* (1997) concluyen que las empresas con mayores oportunidades de crecimiento tienen menores proporciones de consejeros externos. En la misma línea, Lasfer (2002) encuentra que las compañías británicas con elevadas oportunidades de crecimiento experimentan un cambio negativo significativo en su

valor cuando, atendiendo a la recomendación del Informe *Cadbury*, aumentan el número de externos. En la medida que las altas oportunidades de crecimiento capturan altos costes de verificación de proyectos para los consejeros externos, estos dos trabajos son consistente con la conclusión de Raheja (2005), que establece que es mejor contar con una mayor proporción de ejecutivos en aquellas empresas donde la verificación de proyectos resulta más costosa, donde los beneficios privados de seleccionar un proyecto inferior para los consejeros ejecutivos son bajos y donde, en consecuencia, el incremento en la proporción de externos sería una solución no-óptima que podría empeorar la situación de la organización.

Carpenter y Westphal (2001) también abordan los costes de verificación y concluyen que los consejeros externos perciben una reducción de su influencia en el consejo a medida que aumenta el tamaño del mismo, lo que hace más difícil convencer a los demás para el efectivo ejercicio de la labor de supervisión, incrementándose los costes totales de verificación. Así mismo, Hackman (1990) encuentra una relación positiva entre los costes de toma de decisiones grupales y el número de consejeros externos. En estos contextos, la inclusión de más ejecutivos puede conducir a un proceso de toma de decisiones más efectivo, gracias a su información específica sobre el negocio (Fama y Jensen, 1983). La incorporación de más ejecutivos también permite a los consejeros externos evaluar a los primeros para futuros cargos, por ejemplo para la sucesión del CEO (Mace, 1986; Hermalin y Weisbach, 1988), lo que incrementará el incentivo de los internos para mantener informado al consejo y conseguir la aprobación de los consejeros externos (Raheja, 2005). Cuanto mayor sea el número de ejecutivos en el consejo, mayor será la probabilidad individual de que cada uno de ellos revele información específica sobre el negocio, porque esto puede aumentar sus probabilidades de ocupar un cargo de mayor relevancia en el futuro gracias al apoyo de los externos.

Baglioni y Colombo (2009), en su análisis del mercado italiano, encuentran que aquellas empresas con elevados flujos libres de caja (aproximados a través de la extracción de beneficios privados) son más propensas a incorporar consejeros independientes, mientras que aquéllas con una elevada concentración de la propiedad

(incluidas las empresas de naturaleza familiar) tienden a incorporar más ejecutivos, debido a la protección que otorga a los accionistas minoritarios el efecto de la alineación de intereses. Así mismo, las empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, y en particular las intensivas en tecnologías (Andrés y Rodríguez, 2011), suelen confiar más en el conocimiento específico sobre el negocio aportado por los consejeros ejecutivos.

Una última perspectiva teórica, la del servidor, aboga por una mayoría de ejecutivos en el consejo. Teniendo en cuenta que esta teoría postula que no existirá conflicto de intereses entre la dirección y la propiedad de la empresa, la función básica del consejo es la de asesoramiento. En este contexto, se valora positivamente el conocimiento aportado por los internos, su experiencia en el negocio y su grado de compromiso con la empresa, y se percibe como negativa la inclusión de independientes, cuya presencia, en última instancia, quedaría relegada a la aportación de conocimientos externos profesionales de los que los ejecutivos podrían carecer, así como al establecimiento de vínculos con el exterior de la empresa (Muth y Donaldson, 1998; Jaskiewizc y Klein, 2007).

A pesar de las ventajas e inconvenientes señalados, la literatura empírica existente ha documentado resultados mixtos y poco concluyentes acerca de la relación entre consejeros externos y desempeño de la empresa. Para el mercado estadounidense, Baysinger y Butler (1985) confirman un efecto positivo de la proporción de consejeros externos sobre la rentabilidad financiera y concluyen que la participación óptima de este tipo de consejeros varía en función de las características de la compañía. En la misma línea, Faleye (2007) encuentra una relación positiva entre la proporción de consejeros no afiliados y la Q de Tobin. Otros trabajos concluyen un efecto negativo de la proporción de independientes sobre la productividad de Jensen (Klein, 1998). Estos resultados contrastan con los reportados por Hermalin y Weisbach (1991) y Villalonga y Amit (2006), entre otros, que no hallan evidencias de que una mayor proporción de consejeros externos y de independientes respectivamente se asocien con un mejor desempeño, ni en términos contables ni de mercado. Esta heterogeneidad de resultados para el mercado

estadounidense tiene su máximo exponente en el trabajo de Yermack (1996), en el que se constata cómo la relación entre la proporción de independientes y los resultados corporativos es significativamente sensible a la medida de desempeño utilizada y al método de estimación empleado.

Fuera del entorno estadounidense la evidencia empírica también arroja resultados heterogéneos y poco concluyentes. Analizando una muestra de empresas coreanas, Choi *et al.* (2007) encuentran un efecto positivo de la proporción de consejeros externos sobre el desempeño de la empresa cuando éste es aproximado a través de la Q de Tobin. Boon (2004) confirma también el efecto positivo de la proporción de consejeros externos sobre la rentabilidad financiera y la ratio valor para una muestra de empresas australianas. Otros autores, en cambio, encuentran que los consejeros externos afectan negativamente al desempeño financiero, entre ellos Kaymak y Bektas (2008), que utilizan la rentabilidad de los activos de una muestra de empresas turcas. Rashid *et al.* (2010) analizan una muestra de compañías de Bangladesh, no encontrando evidencias de ningún efecto significativo de la proporción de independientes sobre la rentabilidad económica ni sobre la Q de Tobin. Resultados similares obtienen Mak y Kusnadi (2005) para Malasia y Singapur, o Kota y Tomar (2010) para la India. Ramdani y Witteloostuijn (2010), por su parte, concluyen que el efecto de la proporción de independientes sobre la rentabilidad de los activos para una muestra de empresas de Indonesia, Malasia, Corea y Tailandia varía en función del nivel de desempeño.

En el caso de Europa, la investigación empírica tampoco es concluyente. Para el caso de España, mientras Fernández *et al.* (1998) encuentran un efecto positivo de la proporción de consejeros externos sobre la Q de Tobin para el año 1993, García-Sánchez (2010) no halla evidencias de un efecto significativo de la proporción de externos sobre la eficiencia técnica para el período 2004-2006. Al analizar de forma conjunta una muestra de empresas españolas y otros ocho países europeos durante el período 2000-2001, Krivogorsky (2006) encuentra un efecto positivo de la proporción de independientes sobre distintas medidas de desempeño. Andrés y Rodríguez (2009, 2011), por su parte, concluyen un efecto positivo de la proporción

de externos sobre la Q de Tobin para una muestra de empresas españolas y de otras tres economías europeas durante el período 1996-2005, si bien matizan que dicha relación se torna negativa en el caso de empresas con estructuras de propiedad concentrada u operantes en sectores intensivos en tecnología. En cambio, Andrés *et al.* (2005) analizan la economía española y la de otros países de la OCDE de forma conjunta y no encuentran un efecto significativo de la proporción de consejeros externos sobre distintas medidas de resultados, contables y de mercado. No significativa es también la relación evidenciada por Guest (2009) en Reino Unido al utilizar como medida de desempeño la Q de Tobin, mientras que para la rentabilidad de los activos el efecto resulta negativo. Para el mercado Suizo en el año 2002, el trabajo de Schmid y Zimmermann (2008) concluye una relación no significativa de la proporción de consejeros externos sobre la Q de Tobin, mientras que para Holanda Van Ees *et al.* (2006) encuentran que el efecto sobre distintas medidas de resultados es negativo.

Los argumentos teóricos expuestos a favor de los ejecutivos, son avalados por algunos estudios que han mostrado empíricamente cómo su presencia en los consejos de administración tiene un impacto positivo sobre el desempeño de la empresa. Cochran *et al.* (1985), por ejemplo, encuentran una relación positiva entre la proporción de consejeros internos y distintas medidas de desempeño, contables y de mercado, en el mercado estadounidense, corroborándolo posteriormente Lehn *et al.* (2009) a través de la ratio valor. También para el mercado estadounidense, Coles *et al.* (2008) dan un paso más y concluyen que las empresas intensivas en investigación y desarrollo consiguen mejoras significativas de sus resultados, aproximados a través de la Q de Tobin, incrementando la presencia de consejeros ejecutivos. Los resultados de estos autores contrastan con los aportados, por ejemplo, por Rosenstein y Wyatt (1997), que concluyen un efecto no significativo de la incorporación de ejecutivos sobre las rentabilidades anormales de mercado para una muestra de empresas estadounidenses. Más recientemente, Nanka-Bruce (2011) analiza conjuntamente una muestra de empresas europeas y estadounidenses, encontrando un efecto positivo de la proporción de internos sobre la eficiencia técnica.

Fuera del entorno americano, el efecto positivo de los consejeros ejecutivos sobre el desempeño de la empresa es confirmado, entre otros, por Nicholson y Kiel (2003) para el mercado australiano y por Ting y Huang (2009) para Taiwan. También Kaymak y Bektas (2008) concluyen que una proporción mayor de ejecutivos se relaciona positivamente con la rentabilidad de los activos en el mercado turco. Sin embargo, al analizar esta cuestión para una muestra de empresas operantes en nueve países europeos, Krivogorsky (2006) no encuentra una relación significativa entre la proporción de consejeros internos y distintas medidas de resultado.

La controvertida relación entre composición del consejo y desempeño de la empresa no ha aportado, por tanto, evidencias concluyentes acerca de los beneficios de los consejeros externos sobre los ejecutivos o viceversa, ni tampoco sobre la ampliamente difundida recomendación de buen gobierno a favor de los independientes (Dalton y Dalton, 2011). Como se ha descrito, mientras algunos trabajos observan una relación positiva entre independencia y resultados, otros las encuentran negativa, no robusta e incluso no significativa. Los trabajos que han realizado una revisión meta-analítica de la literatura previa tampoco han arrojado luz sobre esta cuestión. Dalton *et al.* (1998) no encuentran relación concluyente entre la composición del consejo y el desempeño de la empresa. Fogel y Geier (2007) apoyan el cuerpo de trabajos que no han encontrado una relación sistemática entre la composición del consejo de administración y la *performance* financiera de la empresa. Estos autores presentan un resumen de dichos trabajos y advierten que "*no existe ningún predicado, ni derivado de la lógica ni de la experiencia, para sostener que una mayoría de consejeros independientes en el consejo garantice un buen gobierno corporativo o mejores rendimientos financieros para los accionistas*" (p. 35). Su idea es que una forma de garantizar que los directivos se comportan de manera responsable con los propietarios es contar con una mayoría de accionistas con una participación activa en el consejo, es decir, accionistas significativos y estables que tengan un incentivo real a actuar como verdaderos propietarios en lugar de como inversores pasivos.

Existe una amplia literatura empírica que ha abordado la relación entre la composición del consejo de administración y el desempeño financiero de la empresa. A pesar de que la mayor parte de códigos de buen gobierno abogan por una mayoría de consejeros externos y enfatizan la figura de los independientes, los resultados obtenidos no son concluyentes (Dalton *et al.*, 1998; Rhoades *et al.*, 2001). La heterogeneidad de resultados alcanzados puede observarse en la Tabla II.3, en la que se resumen algunos de los trabajos[13] que han analizado dicha relación entre la composición del consejo y el desempeño de la empresa. Dicha revisión permite extraer varias conclusiones:

1. Primero, se constata cómo la composición del consejo de administración ha sido aproximada de diferentes maneras, fundamentalmente a través de la participación de consejeros ejecutivos, externos e independientes. Así mismo, la forma en la que se han medido dichas participaciones tampoco es homogénea (Daily *et al.*, 2003).

2. En segundo lugar, son múltiples las medidas de desempeño utilizadas en la literatura – Q de Tobin, ratio valor, rentabilidad de los activos, rentabilidad financiera, rentabilidad de las inversiones, ganancias por acción, …

3. Tercero, se observa que la mayor parte de investigaciones se ha centrado en los mercados angloamericanos, encuadrados en la tradición legal de la *common law*. En contraposición, las economías europeas cuyo sistema legal tiene su origen en la *civil law*, han recibido una escasa atención por parte de la literatura académica. Sobre un total de 66 trabajos revisados, casi un 45 por ciento se ha basado en muestras de empresas angloamericanas, frente al 15 por ciento que ha utilizado muestras de países europeos. Más de un 20 por ciento de los trabajos ha analizado el mercado asiático. La relación entre la composición del consejo de administración y el desempeño de la empresa apenas ha sido analizada en

[13] El detalle de cada uno de ellos sería interminable.

África, Oceanía y América Central y del Sur. Por último, alrededor de un 9 por ciento de los trabajos revisados han utilizado muestras internacionales.

4. En cuarto lugar, los estudios realizados han utilizado fundamentalmente datos para un único período de tiempo, lo que imposibilita la incorporación en el análisis de la evolución dinámica de los consejos de administración así como el equilibrio a largo plazo de la empresa.

5. La aproximación teórica dominante para el establecimiento de hipótesis de contraste ha sido la de agencia, otorgando una destacada prevalencia a la función de supervisión del consejo sobre la de asesoramiento.

6. No existe consenso en la literatura sobre la endogeneidad de la composición del consejo (Wintoki *et al.* 2007). Varios autores analizan esta cuestión con resultados poco concluyentes. Por ejemplo, Hermalin y Weisbach (1998) y Bhagat y Black (2002) obtienen que la proporción de independientes aumenta en los ejercicios económicos que vienen precedidos por malos resultados. Klein (1998), sin embargo, no encuentra evidencias que apoyen esta tendencia, mientras que Denis *et al.* (1997) concluyen que un año de buenos resultados es seguido de un ligero aumento en la proporción de consejeros independientes.

Tabla II.3. Trabajos que han analizado la relación entre la composición del consejo y distintas medidas de desempeño

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	COMPOSICIÓN DEL CONSEJO	RELACIÓN
Adams y Mehran (2005)	Estados Unidos	1986-1996	Q-Tobin ROA	Proporción consejeros externos Proporción consejeros no ejecutivos	No significativa Controlando la endogeneidad Negativa
Agrawal y Knoeber (1996)	Estados Unidos	1987	Q de Tobin	Proporción consejeros externos	Negativa
Andrés *et al.* (2005)	Canadá, Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Suiza	1996	Ratio valor, Q de Tobin ROA	Proporción consejeros externos	No significativa controlando la endogeneidad
Andrés y Rodríguez (2009)	España, Francia, Italia y Reino Unido	1996-2005	Q de Tobin	Proporción consejeros externos	Positiva, negativa en empresas con propiedad concentrada, controlando la endogeneidad
Andrés y Rodríguez (2011)	España, Francia, Italia y Reino Unido	1996-2005	Q de Tobin	Proporción consejeros externos	Positiva, negativa en sectores intensivos en tecnología, controlando la endogeneidad
Baglioni y Colombo (2009)	Italia	2004-2007	ROA, BAIT, ratio valor, desviación estándar precio acciones	Proporción de consejeros ejecutivos Proporción de consejeros independientes	Positiva (ROA, BAIT, desviación estándar precio acciones), negativa (ratio valor) Negativa (ROA, BAIT), no significativa (ratio valor, desviación estándar precio acciones

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	COMPOSICIÓN DEL CONSEJO	RELACIÓN
Barnhart y Rosenstein (1998)	Estados Unidos	1990	Q de Tobin	Proporción consejeros independientes	Cúbica, no significativa y sensible a los instrumentos al tratar la endogeneidad
Barnhart *et al.* (1994)	Estados Unidos	1990	Ratio valor, Q de Tobin	Proporción consejeros independientes	No lineal (cúbica)
Baysinger y Butler (1985)	Estados Unidos	1970-1980	ROE	Proporción consejeros externos	Positiva (nivel óptimo diferente en función de características de la empresa)
Bhagat y Black (2001)	Estados Unidos	1991	Q de Tobin, ROA, rentabilidad de las ventas, retornos del mercado	Proporción consejeros independientes menos proporción consejeros ejecutivos	Negativa
Bhagat y Bolton (2008)	Estados Unidos	1990-2004	ROA	Proporción consejeros independientes	Negativa
Bonn (2004)	Australia	1999 y 2003	ROE, ratio valor	Proporción de consejeros externos	Positiva
Bozcuk (2011)	Turquía	2008-2010	ROE, precio de mercado de las acciones	Número de consejeros independientes, proporción de consejeros independientes	Positiva, no significativa
Carter *et al.* (2010)	Estados Unidos	1998-2002	Q de Tobin, ROA	Proporción de consejeros independientes	No significativa
Chaganti *et al.* (1985)	-------	1970-1976	Ratio de quiebra	Proporción de consejeros externos	No significativa

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	COMPOSICIÓN DEL CONSEJO	RELACIÓN
Christensen *et al.* (2010)	Australia	2004	ROA, Q de Tobin	Proporción de consejeros independientes	Negativa
Choi *et al.* (2007)	Corea	1999-2002	Q de Tobin	Proporción de consejeros externos	Positiva
Cochran *et al.* (1985)	Estados Unidos	1982	ROA, ROE, ratio ingreso de explotación-ventas, exceso de rentabilidad de mercado	Proporción de consejeros ejecutivos	Positiva
Coles *et al.* (2001)	Estados Unidos	1984-1988	Valor económico añadido, valor de mercado añadido	Proporción de consejeros externos	No significativa
Coles *et al.* (2008)	Estados Unidos	1992-2001	Q de Tobin	Proporción de consejeros ejecutivos	No significativa, positiva en empresas intensivas en I+D, controlando la endogeneidad
Dalton *et al.* (1998)	Revisión meta-analítica	Revisión meta-analítica	Revisión meta-analítica	Revisión meta-analítica	No significativa
Faleye (2007)	Estados Unidos	1995	Q deTobin	Proporción de consejeros no afiliados	Positiva controlando la endogeneidad
Fernández *et al.* (1998)	España	1993	Q de Tobin	Proporción de consejeros externos o no ejecutivos	Positiva
Fich y Shivdasani (2006)	Estados Unidos	1989-1995	Ratio valor, ROA, ventas sobre activo, ROS	Proporción de consejeros externos	Positiva (ratio valor), no significativa

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	COMPOSICIÓN DEL CONSEJO	RELACIÓN
García-Sánchez (2010)	España	2004-2006	Eficiencia técnica	Proporción de consejeros externos	No significativa
Ghazali (2010)	Malasia	2001	Q de Tobin	Proporción de consejeros independientes	No significativa
Guest (2009)	Reino Unido	1981-2002	Q de Tobin, ROA	Proporción de consejeros externos	No significativa, negativa
Haniffa y Hudaib (2006)	Malasia	1996-2000	Q de Tobin, ROA	Proporción de consejeros no ejecutivos	No significativa
Hermalin y Weisbach (1991)	Estados Unidos	1971-1983	Q de Tobin, ROA	Proporción de consejeros externos	No significativa
Hill y Snell (1988)	Estados Unidos	1980	ROA	Ratio consejeros ejecutivos-externos	Negativa
Ibrahim y Samad (2011)	Malasia	1999-2005	Q de Tobin, ROA ROE	Proporción de consejeros independientes	No significativa Positiva Positiva
Ivashkouskaya y Stepanova (2011)	Mercados europeos desarrollados (España, Italia y Alemania) y emergentes (Polonia, Rumanía, Hungría República Checa, Rusia)	-------	Q de Tobin	Proporción de consejeros independientes	Positiva
Jackling y Johl (2009)	India	2005-2006	Q de Tobin, ROA	Proporción de consejeros externos	Positiva, no significativa, controlando la endogeneidad

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	COMPOSICIÓN DEL CONSEJO	RELACIÓN
Kayani *et al.* (2011)	Pakistán	2009	ROE	Proporción de consejeros independientes	Positiva
Kaymak y Bektas (2008)	Turquía	2001-2004	ROA, crecimiento del activo	Proporción de consejeros externos	Negativa, no significativa
Klein (1998)	Estados Unidos	1992-1993	ROA, productividad de Jensen, retornos del mercado	Proporción de consejeros independientes, proporción de consejeros ejecutivos	Negativa (independientes-productividad de Jensen), no significativa
Klein *et al.* (2005)	Canadá	2002	Q de Tobin	Proporción de consejeros independientes	No significativa
Kota y Tomar (2010)	India	2005-2007	Q de Tobin	Proporción de consejeros no ejecutivos	No significativa
Krivogorsky (2006)	Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Países Bajos, España, Italia, Portugal	2000-2001	ROE, ROA, ratio valor (MTB)	Proporción de consejeros independientes Proporción de consejeros ejecutivos	Positiva No significativa
Kula (2005)	Turquía	2002	Índice de desempeño	Proporción de consejeros externos	No significativa
Lefort y Urzúa (2008)	Chile	2000-2003	Q de Tobin, ROA	Proporción de consejeros independientes, proporción de consejeros externos	Positiva al controlar la endogeneidad
Lehn *et al.* (2009)	Estados Unidos	1935-2000	Ratio valor	Proporción de consejeros ejecutivos	Positiva controlando la endogeneidad

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	COMPOSICIÓN DEL CONSEJO	RELACIÓN
Lin *et al.* (2009)	Chile	1999-2002	Eficiencia	Proporción de consejeros externos	Positiva
Mak y Kusnadi (2005)	Malasia y Singapur	1999-2000	Q de Tobin, ROA, rentabilidad de las ventas, rotación del activo total	Proporción de consejeros externos, proporción de consejeros independientes	No significativa
Mehran (1995)	Estados Unidos	1979-1980	Q de Tobin, ROA	Proporción de consejeros independientes	No significativa
Mínguez y Martín (2003)	España	1999	Q de Tobin	Proporción de consejeros externos	No significativa
Nanka-Bruce (2011)	Europa (Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Italila, Países Bajos, Irlanda, Noruega, España, Suiza, Suecia, Reino Unido) y Estados Unidos	2003-2005	Eficiencia técnica	Proporción de consejeros internos (ejecutivos y afiliados)	Positiva
Nicholson y Kiel (2003)	Australia	1996	Q de Tobin	Proporción de consejeros ejecutivos	Positiva
O´Connell y Cramer (2010)	Irlanda	2001	Rentabilidad anual bruta de mercado ROA Q de Tobin	Proporción de consejeros no ejecutivos	Positiva Positiva No significativa

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	COMPOSICIÓN DEL CONSEJO	RELACIÓN
Payne *et al.* (2009)	Estados Unidos	1995-1998	Ganancias por acción	Ratio consejeros ejecutivos-consejeros externos	No significativa
Peng (2004)	China	1992-1996	ROE, crecimiento de las ventas	Proporción de consejeros externos afiliados, proporción de consejeros externos no afiliados	Positivo (externos afiliados-crecimiento ventas), no significativo
Prabowo y Simpson (2011)	Indonesia	2003	Q de Tobin, ROA	Proporción de consejeros independientes	No significativa
Ramdani y Witteloostuijn (2010)	Indonesia, Malasia, Corea y Tailandia	2001-2002	ROA	Proporción de consejeros independientes	Positivo o no significativo, dependiendo del nivel de ROA
Rashid *et al.* (2010)	Bangladesh	2005-2009	ROA, Q de Tobin	Proporción de consejeros independientes	No significativo
Rosenstein y Wyatt (1997)	Estados Unidos	1981-1985	Rentabilidades anormales	Incorporación de consejeros ejecutivos	No significativa
Rouf (2011)	Bangladesh	2006	ROA, ROE	Proporción de consejeros independientes	Positiva
Schellenger *et al.* (1989)	Estados Unidos	1986-1987	ROA, rentabilidad de las inversiones ajustada al riesgo, ROE, rentabilidad de las inversiones	Proporción de consejeros externos	Positiva para las dos primeras medidas, no significativa para las dos segundas medidas
Schmid y Zimmermann (2008)	Suiza	2002	Q de Tobin	Proporción de consejeros externos	No significativa

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	COMPOSICIÓN DEL CONSEJO	RELACIÓN
Ting y Huang (2009)	Taiwan	2002-2006	Q-Tobin, Ratio valor, ROA, ROE	Proporción de consejeros ejecutivos	Positiva
Uadiale (2010)	Nigeria	2007	ROE, rentabilidad del capital invertido	Proporción de consejeros independientes	Positiva
Van Ees *et al.* (2008)	Holanda	1996	Ratio valor, índice de rentabilidades contables	Proporción de consejeros externos	Negativa
Villalonga y Amit (2006)	Estados Unidos	1994-2000	Q de Tobin	Proporción de consejeros independientes	No significativa
Yermack (1996)	Estados Unidos	1984-1991	Q de Tobin, ROA, rotación de las ventas, rentabilidad de las ventas	Proporción de consejeros independientes	Q de Tobin: Negativa con mínimos cuadrados ordinarios positiva con efectos fijos. Para el resto, no significativa
Zahra y Stanton (1988)	Estados Unidos	1980	ROE, margen de beneficios sobre ventas, ventas netas entre fondos propios, ganancias por acción, dividendos por acción, beneficios	Proporción de consejeros externos	No significativa

Fuente: Elaboración propia

4.3. La estructura de liderazgo del consejo de administración

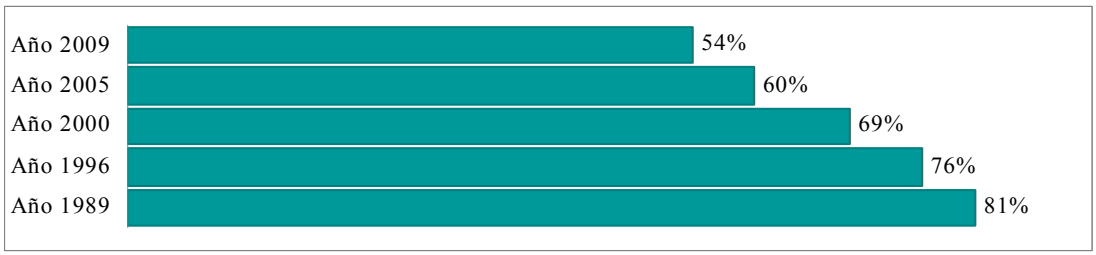
La estructura de liderazgo del consejo de administración es otra de las cuestiones que ha suscitado un gran debate, aún no resuelto, en la literatura sobre gobierno corporativo. Hace referencia a la relación existente entre el presidente del consejo de administración y el máximo ejecutivo de la compañía (CEO). La dualidad de poder es un concepto estudiado por numerosos autores, quienes, sin embargo, difieren respecto a su definición. Esta falta de unanimidad respecto al concepto de dualidad de poder implica que existan varias definiciones sobre la estructura dual de liderazgo. No obstante, la definición aceptada por un mayor número de académicos es la denominada dualidad pura o estructura dual de liderazgo. En este sentido, la dualidad de poder se define como la unión de los cargos de presidente del consejo de administración y de máximo ejecutivo de la empresa (CEO) en una misma persona. Esta es la definición que se utilizará a lo largo de esta tesis doctoral, empleándose de manera indistinta los términos dualidad de poder, estructura de liderazgo dual y dualidad del CEO[14].

La literatura descriptiva ha constatado la prevalencia de las estructuras de liderazgo duales en algunos países. De hecho, la dualidad ha sido la estructura de liderazgo dominante en las empresas del mercado estadounidense (Vo, 2010), donde según señalan Coles *et al.* (2001) y Coombes y Wong (2004), aproximadamente un 80 por ciento de las mayores empresas cuentan con estructuras de poder duales. De acuerdo con la *Encuesta Forbes 1989 sobre Remuneración Ejecutiva*, aproximadamente un 81 por ciento de las 661 mayores compañías estadounidenses cuentan con una concentración de poderes en la que un mismo individuo ostenta

[14] Otra definición encontrada en la literatura es la denominada estructura independiente, que considera que la dualidad de poder se produce cuando diferentes personas ocupan los cargos de presidente del consejo y de primer ejecutivo de la compañía. Cabe resaltar que esta definición es inversa a la anterior. Una tercera acepción del concepto de dualidad de poder es la definición denominada extensión de la dualidad pura, según la cual, existe dualidad cuando el máximo ejecutivo de la empresa (director general o presidente de la empresa) ejerce al mismo tiempo el más alto cargo del consejo de administración (presidente del consejo o consejero delegado). Esta definición se diferencia de la primera, dualidad pura, en que incorpora la figura del consejero delegado, en defecto del presidente del consejo, y al presidente ejecutivo de la empresa junto al director general.

ambos cargos de presidente del consejo y de primer ejecutivo de la compañía; aproximadamente un 14 por ciento cuenta con una separación efectiva de poderes y alrededor de un 5 por ciento carecen de la figura de presidente del consejo. Aunque la dualidad de poder ha sido la estructura de liderazgo dominante en los Estados Unidos, la proporción de empresas con gobiernos duales ha presentado una tendencia decreciente (véase Figura II.13), probablemente como respuesta a las recomendaciones de buen gobierno.

Figura II.13. Evolución de las estructuras de liderazgo duales de los consejos de administración en Estados Unidos en el período 1989-2009



Fuente: Elaboración propia a partir de revisión de la literatura

De acuerdo con un estudio de 1.500 empresas de la base *ExecuComp* a lo largo del período 1996-2005, mientras en 1996 las estructuras duales representaban un 76 por ciento, en el año 2000 suponían un 69 por ciento, hasta disminuir en 2005 a un 60 por ciento. En cambio, la proporción de empresas con separación efectiva de poderes aumentó a lo largo de dicho período, pasando del 24 por ciento en 1996 al 31 por ciento en 2000 y subiendo hasta el 40 por ciento en 2005. En su estudio de 2009 sobre las prácticas de los consejos de administración, el *Grupo RiskMetrics*, proveedor de servicios de gobierno corporativo, concluyó que el 46 por ciento de las 1.500 empresas del *Standar & Poor´s (S&P)* contaban con una separación efectiva de las figuras del presidente y del CEO. Si bien tan sólo un pequeño porcentaje de los presidentes eran consejeros independientes, dicho porcentaje presentaba una tendencia creciente. Antes de 2002, menos del 25 por ciento de las empresas que contaban con una separación efectiva de poderes tenía un consejero independiente que ejercía de presidente del consejo. En 2005, más de un 31 por ciento de las

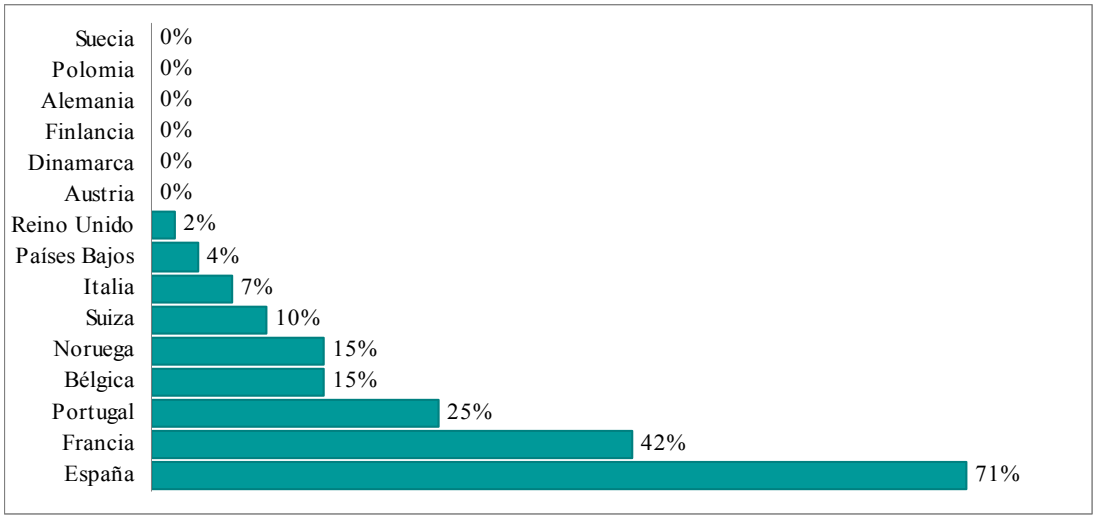
empresas con estructuras de liderazgo no duales contaba con un consejero independiente que ostentaba el cargo de presidente.

Fuera del entorno americano, las estructuras de liderazgo divergen entre países. En Japón, por ejemplo, menos del 10-20 por ciento de las empresas presenta dualidad de poder (Dalton y Kesner, 1987; Boyd *et al.*, 1997). En Indonesia, Malasia, Corea del Sur y Tailandia Ramdani y Van Witteloostuijn (2010) encuentran que alrededor de un 39 por ciento de las empresas cuenta con estructuras duales en el período 2001-2002.

En el entorno europeo, según el estudio de Heidrick y Struggles (2011) sobre la estructura de los consejos de administración en el año 2010 (véase Figura II.14), la acumulación de poderes es frecuente en España, donde en un 71 por ciento de los consejos los cargos del CEO y del presidente recaen en la misma persona. Aunque con porcentajes más discretos que en España, la dualidad del CEO es frecuente también en Francia y Portugal. En los Países Bajos y en el Reino Unido predominan las estructuras de liderazgo que cuentan con una separación efectiva de poderes, mientras que en tan sólo un 4 por ciento y un 2 por ciento respectivamente de los consejos el presidente es a la vez el CEO de la empresa. Más llamativos son los datos reportados para países nórdicos como Austria, Alemania, Dinamarca, Polonia, Finlandia o Suecia, donde en ninguna de las empresas analizadas el cargo del presidente del consejo recae sobre el máximo ejecutivo de la compañía.

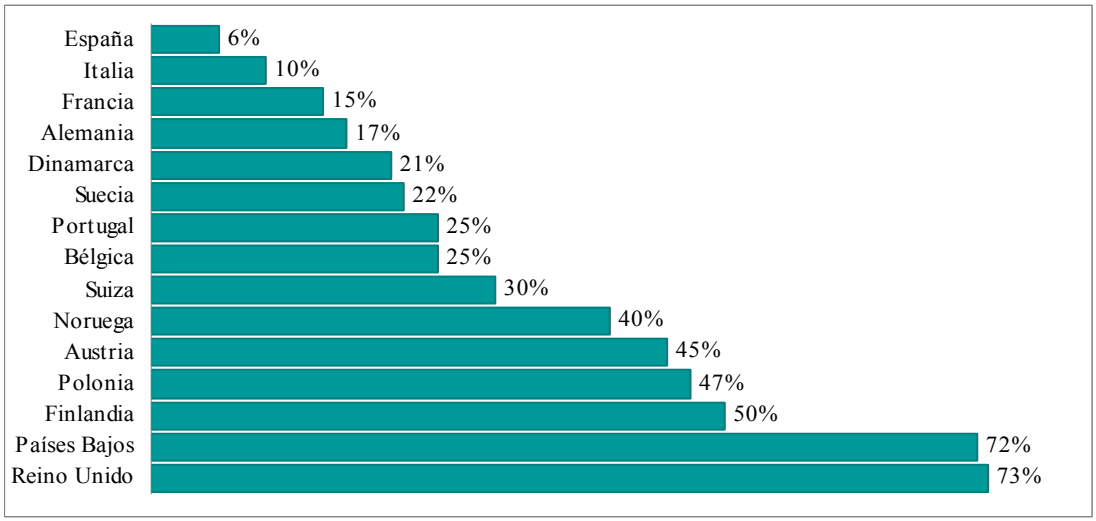
Analizando más en profundidad las estructuras de liderazgo de los consejos de administración europeos, Heidrick y Struggles (2011) concluyen que, en términos agregados, la presencia en 2010 de presidentes no ejecutivos independientes es baja (véase figura II.15). Destaca significativamente el caso de España, donde tan sólo un 6 por ciento de los presidentes de consejos de administración son independientes. Le sigue Italia con un 20 por ciento, Francia con un 15 y Alemania con un 17. Estos valores relativamente bajos contrastan con los datos disponibles para el Reino Unido y los Países Bajos, en los que más de un 70 por ciento de los presidentes son independientes.

Figura II.14. Estructura de liderazgo en los consejos de administración en Europa en el año 2010: dualidad CEO-presidente



Fuente: Elaboración propia a partir de Heidrick y Struggles (2011)

Figura II.15. Estructura de liderazgo en los consejos de administración en Europa en el año 2010: presidente no ejecutivo independiente



Fuente: Elaboración propia a partir de Heidrick y Struggles (2011)

En la literatura académica existen visiones contrapuestas acerca de las ventajas y desventajas asociadas a las estructuras de liderazgo duales, en particular a la dualidad del CEO.

Desde una perspectiva de agencia, la dualidad ha sido criticada y catalogada como una forma inapropiada de diseñar la estructura de poder de una empresa (véase, por ejemplo, Jensen, 1993). Esta escuela de pensamiento considera que las estructuras de liderazgo que cuentan con una separación efectiva de las figuras del presidente y del máximo ejecutivo de la compañía hacen que los consejos sean más eficientes. La estructura de liderazgo proporciona información sobre el poder que tiene el consejo en relación a la dirección ejecutiva de la empresa y, por tanto, es un indicador del grado de independencia del consejo con respecto al equipo directivo en general y al CEO en particular. En este sentido, Fama y Jensen (1983) y Finkelstein y Mooney (2003) sostienen que la separación de poderes permite a los consejos de administración desarrollar eficientemente su labor de supervisión porque esos consejos se considera que son independientes. Schmid y Zimmermann (2005) afirman que un presidente independiente podría tener contactos importantes (por ejemplo con bancos y gobiernos), los cuales podrían proporcionar redes de valor para la empresa.

El consejo de administración debe asegurar que el CEO y el resto de directivos actúan en aras del interés de los propietarios (Vance *et al.*, 1983). Como se ha comentado anteriormente, la estructura de liderazgo se encuentra relacionada con la independencia del consejo, de tal forma que aquellas estructuras duales pueden comprometer dicha independencia para supervisar adecuadamente la actuación del CEO (Jensen, 1993; MacAvoy y Millstein, 2004; Monks y Minow, 2004; Chi, 2009; Conger y Lawler, 2009; Dalton y Dalton, 2011). Si las figuras del presidente del consejo y del primer ejecutivo de la compañía recaen en una misma persona, ésta tendrá una concentración de poder que le permitirá incurrir en comportamientos oportunistas y tomar decisiones en su propio interés, a expensas de los intereses de los accionistas, lo que puede desembocar en una ineficiente supervisión del oportunismo gerencial por parte del consejo (Daily y Dalton, 1993; Jensen, 1993).

En definitiva, esta visión defiende la separación efectiva de ambas figuras, de tal forma que el poder no quede concentrado en una sola persona y se permita al consejo cumplir eficientemente con su función supervisora de la actuación directiva.

Además, dado que el presidente del consejo controla la información que se proporciona al resto de consejeros (Adams y Ferreira, 2007) e influye en el proceso de selección de los mismos (Berg y Smith, 1978; Mace, 1979), la estructura de liderazgo dual puede incrementar la probabilidad de que el CEO adopte posiciones atrincheradas. Bajo condiciones de no dualidad, es más probable que el presidente, junto con el resto de consejeros, actúe responsablemente en asuntos referentes a la contratación, despido, remuneración y control del CEO (Johnson *et al.*, 1996). Esta postura es defendida por los accionistas activistas, que abogan por los consejos independientes. Teniendo en cuenta que el consejo ha de supervisar la actuación directiva, si el CEO es a la vez presidente del consejo deberá evaluar y supervisar su propia conducta, lo que puede desembocar en un conflicto de intereses (Vance, 1983). Por tanto, según estos argumentos la relación esperada entre dualidad del CEO y desempeño de la empresa será negativa (Chen y Jaggi, 2000). En esta línea de pensamiento se enmarcan las recomendaciones de buen gobierno, que en general abogan, de forma implícita o explícita, por una separación efectiva de poderes y, por tanto, por estructuras de liderazgo no duales.

Los defensores de la Teoría del Servidor, en cambio, se decantan por la dualidad de poder (Donaldson y Davis, 1991). Éstos afirman que la estructura de la empresa es el mayor determinante que ayudará o no a la dirección ejecutiva a cumplir sus planes y objetivos de forma eficiente. La premisa que subyace bajo este argumento es que el CEO quiere ser un buen servidor de su empresa, no incurriendo en ningún comportamiento oportunista. En este sentido, la separación de poderes es percibida como un mecanismo de supervisión, lo que reduce la actitud pro-organizacional del máximo ejecutivo, con los consiguientes inconvenientes que eso supondría para la actividad empresarial. En cambio, cuando las posiciones del CEO y del presidente del consejo son ocupadas por una misma persona, la toma de decisiones más autoritaria conduce a un mejor desempeño corporativo (Braun y Sharma, 2007; Davis *et al.*, 1997). Este argumento se apoya en la idea de que la dirección ejecutiva de la empresa se encuentra familiarizada con el día a día de la actividad empresarial y, por tanto, posee información más detallada y precisa. Desde este punto de vista, la dualidad de poder es más probable que conduzca a situaciones

en las que los beneficios derivados del mayor flujo de información, así como de la mayor unidad en la toma de decisiones, excedan los inconvenientes resultantes de los problemas de agencia (Donaldson y Davis, 1991; Davis *et al.*, 1997; Adams y Ferreira, 2007).

Estos argumentos basados en la Teoría del Servidor enlazan directamente con la función de asesoramiento del consejo de administración, desde la que cabe esperar que la presencia del CEO en dicho consejo tenga un efecto positivo sobre los resultados empresariales, dado que los conocimientos específicos que éste posee sobre la empresa, su dirección estratégica o sus oportunidades de inversión, pueden ayudar a la toma de decisiones de forma óptima (Brickley *et al.,* 1997). Tal y como afirman Adams y Ferreira (2007), si el CEO es a la vez presidente del consejo pondrá su información a disposición de los consejeros, permitiendo que éstos desempeñen de forma más eficiente su labor de asesoramiento al equipo directivo. Los defensores de las estructuras de liderazgo duales sostienen que la dualidad del CEO proporciona una visión más clara de los objetivos corporativos y supone para los distintos grupos con interés en la empresa una señal de que la orientación de la dirección no presenta ambigüedades (Finkelstein y D´Aveni, 1994). Carver y Oliver (2002) añaden que la dualidad de poder reduce los pasos del proceso de comunicación y Dahya y Travlos (2000) puntualizan que reducción los costes de transferencia de información relevante entre el CEO y el presidente del consejo. Harrison *et al.* (1988) afirman que los consejos de administración y los propietarios de la empresa que permiten que los títulos del CEO y del presidente del consejo recaigan en la misma persona incrementan de esta forma la supervisión para identificar los posibles efectos del atrincheramiento. Lam y Lee (2008) concluyen que la dualidad de poder es más efectiva porque un mismo individuo puede ejercer el pleno control sobre la empresa y proporcionar un criterio claro que permita alcanzar los objetivos corporativos. Desde esta óptica, la relación esperada entre desempeño y dualidad será positiva (Brickley *et al.* 1997; Coles *et al.*, 2001).

La visión contrapuesta de ambas perspectivas en cuanto a la estructura de liderazgo deriva de la diferente visión adoptada para explicar la relación existente

entre la dirección de la empresa y sus accionistas. Un aspecto común de las investigaciones que han adoptado uno u otro enfoque es que asumen que existe una estructura de liderazgo universal que se adapta a todas las organizaciones. Sin embargo, esta asunción es irrealista por varias razones (Elsayed, 2010). En primer lugar, ignora el hecho de que tanto las estructuras de liderazgo duales como las no duales presentan no sólo beneficios (los que argumentan los defensores de las teorías), sino también costes. Tal como se resume en la Tabla II.4, los accionistas activistas desprecian en sus argumentos importantes costes asociados a las estructuras de liderazgo no duales. Entre estos costes cabe mencionar el de supervisión de la actuación de un CEO que no ocupa la presidencia del consejo, el derivado de un flujo de información incompleto entre el CEO y el presidente, el asociado a los procesos de sucesión, el de incoherencias en el proceso de toma de decisiones o el de la remuneración extra para los presidentes externos a la empresa (Brickley *et al.*, 1997).

En segundo lugar, los enfoques anteriores ignoran que el resultado del análisis costes-beneficios y, por tanto, la estructura de liderazgo seleccionada, es más probable que dependa de otras variables contextuales, como el tamaño de la empresa, su edad, el sector de actividad, el país en el que se opera, el entorno legal e institucional o la estructura de propiedad, tanto en su dimensión cuantitativa (grado de concentración) como cualitativa (identidad de los accionistas de control), así como el papel y el poder de los distintos agentes participantes en la empresa (Aguilera y Jackson, 2003; Huse, 2005; Aguilera, 2006).

Desde un punto de vista empírico, son numerosos los trabajos que han analizado la relación existente entre la estructura de liderazgo y el desempeño corporativo. Sin embargo, los resultados no son concluyentes y a día de hoy no existe consenso sobre qué tipo de estructura de poder debe prevalecer en las empresas de distintas economías mundiales. Existe evidencia de que la dualidad tiene un efecto positivo (por ejemplo, Daily y Dalton, 1994; Donaldson y Davis, 1994; Finkelstein y D´Aveni, 1994; Kota y Tomar, 2010), un efecto negativo (por ejemplo, Rechner y Dalton, 1991; Coles *et al.* 2001) y un efecto no significativo (por ejemplo, Berg y

Smith, 1978; Rechner y Dalton, 1989; Daily y Dalton, 1993; Baliga *et al.*, 1996; Jackling y Johl, 2009).

Tabla II.4. Beneficios y costes asociados a las estructuras de liderazgo duales y no duales

	Liderazgo dual	Liderazgo no dual
Beneficios	− Respuesta rápida al entorno externo − Dirección clara y unidad de mando − Decisiones rápidas y efectivas − Información completa sobre el trabajo diario y el contexto industrial − Formulación e implementación sencilla de la estrategia	− Menores costes de agencia − Separación de las decisiones de dirección de las decisiones de control − Decisiones más eficientes como resultado de la mayor discusión − Reducción del problema de atrincheramiento directivo
Costes	− Alta probabilidad de atrincheramiento directivo − Débil función supervisora del consejo − Alta probabilidad de conflictos entre la dirección y los accionistas − Decisiones individuales ineficientes	− Aumento de los costes de agencia derivados de la supervisión de la conducta del CEO no presidente − Conflictos derivados de la rivalidad entre el CEO y el presidente − Flujo incompleto de información entre el CEO y el presidente − Remuneraciones para el presidente externo Inconsistencia en el proceso de toma de decisiones como resultado del conflicto entre el CEO y el presidente − Confusión como resultado de la existencia de dos portavoces − Conocimiento incompleto del presidente acerca de la rutina diaria − No existe una persona responsable del desempeño empresarial − Menor habilidad para adaptarse a un entorno rápido y cambiante

Fuente: Adaptado de Elsayed (2010)

En el caso de Estados Unidos, Rechner y Dalton (1989) analizan la rentabilidad de los accionistas para una muestra de empresas del *Fortune 500* a lo

largo del período 1978-1983, no encontrando diferencias significativas entre aquellas empresas con una estructura de liderazgo dual y aquéllas que cuentan con una separación efectiva de ambas figuras. Utilizando medidas contables de rentabilidad económica, rentabilidad financiera y el margen de beneficios Rechner y Dalton (1991) concluyen que las empresas con estructuras de liderazgo no duales logran mejores niveles de desempeño. Baliga *et al.* (1996) encuentran poca evidencia empírica que apoye la existencia de diferencias en el desempeño de una muestra de empresas del *Fortune 500* según su estructura de poder dual o no dual utilizando distintas medidas de resultados, mientras que Donaldson y Davis (2001) concluyen un efecto positivo de la dualidad del CEO sobre la rentabilidad financiera.

Para la economía australiana, Sharma (2004) encuentra que la dualidad de poder debilita la función supervisora del consejo de administración y la probabilidad de quiebra empresarial se incrementa. Sin embargo, Kiel y Nicholson (2003) no encuentran ninguna relación significativa entre la dualidad del CEO y la rentabilidad económica de la empresa o la Q de Tobin, excepto en el caso de las empresas de gran tamaño, en las que concluyen que la relación es negativa.

En las economías asiáticas, Abdullah (2004) no encuentra ningún efecto significativo de la dualidad del CEO sobre distintas medidas de desempeño en Malasia, mientras Ibrahim y Samad (2011) concluyen que el efecto de la dualidad de poder es negativo o no significativo dependiendo de la medida de desempeño utilizada.

En el continente africano, Elsayed (2007) analiza una muestra de empresas egipcias cotizadas y concluye que la estructura de liderazgo no tiene un impacto significativo sobre el desempeño corporativo. No obstante, al introducir en el análisis un término interactivo entre la dualidad y el tipo de industria encuentra que dicha relación varía entre sectores, encontrando soporte tanto para la Teoría de Agencia como para la del Servidor. Al clasificar las empresas de acuerdo a su desempeño los resultados muestran un efecto positivo de la dualidad de poder sobre el desempeño cuando los niveles de este último son bajos, no así para los niveles elevados. Por su parte, Uadiale (2010) concluye que para una muestra de empresas nigerianas el

efecto de la estructura de liderazgo dual sobre los resultados corporativos no es robusto, sino que depende de la medida de resultados utilizada.

Respecto a la relación encontrada en las economías europeas, la evidencia empírica es escasa y poco concluyente. Boyd *et al.* (1997), analizando de forma agregada una muestra de empresas de Bélgica, Francia, Italia, España, Suiza y Reino Unido encuentra que el efecto de la dualidad de poder sobre la rentabilidad de las inversiones es positiva. Más recientemente, Krivogorsky (2006) se centra en una muestra de empresas de Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia. Alemania, Países Bajos, España, Italia y Portugal y encuentra que el efecto de la dualidad sobre los resultados empresariales es negativo o no significativo, dependiendo de la medida de resultados utilizada. En cambio, Dahya *et al.* (2002, 2009) no encuentran evidencia de ningún efecto significativo de las estructuras de liderazgo duales sobre la rentabilidad económica y sobre el precio de las acciones para una muestra de empresas del Reino Unido. Schmid y Zimmermann (2008), a partir del análisis de una muestra de empresas suizas, concluyen que no existe una diferencia sistemática y significativa en el valor de la empresa en función de que éstas adopten estructuras duales o no duales. En el caso de España, García-Sánchez (2010) encuentra un efecto no significativo de la dualidad de poder sobre la eficiencia técnica. Nanka-Bruce (2011), para una muestra de empresas europeas y estadounidenses, obtiene que el efecto de la dualidad del CEO sobre la eficiencia técnica es positivo para la muestra completa y para aquellas empresas de Estados Unidos, mientras que en el caso de las empresas europeas el efecto no resulta significativo.

Aunque la dualidad de poder ha sido señalada como una de las causas de las quiebras empresariales (Baliga *et al.*, 1996), la evidencia empírica pone de relieve su persistencia en muchas economías (Brickley *et al.*, 1997), lo que proporciona un primer indicio de la existencia de relación entre la estructura de liderazgo dual y el desempeño corporativo. Una posible explicación de dicha persistencia en un número significativo de empresas está estrechamente relacionada con la elección de otros mecanismos de gobierno alternativos, en particular la composición del consejo de administración (Coles *et al.*, 2001). Un argumento utilizado para sostener que las

estructuras duales no suponen costes de agencia significativos es que los miembros del consejo de administración externos a la empresa forman parte de los comités de remuneración y de nombramiento, y que dicha representación externa asegura el comportamiento responsable de los directivos. Este argumento enfatiza la relevancia de los consejeros externos para supervisar la actuación directiva y los beneficios de contar con una línea clara de dirección proporcionada por las estructuras de liderazgo duales.

La revisión meta-analítica de la literatura llevada a cabo por Dalton *et al.* (1998) no encuentra evidencias significativas de la existencia de una relación robusta entre la estructura de liderazgo y los resultados empresariales. En cambio, la revisión meta-analítica llevada a cabo por Rhoades *et al.* (2001) concluye que la estructura de liderazgo importa y proporciona soporte a la visión contingente que argumenta que el contexto de análisis modera la relación entre la dualidad del CEO y las medidas de desempeño empresarial.

En relación a esta última cuestión, estudios recientes han comenzado a adoptar una perspectiva contingente para el análisis de la estructura de liderazgo. Bajo este enfoque, el efecto que tendrá la dualidad de poder sobre los resultados de la empresa podrá ser tanto positivo como negativo, dependiendo de las circunstancias particulares que caractericen el contexto de análisis (Finkelstein y D´Aveni, 1994; Boyd, 1995; Rhoades *et al.*, 2001; Faleye, 2007). En este sentido, Brickley *et al.* (1997) muestran que ambas estructuras de liderazgo, dual y no dual, conllevan costes y beneficios y concluyen que la estructura óptima de liderazgo varía entre empresas. En esta línea de investigación, algunos estudios previos sobre la estructura de liderazgo han incluido distintos contextos de análisis como la remuneración, la resistencia a los procesos de adquisición o la sucesión del CEO (Rhoades *et al.*, 2001). Aunque cada uno de estos contextos de decisión plantea cuestiones relativas al gobierno corporativo, el equilibrio entre la necesidad de evitar el atrincheramiento directivo y la necesidad de contar con un mando unificado puede variar. Por ejemplo, mientras las cuestiones relativas a la remuneración se consideran rutinarias, la resistencia a las adquisiciones ocurre generalmente cuando el mercado cree que el

funcionamiento de la empresa no es óptimo. En la primera situación, una estructura del consejo más independiente puede resultar más funcional, ya que la necesidad de evitar el atrincheramiento directivo es alta, puesto que la remuneración afecta a la distribución equitativa de los recursos de la organización. En cambio, en el caso de resistencia a las adquisiciones, la necesidad de comunicar a los partícipes externos un sentido de liderazgo no ambiguo puede resultar crítica, por lo que contar con una estructura dual puede resultar ventajoso. En este sentido, la revisión meta-analítica de la literatura llevada a cabo por Rhoades *et al.* (2001) pone de relieve la existencia de una relación negativa entre las estructuras de liderazgo no duales y los resultados de la empresa en aquellos estudios que han analizado los procesos de adquisición, mientras que la relación es positiva en los estudios centrados en la remuneración directiva.

Finkelstein y D´Aveni (1994) indican que cuando la empresa obtiene buenos resultados, los consejos supervisores deben preferir estructuras del consejo más independientes porque el contexto financiero puede facilitar el atrincheramiento directivo. Los buenos resultados empresariales aumentan el poder del CEO y su estatus en la empresa. Además, los consejos de esas empresas son menos propensos a reemplazar a su máximo ejecutivo, permitiéndole institucionalizar su poder a lo largo del tiempo. Un buen desempeño financiero crea también holgura que proporciona al CEO recursos para disfrutar de los excedentes financieros. Por otro lado, cuando una empresa presenta malos resultados la probabilidad de atrincheramiento es baja, dado que el poder de la dirección es débil y los recursos de la organización escasos. En esta situación, el consejo ha de valorar la dualidad del poder para conseguir un sentido de dirección único y un liderazgo fuerte. El trabajo reciente de Faleye (2007) encuentra que la probabilidad de encontrar una estructura de liderazgo dual se incrementa con la complejidad de la empresa, la reputación del CEO y su propiedad accionarial, de tal forma que bajo estas circunstancias las estructuras de liderazgo duales mejoran el desempeño de la empresa.

La heterogeneidad de resultados alcanzados puede observarse en la Tabla II.5, en la que se resumen algunos de los trabajos[15] que han analizado la relación entre la estructura de liderazgo y el desempeño financiero de la empresa. Dicha revisión permite extraer varias conclusiones:

1. En primer lugar, son múltiples las medidas de desempeño empresarial utilizadas en la literatura – Q de Tobin, ratio valor, rentabilidad de los activos, rentabilidad financiera, rentabilidad de las inversiones, ganancias por acción, …

2. Se observa que la mayor parte de investigaciones se ha centrado en los mercados anglosajones, encuadrados en la tradición legal de la *common law*, cuyos resultados serían difícilmente generalizables y extrapolables a un entorno de débil protección legal al inversor. En contraposición, las economías europeas cuyo sistema legal tiene su origen en la *civil law* han recibido una escasa atención por parte de la literatura académica. Por tanto, poco se sabe acerca de la relación entre estructura de liderazgo del consejo y resultados de la empresa en entornos diferentes al anglo-americano (Boyd *et al.*, 2010). Sobre un total de 60 trabajos revisados, más de un 45 por ciento han tomado muestras de países anglosajones, mientras que menos de un 10 por ciento lo han hecho de países europeos. Los mercados asiáticos son, después de los anglosajones, los que más atención han recibido, representando algo más de un 25 por ciento sobre el total de trabajos analizados. Alrededor de un 8 por ciento han tomado muestras internacionales, mientras que apenas existe evidencia empírica para países de Oceanía, África y América Central y Latina.

3. En tercer lugar, los estudios realizados han utilizado, fundamentalmente, datos para un único período de tiempo, lo que imposibilita la incorporación en el análisis de la evolución dinámica de las estructuras de liderazgo así como el equilibrio a largo plazo de la empresa.

[15] El detalle de cada uno de ellos sería interminable.

4. El grueso de trabajos empíricos se ha basado en una única perspectiva teórica para intentar explicar la relación entre la dualidad de poder y el desempeño corporativo, siendo el enfoque de agencia la corriente teórica dominante. La relevancia de la dualidad de poder para la eficiencia de la función asesora del consejo ha sido ampliamente ignorada desde el punto de vista empírico.

5. Por otra parte, gran parte de los estudios existentes pueden ser criticados en cuanto a su enfoque metodológico (Elsayed, 2007). En primer lugar, algunos generalizan sus resultados y establecen conclusiones sin haber controlado el efecto de determinadas variables que pueden afectar a la relación entre estructura de liderazgo y resultados empresariales (véase, por ejemplo, Rechner y Dalton, 1991). En segundo lugar, pese a que desde un punto de vista teórico se acepta que la complementariedad entre distintos mecanismos de gobierno puede afectar al rendimiento corporativo (véase, por ejemplo, Chaganti y Damanpour, 1991; Barnhart y Rosenstein, 1998), son numerosos los estudios que no controlan el efecto de otros mecanismos de gobierno (véase, por ejemplo, Donaldson y Davis, 1991). En tercer lugar, gran parte de las investigaciones previas analizan la relación entre la dualidad del CEO y el desempeño de la empresa o bien sin controlar los efectos del sector de actividad o bien para un único sector (véase, por ejemplo, Chaganti *et al.*, 1985; Pi y Timme, 1993). Finalmente, algunos estudios (véase, por ejemplo, Donaldson y Davis, 1991; Rechner y Dalton, 1991; Abdullah, 2004) utilizan técnicas de análisis univariante.

Tabla II.5. Trabajos que han analizado la relación entre la estructura de liderazgo del consejo y distintas medidas de desempeño

AUTOR/ES	MUESTRA	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON LA DUALIDAD DEL CEO
Abdullah (2004)	Malasia	ROA, ROE, ganancias por acción, margen de beneficios	No significativa
Al Farooque *et al.* (2007)	Bangladesh	Ratio valor de mercado-valor contable	No significativa
Arslans *et al.* (2010)	Turquía	Q de Tobin, ROA	No significativa
Baliga *et al.* (1996)	Estados Unidos	Valor de mercado añadido, valor económico añadido	No significativa
Balsam y Upadhyay (2009)	Estados Unidos	Q de Tobin, ROA, ratio ventas-activo	Negativa
Berg y Smith (1978)	Estados Unidos	Apreciación de las acciones, ROE, ROI	No significativa
Bhagat y Bolton (2008)	Estados Unidos	ROA	Negativa
Boyd (1995)	Estados Unidos	ROI	Positiva
Boyd *et al.* (1997)	Bélgica, Francia, Italia, España, Suiza, Reino Unido	ROI	Positiva
Brickley *et al.* (1997)	Estados Unidos	ROE, rentabilidad de las acciones	Positiva
Carter *et al.* (2010)	Estados Unidos	Q de Tobin, ROA	No significativa
Chaganti *et al.* (1985)	Estados Unidos	Quiebra empresarial	No significativa
Chen *et al.* (2008)	Estados Unidos	Q de Tobin	No significativa
Cheung *et al.* (2008)	China	ROA, Índice de capitalización ajustado	No significativa
Chiang y Lin (2011)	Taiwan	ROA, ROE	Negativa
Christensen *et al.* (2010)	Australia	ROA, Q de Tobin	Negativa, positiva

AUTOR/ES	MUESTRA	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON LA DUALIDAD DEL CEO
Coles *et al.* (2001)	Estados Unidos	Valor de mercado añadido, valor económico añadido	Negativa
Cornett *et al.* (2008)	Estados Unidos	Ganancias discrecionales, ROA	Positiva, negativa
Dahya *et al.* (2002)	Reino Unido	ROA	No significativa
Dahya *et al.* (2009)	Reino Unido	ROA, precio acciones	No significativa
Daily y Dalton (1993)	Estados Unidos	ROA, ROE, PER	No significativa
Daily y Dalton (1994)	Estados Unidos	Quiebra empresarial	No significativa
Dalton *et al.* (1998)	Revisión meta-analítica	Revisión meta-analítica	No significativa
Daraghma y Alsinawi (2010)	Palestina	Rentabilidad de las ventas	Positiva
Davidson *et al.* (2004)	Estados Unidos	Manipulación contable	Negativa
Donaldson y Davis (1991)	Estados Unidos	ROE	Positiva
Daraghma y Alsinawi (2010)	Palestina	Rentabilidad de las ventas	No significativa
Elsayed (2007)	Egipto	ROA, Q de Tobin	No significativa
Faleye (2007)	Estados Unidos	Q de Tobin	No significativa. Positiva en empresas complejas y cuando el CEO tiene buena reputación
Finkelstein y D´Aveni (1994)	Estados Unidos	ROA	Positiva para niveles bajos de ROA
García-Ramos y García Olalla (2011)	España, Italia, Portugal	Q de Tobin	Positiva o negativa dependiendo del contexto de análisis, controlando la endogeneidad
García-Sánchez (2010)	España	Eficiencia técnica	No significativa

AUTOR/ES	MUESTRA	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON LA DUALIDAD DEL CEO
Gill y Mathur (2011a)	Canadá	Ingresos netos antes de impuestos dividido entre las ventas	Positiva
Gill y Mathur (2011b)	Canadá	ROA, ratio valor de mercado-valor contable, Q de Tobin	Positiva
Goyal y Park (2002)	Estados Unidos	Retornos ajustados al mercado, ROA	Negativa
Haniffa y Hudaib (2006)	Malasia	Q de Tobin, ROA	No significativa, negativa
Ibrahim y Samad (2011)	Malasia	Q de Tobin, ROA, ROE	No significativa, negativa, no significativa
Jackling y Johl (2009)	India	ROA, Q de Tobin	No significativa
Judge *et al.* (2008)	Rusia	Factor de distintas medidas de desempeño (beneficio financiero, crecimiento de tamaño entre activos, satisfacción de los clientes, calidad producto/servicio, capacidad de utilización, mejoras de procesos, estabilidad del empleo)	Negativa
Kiel y Nicholson (2003)	Australia	Q de Tobin, ROA	No significativa, negativa en empresas grandes
Kota y Tomar (2010)	India	Q de Tobin	Positiva
Krivogorsky (2006)	Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Países Bajos, España, Italia, Portugal	ROE ROA ratio valor (MTB)	Negativa Negativa No significativa
Kula (2005)	Turquía	Índice de desempeño	Negativa
Lam y Lee (2008)	China	ROA, ROE, rentabilidad del capital empleado, ratio valor	Positiva o negativa dependiendo del contexto de análisis

AUTOR/ES	MUESTRA	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON LA DUALIDAD DEL CEO
Lin *et al.* (2009)	Chile	Eficiencia	No significativa
Mak y Kusnadi (2005)	Malasia y Singapur	Q de Tobin, ROA, rentabilidad de las ventas, rotación del activo total	No significativa
Nanka-Bruce (2011)	Europa (Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Italila, Países Bajos, Irlanda, Noruega, España, Suiza, Suecia, Reino Unido) y Estados Unidos	Eficiencia técnica	Positiva para la muestra completa y para Estados Unidos, no significativa para Europa
Ning *et al.* (2010)	Estados Unidos	Q de Tobin	No significativa
Ocasio (1994)	Estados Unidos	ROA	No significativa
Peng (2004)	China	ROE, crecimiento de las ventas	Positiva
Pi y Timme (1993)	Estados Unidos	ROA, eficiencia en costes	Negativa
Ramdani y Witteloostuijn (2010)	Indonesia, Malasia, Corea y Tailandia	ROA	Positivo o no significativo, dependiendo del nivel de ROA
Rashid *et al.* (2010)	Bangladesh	ROA, Q de Tobin	No significativa, negativa
Rechner y Dalton (1989)	Estados Unidos	Rentabilidad del accionista	No significativa
Rechner y Dalton (1991)	Estados Unidos	ROA, ROI, Margen de beneficios	Negativa
Rhoades *et al.* (2001)	Revisión meta-analítica	Revisión meta-analítica	Significativa dependiendo del contexto
Rouf (2011)	Bangladesh	ROA, ROE	Positiva
Schmid y Zimmermann (2008)	Suiza	Q de Tobin	No significativa
Sharma (2004)	Australia	Quiebra empresarial	Positiva

AUTOR/ES	MUESTRA	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON LA DUALIDAD DEL CEO
Wang *et al.*, (2013)	China	ROA	Positiva
Uadiale (2010)	Nigeria	ROE, rentabilidad del capital invertido	Negativa, positiva

Fuente: Elaboración propia

4.4. La participación accionarial de los consejeros

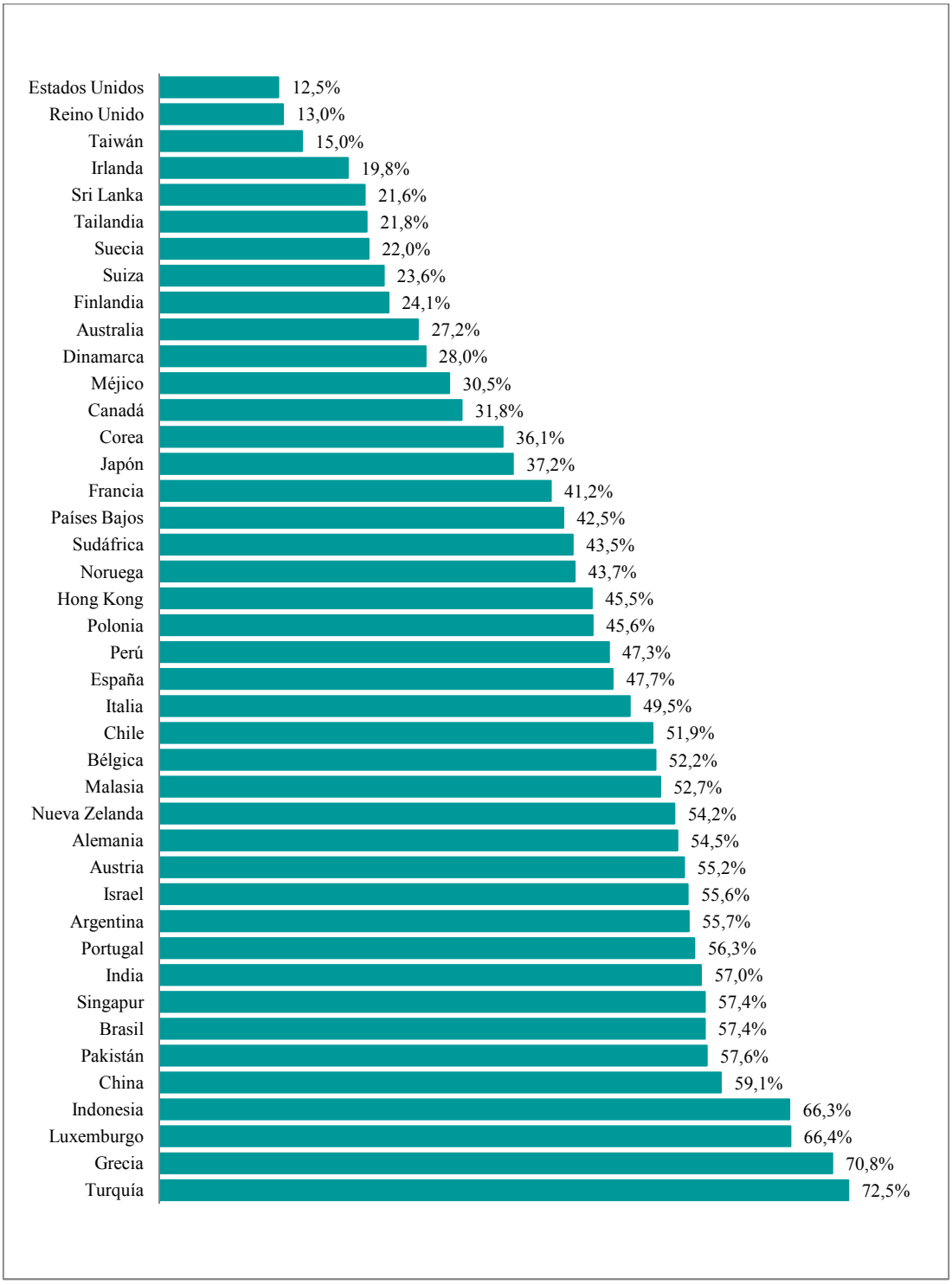
La propiedad interna es otra de las variables de gobierno que puede tener una influencia significativa sobre el desempeño de la empresa. Dentro de la propiedad interna es posible diferenciar entre la participación accionarial del equipo directivo y la de los consejeros.

Por un lado, el movimiento a favor del establecimiento de remuneraciones para los consejeros basadas en acciones se fundamenta en la reunificación de la propiedad y el control de la empresa y, consecuentemente, la consecución de una mejor supervisión de la actuación directiva. La idea subyacente es la asunción de que la propiedad accionarial de los consejeros supondrá un incentivo para ejercer una supervisión más activa. Por otro lado, los argumentos a favor del establecimiento de remuneraciones para los directivos basadas en acciones se fundamentan en la alineación de intereses entre la propiedad y la dirección de la empresa y, consecuentemente, la reducción de la discrecionalidad directiva.

A partir de la información suministrada por la base de datos *Worldscope*, Kho *et al.* (2009) muestran la evolución de la propiedad interna del año 1994 al 2004 en 42 países de la geografía mundial. En 1994, la media ponderada para el total de empresas de los 42 países es de un 43.4 por ciento de propiedad interna (49.0 la media sin ponderar). La distribución de propiedad interna entre países confirma los resultados aportados por otros estudios (La Porta *et al.*, 1999). Como muestra la Figura II.16, en 1994 los Estados Unidos y el Reino Unido tienen los menores porcentajes de propiedad interna, con unos niveles de representación del 12.5 y del 13.0 por ciento respectivamente. Turquía y Grecia se sitúan en el extremo opuesto, registrando una participación de los internos en el capital social de la empresa de un 72.5 y un 70.8 por ciento respectivamente. En Portugal, Italia y España la propiedad de los internos se sitúa en un 56.3, 49.5 y 47.7 por ciento.

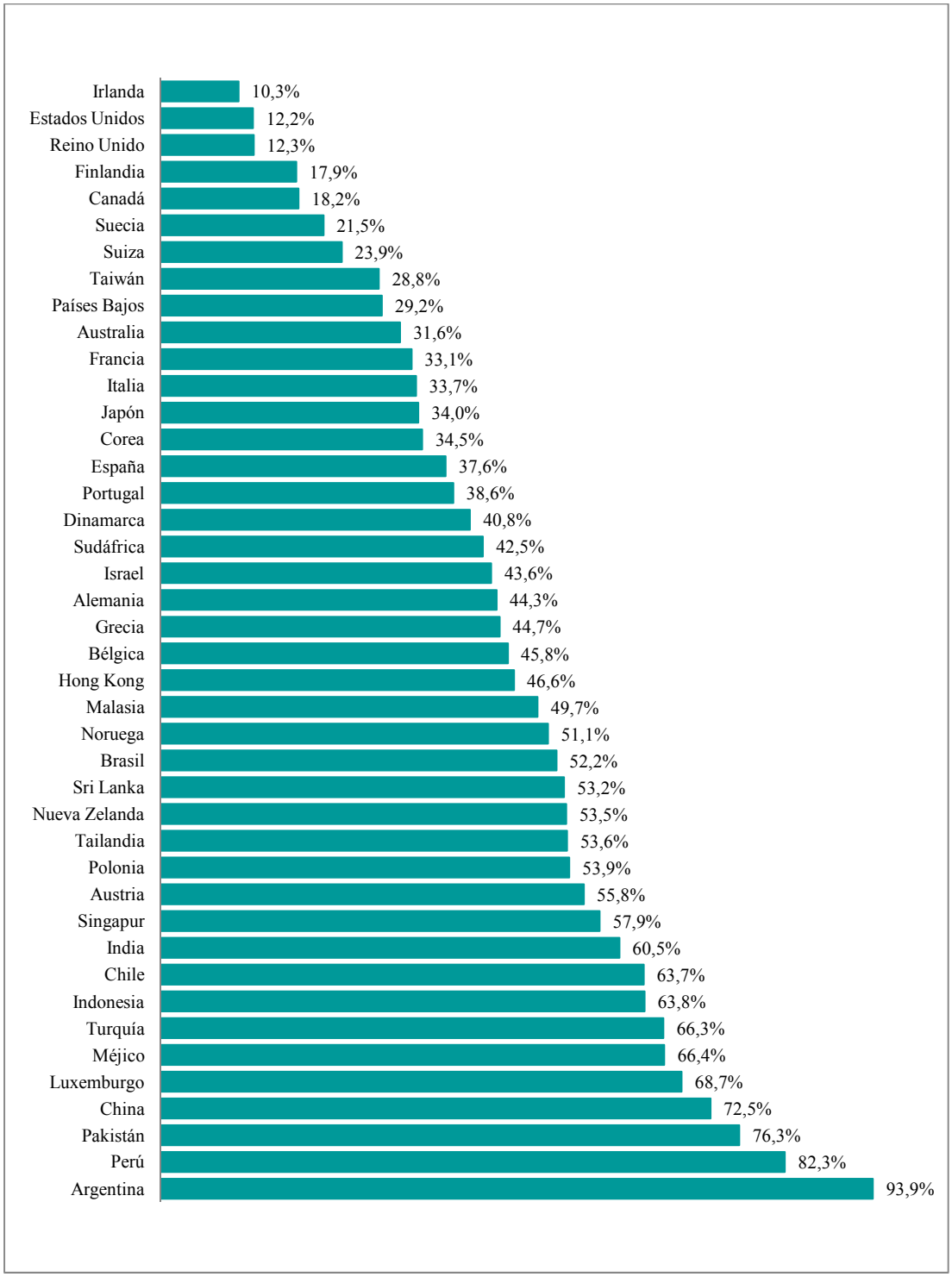
En 2004 Irlanda presenta los niveles más bajos de participación accionarial de los internos, seguida de los Estados Unidos y el Reino Unido, mientras que Argentina reemplaza a Turquía con la mayor propiedad interna (Figura II.17).

Figura 2.16. Propiedad interna en el año 1994 (medias ponderadas)



Fuente: Elaboración propia a partir de Kho *et al.* (2009)

Figura II.17. Propiedad interna en el año 2004 (medias ponderadas)

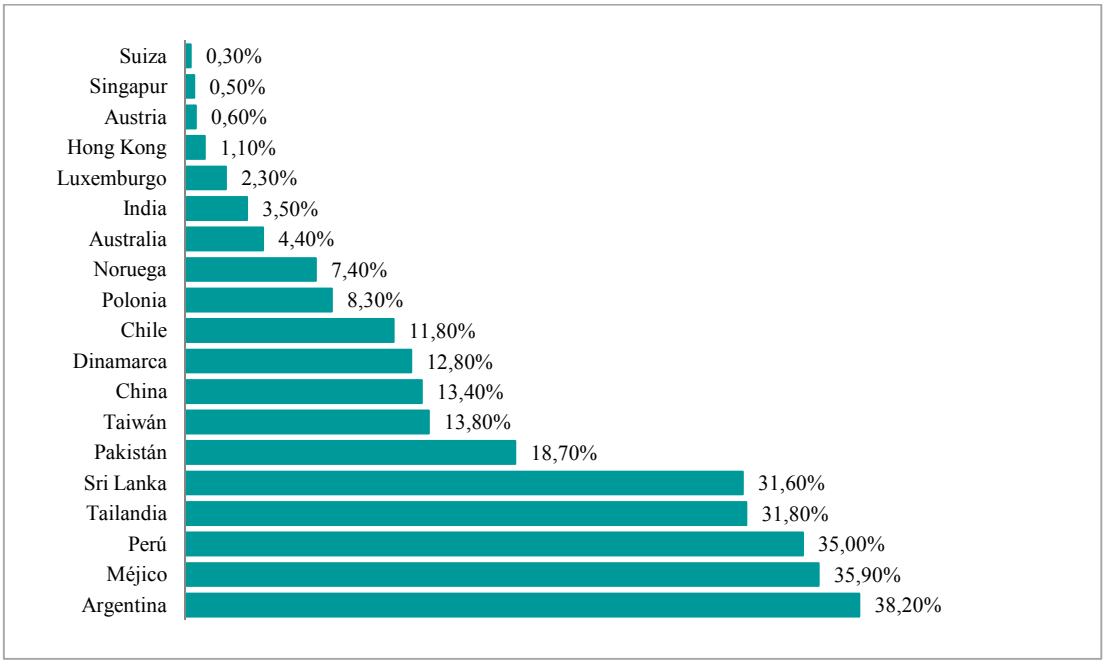


Fuente: Elaboración propia a partir de Kho *et al.* (2009)

Comparando los datos de 1994 con los de 2004, los autores no observan evidencias de una disminución sistemática en la propiedad interna. En el caso de Argentina se observa un aumento significativo en la concentración de la propiedad durante ese período. No obstante, aún excluyendo Argentina de la muestra, la media de propiedad interna para los 42 países es superior en 2004 que en 1994, 43.4 por ciento frente a 45.7 por ciento, aunque la diferencia para el conjunto de la muestra no es estadísticamente significativa.

En un análisis individual de los países, además de Argentina, aquéllos en los que el aumento de la propiedad interna durante el período 1994-2004 resultó estadísticamente significativo son Chile, Méjico, Perú, Australia, Pakistán, China, Sri, Lanka, Taiwán, Tailandia, Noruega y Dinamarca (véase Figura II.18).

Figura II.18. Aumentos en la propiedad interna en el período 1994-2004

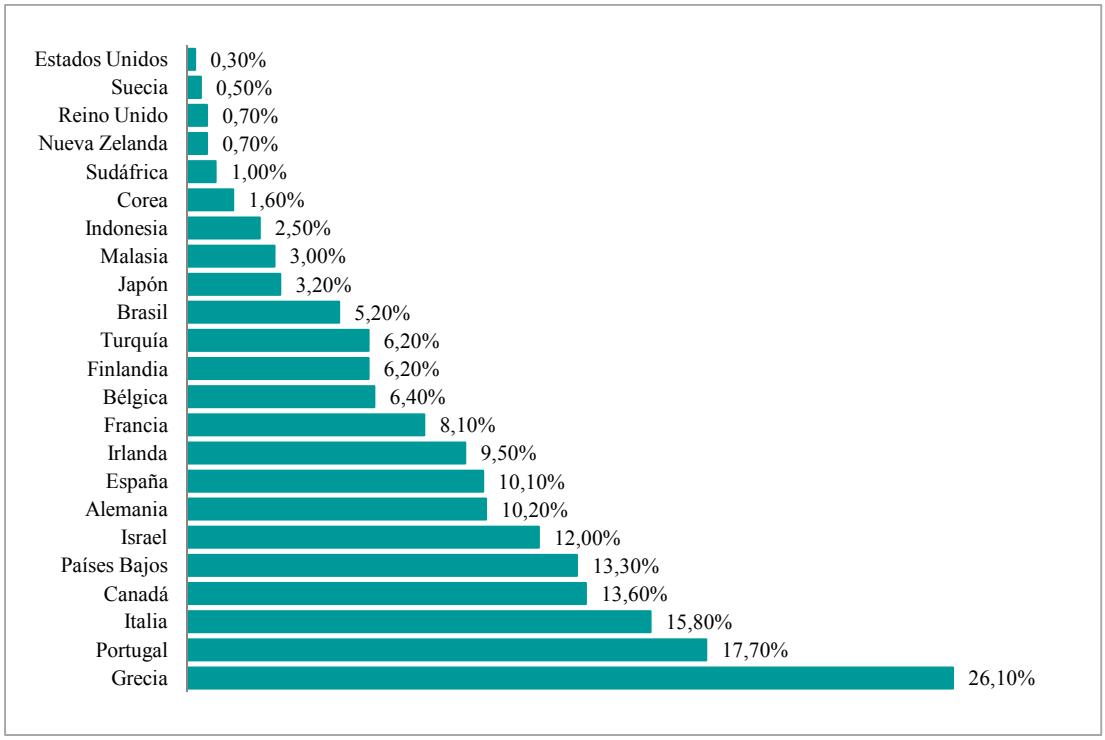


Fuente: Elaboración propia a partir de Kho *et al.* (2009)

En la Figura II.19 se muestran las caídas de propiedad interna que experimentaron algunos países de la muestra durante el período 1994-2004. La mayor disminución de la propiedad interna se registra en Grecia, con una pérdida de

un 26.1% de participación accionarial. Además de en Grecia, los decrementos en la propiedad interna son estadísticamente significativos en Portugal, Italia, España, Francia, Alemania, Irlanda, Países Bajos, Canadá, Malasia y Japón.

Figura II.19. Disminuciones en la propiedad interna en el período 1994-2004



Fuente: Elaboración propia a partir de Kho *et al.* (2009)

Tras el trabajo de Demsetz y Lehn (1985) sobre la relación entre el grado de concentración de la propiedad y los resultados de la empresa, numerosos estudios empezaron a centrar su atención en la propiedad interna bajo los supuestos de dos hipótesis alternativas, la *hipótesis de convergencia de intereses* y la *hipótesis de atrincheramiento*.

De acuerdo con Jensen y Meckling (1976), la tendencia natural de los directivos es la asignación de recursos en su propio interés con el fin de extraer beneficios privados, lo que es contrario a los intereses de los accionistas de la empresa. A medida que aumenta la participación accionarial de los internos, los intereses opuestos van convergiendo, de forma que es posible la resolución del

conflicto de agencia entre los directivos y los propietarios. De acuerdo con esta *hipótesis de convergencia de intereses*, a medida que aumenta la propiedad interna, cabe esperar una mejora en el desempeño de la empresa.

Por otro lado, Fama y Jensen (1983) destacan que una participación accionarial significativa de los internos conlleva una compensación de costes. Estos autores argumentan que, incluso para niveles bajos de propiedad interna, la disciplina del mercado puede forzar a los directivos a perseguir la maximización del valor corporativo, a pesar de la falta de incentivos personales para hacerlo. En cambio, cuando un directivo posee una fracción significativa de acciones, que le confiere suficiente influencia o poder de voto, éste puede maximizar su propia función de utilidad, lo que le llevará a satisfacer sus objetivos particulares, distintos de la maximización del valor de la empresa, sin poner en peligro su puesto de trabajo ni su salario. Estos argumentos dan lugar a la *hipótesis de atrincheramiento*, de acuerdo con la cual una participación accionarial excesiva tiene un impacto negativo sobre el desempeño corporativo, debido a que una participación accionarial de los internos demasiado elevada es probable que conduzca a su atrincheramiento.

La función asesora del consejo de administración puede ser más visible en empresas con menores necesidades de control gracias a la supervisión ejercida por otras fuerzas alternativas (Johnson *et al.*, 1996), como la existencia de grandes accionistas. La forma en la que ejerce su poder un accionista de control es, a menudo, a través de su participación en el consejo de administración o a través del control de los consejeros que le representan. Cuando la participación de los consejeros en la propiedad es alta, la pérdida de valor de la empresa perjudica los intereses de dichos consejeros. En esta situación, con el fin último de incrementar dicho valor, los consejeros tienen incentivos para tener en cuenta la maximización de la riqueza de los accionistas en el proceso de toma de decisiones. Como se ha comentado en el epígrafe 4.2. de este capítulo, los beneficios privados proporcionan una medida de los incentivos de los consejeros internos para apoyar al CEO en la implantación de proyectos inferiores. Los beneficios privados suelen ser menores cuando los consejeros internos participan en el capital de la compañía, ya que los

proyectos inferiores reducen el valor y la competitividad de la empresa, por lo que los internos pueden temer por el futuro del negocio si el proyecto seleccionado fracasa. De acuerdo con esta *hipótesis de alineación de intereses*, la propiedad interna tiene un efecto positivo sobre el desempeño corporativo, ya que reduce la necesidad de supervisión del equipo directivo y permite una mayor dedicación a la función de asesoramiento. Desde esta perspectiva, la propiedad interna se ha contemplado tradicionalmente como un incentivo económico directo para que los internos se involucren de forma activa en la labor de supervisión, alineando los intereses de la propiedad y el control de la empresa a través de la participación accionarial en el capital social (Bhagat y Carey, 1999), pero quizá también fomentando la asunción de riesgos (Demsetz, 1983).

En contraposición a la *hipótesis de alineación*, la *hipótesis de atrincheramiento* establece que con el fin de consolidar su posición en la empresa, los consejeros que participan en la propiedad podrían utilizar su posición en el consejo para seleccionar proyectos desfavorables para los accionistas. Bajo este planteamiento, los consejeros se aliarían con los directivos y con el CEO, reduciendo la eficiencia de la función de supervisión del consejo y, en consecuencia, los resultados de la empresa.

La evidencia empírica acerca del efecto de la propiedad interna sobre el desempeño de la empresa no es concluyente, observándose una gran disparidad en las formas funcionales utilizadas para describir dicha relación (relaciones lineales, cuadráticas, cúbicas, etc...). Además, los trabajos existentes no siempre han encontrado evidencia de su influencia significativa sobre el desempeño corporativo (Demsetz y Villalonga, 2001).

Teniendo en cuenta ambas hipótesis, puede existir una relación no monotónica entre ambas variables que equilibre los dos efectos anteriores, convergencia y atrincheramiento (Mc Vey y Draho, 2005). Así lo confirma la revisión meta-analítica de Sánchez-Ballesta y García-Meca (2007), estudio que, sin embargo, no establece conclusiones acerca del punto de inflexión en el que la

relación se torna de positiva a negativa o viceversa, el cual varía de acuerdo al sistema de gobierno corporativo imperante.

Muchos estudios que han analizado los mercados anglosajones han encontrado evidencia de una relación no lineal entre ambas variables, dando cabida simultáneamente a ambas hipótesis en función del nivel de propiedad interna, un efecto de alineamiento de intereses para los niveles bajos, y un efecto atrincheramiento para los niveles intermedios (por ejemplo, Morck *et al.*, 1988; McConnell y Servaes, 1990; Hermalin y Weisbach, 1991). Numerosos autores han optado por la regresión lineal por tramos para detectar si la relación entre la propiedad interna y el desempeño de la empresa es función de los distintos niveles de propiedad interna existentes. Mientras que Morck *et al.* (1988) o Hermalin y Weisbach (1991), entre otros, documentan cambios adicionales en la relación entre propiedad interna y desempeño corporativo en los niveles elevados, McConnell y Servaes (1990), por ejemplo, no encuentran evidencia de dichos cambios cuando la partipación accionarial de los internos es alta.

Morck *et al.* (1988) analizan la relación entre la propiedad de los consejeros y el desempeño corporativo para una muestra de empresas del *Fortune 500* en el año 1980. Mediante la estimación de una regresión lineal por tramos identifican una relación entre la propiedad interna y la Q de Tobin positiva para niveles de propiedad entre un 0 y un 5 por ciento, negativa para niveles entre un 5 y un 25 por ciento, y positiva de nuevo para niveles superiores al 25 por ciento. Sus resultados son robustos a la inclusión de numerosas variables de control, no así a la utilización de medidas contables para aproximar el desempeño de la empresa.

Faccio y Lasfer (1999) y Short y Keasey (1999) utilizan una especificación cúbica para modelizar la relación entre la propiedad interna y el desempeño en las empresas del Reino Unido, encontrando una relación significativa no lineal, similar a la encontrada por Morck *et al.* (1988) para el mercado estadounidense. No obstante, Short y Keasey puntualizan que la prevalencia del efecto atrincheramiento frente al de convergencia de intereses para los niveles intermedios de propiedad interna vendrá determinada por un nivel superior de participación accionarial en el caso de

Reino Unido que en el de Estados Unidos. Justifican sus argumentos en la superior protección frente a los mecanismos externos de control corporativo de la que gozan los directivos en Estados Unidos, bastante superior a la existente en el Reino Unido. La habilidad de los directivos de Estados Unidos para adoptar medidas anti-adquisición, las restricciones legales y regulatorias vigentes en las instituciones norteamericanas en términos de propiedad accionarial, así como la coordinación de acciones efectivas de gobierno, sugieren que los directivos en Estados Unidos adoptan posiciones atrincheradas para niveles inferiores de propiedad interna.

McConnell y Servaes (1990) analizan, para una muestra de empresas de Estados Unidos en los años 1976 y 1986, la relación entre la propiedad accionarial en manos de directivos y consejeros y la Q de Tobin,. Encuentran que ésta es positiva, pero decreciente a medida que aumenta la participación accionarial de los internos. El desempeño corporativo aumenta hasta que la propiedad interna alcanza niveles del 40-50 por ciento, punto a partir del cual comienza a decrecer. Al igual que en el trabajo de Morck *et al.* (1988), los resultados son robustos a la inclusión de múltiples variables de control, y, a diferencia de Morck *et al.*, también a la utilización de medidas contables de desempeño. Además, estos autores tratan de replicar la estimación lineal por tramos de Morck *et al.*, confirmando la relación positiva entre propiedad interna y resultados de la empresa para niveles de propiedad inferiores al 5 por ciento del capital social, aunque no encontran relaciones significativas por encima de dicho nivel.

Hermalin y Weisbach (1998) se centran en el estudio de la relación entre la participación accionarial del CEO actual, y de todos los CEOs con una posición activa en el consejo, y la Q de Tobin. Para un panel de empresas estadounidenses, encuentran una relación no lineal, positiva para niveles de propiedad inferiores al 1 por ciento, negativa entre el 1 y el 5 por ciento, positiva entre el 5 y el 20 por ciento y decreciente para niveles superiores al 20 por ciento.

Pocos son los estudios que tienen en cuenta el impacto que la potencial endogenidad de la estructura de propiedad puede tener sobre los resultados obtenidos[16]. Demsetz y Lehn (1985) argumentan que los niveles de la propiedad de los directivos vendrán determinados de forma endógena en equilibrio, en función de las características particulares de la propia empresa y del entorno contractual en el que ésta opera, de tal forma que no existirá ninguna relación empíricamente observable entre la propiedad interna y el desempeño de la empresa. Krivogorsky (2006) afirma que los internos ajustan sus estatus de propiedad para reflejar el grado de divergencia entre las expectativas del mercado y la información de los internos sobre el desempeño futuro de la organización.

Enlazando con esto, Cho (1988) y Himmelberg *et al.* (1999) han arrojado dudas sobre los resultados de los trabajos previos de Morck *et al.* (1988) y McConnell y Servaes (1990) al controlar los efectos de la endogeneidad y las características individuales no observables de las empresas objeto de análisis[17]. Después de controlar los posibles efectos de la endogeneidad sobre las relaciones estimadas, estos autores concluyen que la propiedad interna no tiene ningún efecto sobre el desempeño de la empresa, o que dicho efecto es tan pequeño que no resulta significativo.

Cho (1998) analiza una muestra de empresas estadounidenses durante el año 1991 para replicar el análisis de Morck *et al.* (1988), encontrando una relación no monotónica similar entre la Q de Tobin y la propiedad interna. Sin embargo, aplicando la técnica de ecuaciones simultáneas para controlar la endogeneidad, concluye que mientras que la Q de Tobin influye sobre la propiedad interna, no se encuentran evidencias del efecto de ésta sobre la Q de Tobin. Por su parte, Himmelberg *et al.* (1999) utilizan la participación accionarial de los directivos y

[16]Véase Demsetz (1983) y Demsetz y Villalonga (2001) para una amplia discusión de la naturaleza endógena de la concentración de la propiedad, y Himmelbers *et al.* (1999) y Palia (2001) para la endogeneidad de la propiedad interna.

[17]Ambos conceptos, endogeneidad y efectos individuales no observables (o heterogeneidad inobservable) serán explicados en profundidad en el apartado de metodología del capítulo dedicado a los análisis empíricos.

consejeros como medida de propiedad interna y la Q de Tobin como medida de desempeño, no encontrando evidencias de una relación significativa entre ambas variables para una muestra de empresas de la base *Compustat*. Estos autores proporcionan evidencia empírica apoyando la idea de que la estructura de propiedad viene determinada endógenamente por las características particulares de la empresa y las condiciones contractuales del entorno en el que ésta opera. Al abordar la endogeneidad, en cambio, concluyen una relación cuadrática.

Loderer y Martin (1997) también abordan la endogeneidad de la relación. Utilizando como medida de propiedad interna la participación accionarial de consejeros y directivos y la Q de Tobin como medida de desempeño, concluyen que para la muestra de empresas estadounidenses considerada no existe relación observable entre dichas variables.

Holderness *et al.* (1999) replican algunos aspectos de los trabajos de Morck *et al.* (1988) para una muestra de empresas de Estados Unidos durante los años 1935 y 1995. Al igual que Morck *et al.* confirman la relación positiva entre la propiedad interna y el desempeño empresarial para niveles de participación accionarial inferiores al 5 por ciento, pero no encuentran una relación significativa para niveles superiores a ese porcentaje. Así mismo, confirman la endogeneidad de la propiedad interna.

Fuera del contexto anglosajón, Caserer y Moldenhauer (2008) analizan una muestra de empresas alemanas durante los años 1998 y 2003, concluyendo una relación positiva entre la propiedad interna y diversas medidas de desempeño, contables y de mercado, relación que permanece robusta al controlar la endogeneidad.

De Miguel *et al.* (2004) analizan el mercado español durante el período 1990-1999 y, abordando la endogeneidad, encuentran una relación cúbica entre la propiedad interna y la Q de Tobin, positiva para los niveles bajos de propiedad interna (inferiores al 35 por ciento), negativa para los niveles intermedios (entre el 35 y el 70 por ciento) y positiva para los niveles altos (superiores al 70 por ciento).

Minguez y Martín (2003) y García-Ramos y García Olalla (2010) encuentran una relación cuadrática entre la proporción de acciones en manos de los consejeros y la Q de Tobin, confirmando la prevalencia de la *hipótesis de convergencia de intereses* para los niveles bajos de propiedad interna y de la hipótesis de atrincheramiento para los niveles superiores. En cambio, Fernández *et al.* (1998), utilizando la participación accionarial de consejeros y directivos, concluyen la existencia de una relación opuesta a la anterior, prevaleciendo el efecto atrincheramiento para niveles bajos de propiedad interna y el efecto convergencia para niveles superiores.

O´Connell y Cramer (2010) analizan una muestra de empresas irlandesas durante el año 2001. Al contrastar la existencia de un efecto lineal de la participación accionarial de los consejeros sobre distintas medidas de desempeño, no encuentran ninguna relación significativa, tanto controlando como sin controlar la posible endogeneidad.

Krivogorsky (2006) se centra en una muestra de nueve países de la Unión Europea durante el período 2000-2001 y no encuentra una relación significativa entre la propiedad en manos de los consejeros y distintas medidas de desempeño, contables y de mercado.

Con respecto al mercado asiático, Mak y Kusnadi (2005) no encuentran evidencia de un efecto significativo de la propiedad interna sobre el desempeño al analizar una muestra de empresas de Malasia y Singapur. Ghazali (2010) confirma este resultado para el mercado malasio. Estos resultados contrastan con la relación no lineal reportada por Shin-Ping y Tsung-Hsien (2009) para Taiwán, y con la relación positiva encontrada por Ting y Huang (2009) para este mismo mercado. Cabe destacar que este último trabajo es el único que aborda la endogeneidad.

Atender únicamente a la propiedad interna para analizar la evolución de la severidad de los problemas de agencia sugiere que todos los accionistas clasificados como internos tienen un interés común. Sin embargo, esto no siempre es cierto (Demsetz y Villalonga, 2001). Un miembro del consejo de administración, por ejemplo, puede ocupar un asiento en el consejo por tener, o representar a alguien que

tiene, una participación significativa en el capital de la empresa. Un consejero como el descrito no tendrá los mismos intereses que un miembro del equipo directivo, sino que es más probable que sus intereses se encuentren más alineados con los de los inversores externos. La figura de este tipo de consejero, que es a la vez o representa a un inversor externo, es habitual en los consejos de administración. En el estudio de Demsetz y Villalonga (2001) la correlación entre la proporción de acciones en manos de accionistas de naturaleza familiar y la proporción en manos de los internos es del 0.67, lo que sugiere que los grandes accionistas familiares tienen representación en los consejos. Según señalan los autores, no cabe esperar que los intereses de estos accionistas de naturaleza familiar que son miembros del consejo de administración, o los de sus representantes, coincidan con los de un equipo directivo profesional. Por tanto, un nivel elevado de participación accionarial de los internos no es una medida del todo fiable de la fuerza de representación de los directivos profesionales en las operaciones de la empresa.

En la Tabla II.6 se presenta un resumen de los principales trabajos[18] que han analizado la relación entre la propiedad interna y distintas medidas de desempeño. Dicha revisión permite establecer varias conclusiones:

1. Existe un abundante cuerpo de trabajos que ha analizado el efecto de la propiedad interna sobre el desempeño de la empresa.

2. Si bien se han utilizado distintas medidas para aproximar el desempeño de la empresa, la más utilizada ha sido la Q de Tobin, observándose una mayor homogeneidad con respecto al análisis de otras características del consejo.

3. Una proporción significativa de las investigaciones existentes ha centrado su análisis en los mercados anglosajones, siendo pocos los autores que analizado esta cuestión en el entorno europeo. De un total de 51 trabajos analizados, casi un 60 por ciento analizan empresas de

[18] El detalle de cada uno de ellos sería interminable.

Estados Unidos y Reino Unido, mientras que menos de un 20 por ciento lo hacen en distintas economías europeas. Los países asiáticos también han recibido una escasa atención a este respecto, representando alrededor de un 15 por ciento de los trabajos analizados. Por último, la representatividad de estudios que han analizado muestras internacionales o de países de África, Oceanía o América Central y del Sur, son prácticamente inexistentes.

4. Los estudios realizados han utilizado fundamentalmente datos para un único período de tiempo, lo que imposibilita la incorporación en el análisis de la evolución dinámica de la actividad del consejo, así como la posibilidad de considerar actividades reactivas en lugar de proactivas.

5. Aunque predominan los trabajos que han evidenciado relaciones no lineales entre la propiedad interna y el desempeño de la empresa, confirmándose a menudo la prevalencia de la *hipótesis de convergencia de intereses* para niveles bajos de participación accionarial de los internos y la *hipótesis de atrincheramiento* para niveles intermedios, los puntos de inflexión identificados son múltiples y dispares, lo que puede atribuirse a la heterogeneidad de muestras analizadas, a las distintas medidas de propiedad interna, a las técnicas de estimación o a los diferentes contextos de análisis, entre otras causas.

6. Desde un punto de vista metodológico, la endogeneidad de la propiedad interna es un tema sobre el que todavía no hay consenso empírico, si bien se observa un aumento significativo en el número de trabajos que han abordado esta cuestión en la última década.

Tabla II.6. Trabajos que han analizado la relación entre la propiedad interna y distintas medidas de desempeño

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	MEDIDA DE PROPIEDAD INTERNA	RELACIÓN CON LA PROPIEDAD INTERNA
Adams y Mehran (2005)	Estados Unidos	1986-1996	Q de Tobin	Propiedad del CEO	Negativa
Adams y Santos (2006)	Estados Unidos	1966	Q de Tobin	Propiedad de los directivos	No lineal (U invertida)
Agrawal y Knoeber (1996)	Estados Unidos	1987	Q de Tobin	Propiedad interna (sin especificar)	No lineal (U invertida 60%), no significativa cuando se introducen otros mecanismos de gobierno
Barnhart *et al.* (1994)	Estados Unidos	1990	Ratio valor, Q de Tobin	Propiedad de los consejeros y directivos	No lineal (U invertida) con mínimos cuadrados ordinario, no significativa al controlar la endogeneidad
Barnhart y Rosenstein (1998)	Estados Unidos	1990	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros y directivos	No lineal (U invertida 34%), no significativa al tratar la endogeneidad
Bhagat y Black (2001)	Estados Unidos	1991	Q de Tobin, ROA, rentabilidad de las ventas, retornos del mercado	Propiedad del CEO, propiedad de los consejeros externos	No significativa
Bhagat y Bolton (2008)	Estados Unidos	1990-2004	ROA	Propiedad de los consejeros	Positiva al controlar la endogeneidad
Callanhan *et al.* (2003)	Estados Unidos	1989-1992	Q de Tobin	Propiedad de los directivos	No lineal

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	MEDIDA DE PROPIEDAD INTERNA	RELACIÓN CON LA PROPIEDAD INTERNA
Caserer y Moldenhauer (2008)	Alemania	1998 y 2003	Ratio valor, ROA	Propiedad interna	Positiva controlando y sin controlar la endogeneidad
Carter *et al.* (2010)	Estados Unidos	2004	Q de Tobin, ROA	Propiedad de los consejeros	No significativa controlando la endogeneidad
Cheng (2008)	Estados Unidos	1996-2004	Variabilidad de retorno de las acciones, ROA, Q de Tobin	Propiedad del CEO	No significativa controlando la endogeneidad
Cho (1998)	Estados Unidos	1991	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros y directivos	No lineal (cúbica: 0-7% (+), 7-38% (-), >38% (+)), no significativa el controlar la endogeneidad
Coles *et al.* (2001)	Estados Unidos	1984-1988	Valor económico añadido, valor de mercado añadido	Propiedad de los consejeros y del CEO	No significativa
Coles *et al.* (2008)	Estados Unidos	1992-2001	Q de Tobin	Propiedad del CEO	No significativa, positiva al controlar la endogeneidad
Cui y Mak (2002)	Estados Unidos	1994-1998	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros y directivos	No lineal (0-10% (-), 10-30% (+), 30-50% (-), >50% (+)).
Daraghma y Alsinawi (2010)	Palestina	2005-2008	Rentabilidad de las ventas	Propiedad de los directivos	Positiva
Davies *et al.* (2005)	Reino Unido	1995	Q de Tobin	Propiedad de los directivos	No lineal controlando la endogeneidad (0-7.01% (+), 7.01-26% (-), 26%-51.4% (+), 51.4%-75.7% (-), >75.7% (+))
Demsetz y Villalonga (2001)	Estados Unidos	1976-1980	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros, el CEO y los directivos	No significativa al controlar la endogeneidad

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	MEDIDA DE PROPIEDAD INTERNA	RELACIÓN CON LA PROPIEDAD INTERNA
De Miguel *et al.* (2004)	España	1990-199	Q de Tobin	Propiedad interna	Cúbica controlando la endogeneidad (0-35% (+), 35-70% (-), >70% (+))
Faleye (2007)	Estados Unidos	1995	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros y directivos	No lineal controlando la endogeneidad (U: 0-5% (+), >5% (-))
Farrer y Ramsay (1998)	Australia	1995	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros	Positiva, pero no robusta (medida de desempeño, propiedad en acciones o en $, consejero externo/ejecutivo, industria, tamaño empresarial)
Fernández *et al.* (1998)	España	1993	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros y directivos	No lineal (U 25%)
Fich y Shivdasani (2006)	Estados Unidos	1989-1995	Ratio valor, ROA, ventas sobre activo, ROS	Propiedad de los consejeros Propiedad del CEO	Positiva (ratio valor, ventas sobre activo), no significativa (ROA, ROS), controlando la endogeneidad Positiva (ratio valor), no significativa (ROA, ventas sobre activo, ROS), controlando la endogeneidad
García-Ramos y García Olalla (2010)	España	2001-2007	Q de Tobin, ratio valor	Propiedad de los consejeros	No lineal controlando la endogeneidad (U invertida, 52%)
Ghazali (2010)	Malasia	2001	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros	No significativa

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	MEDIDA DE PROPIEDAD INTERNA	RELACIÓN CON LA PROPIEDAD INTERNA
Hermalin y Weisbach (1988)	Estados Unidos	1971-1983	Q de Tobin	Propiedad del CEO	No lineal (0-1% (+), 1-5% (-), 5-20% (+), >20% (-))
Hermalin y Weisbach (1991)	Estados Unidos	1971, 1974, 1977, 1980, 1983	Q de Tobin	Propiedad del CEO	No lineal (0-1% (+), >1% (-) al controlar la endogeneidad
Himmelberg *et al.* (1999)	Mundial (Compustat)	1982-1992	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros y directivos	No significativa, no lineal al controlar la endogeneidad
Holderness *et al.* (1999)	Estados Unidos	1935 y 1995	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros y directivos	Positiva 0-5%, no significativa >5%
Keasey *et al.*, (1994)	Reino Unido	1986	ROA	Propiedad de los consejeros	No lineal (U invertida, 68%)
Klein (1998)	Estados Unidos	1992-1993	ROA, productividad de Jensen, retornos del mercado	Propiedad de los consejeros	No significativa
Krivogorsky (2006)	Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Países Bajos, España, Italia, Portugal	2000-2001	ROE, ROA, ratio valor (MTB)	Propiedad de los directivos	No significativa
Loderer y Martin (1997)	Estados Unidos	1978-1988	Q de Tobin	Propiedad de los directivos y los consejeros	No significativa
Mak y Kusnadi (2005)	Malasia y Singapur	1999-2000	Q de Tobin, ROA, rentabilidad de las ventas, rotación del activo total	Propiedad de los consejeros ejecutivos	No significativa
McConnell y Servaes (1990)	Estados Unidos	1976 y 1986	Q de Tobin	Propiedad de los directivos y los consejeros	No lineal (U invertida 40%), robusta para medidas contables de desempeño
Mehran (1995)	Estados Unidos	1979-1980	Q de Tobin, ROA	Propiedad de los directivos	Positiva

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	MEDIDA DE PROPIEDAD INTERNA	RELACIÓN CON LA PROPIEDAD INTERNA
Mínguez-Vera *et al.* (2003)	España	1999	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros	No lineal (U invertida)
Morck *et al.* (1988)	Estados Unidos	1980	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros	No lineal (Cúbica: 0-5% (+), 5-25% (-), >25% (+)), no robusta para medidas contables de desempeño
O´Connell y Cramer (2010)	Irlanda	2001	Rentabilidad anual bruta de mercado ROA Q de Tobin	Propiedad de los consejeros	No significativa controlando y sin controlar la endogeneidad
Peng (2004)	China	1992-1996	ROE, crecimiento de las ventas	Propiedad de los consejeros externos, propiedad de los consejeros ejecutivos	No significativa
Palia (2001)	Estados Un idos	1981-1993	Q de Tobin	Propiedad de los consejeros y directivos	Positiva la controlar la endogeneidad
Perrini *et al.* (2008)	Italia	2000-2003	Q de Tobin	Propiedad de los directivos, el CEO y los consejeros	No significativa, negativa en empresas con propiedad concentrada (controlando endogeneidad)
Randoy y Goel (2003)	Noruega	1996-1998	Q de Tobin, ROA	Propiedad de los consejeros y directivos	No significativa
Rashid *et al.* (2010)	Bangladesh	2005-2009	ROA, Q de Tobin	Propiedad de los directivos	No significativa
Sánchez-Ballesta y García-Meca (2007)	Revisión meta-analítica	1988-2006			No lineal

AUTOR/ES	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	MEDIDA DE PROPIEDAD INTERNA	RELACIÓN CON LA PROPIEDAD INTERNA
Schmid y Zimmermann (2008)	Suiza	2002	Q de Tobin	Propiedad de los directivos y consejeros	No lineal (U invertida)
Shin-Ping y Tsung-Hsien (2009)	Taiwan	1994-2003	Q de Tobin	Propiedad de los directivos y consejeros	No lineal (U invertida)
Short y Keasey (1999)	Reino Unido	1989-1991	Ratio valor, ROE	Propiedad de los directivos	No lineal (cúbica: 0-15.58% (+), 15.58-41.84% (-), >41.84 (+))
Ting y Huang (2009)	Taiwan	2002-2006	Q-Tobin, Ratio valor, ROA, ROE	Propiedad de los consejeros ejecutivos	Positiva, controlando y sin controlar la endogeneidad
Uadiale (2010)	Nigeria	2007	ROE, rentabilidad del capital invertido	Propiedad de los consejeros	Negativa
Vafeas (1999)	Estados Unidos	1990-1994	Ratio valor	Propiedad de los directivos y consejeros	No lineal (U invertida)
Yermack (1996)	Estados Unidos	1984-1991	Q de Tobin, ROA, rotación de las ventas, rentabilidad de las ventas	Propiedad de los directivos y consejeros	Positiva, positiva, no significativa, negativa

Fuente: Elaboración propia

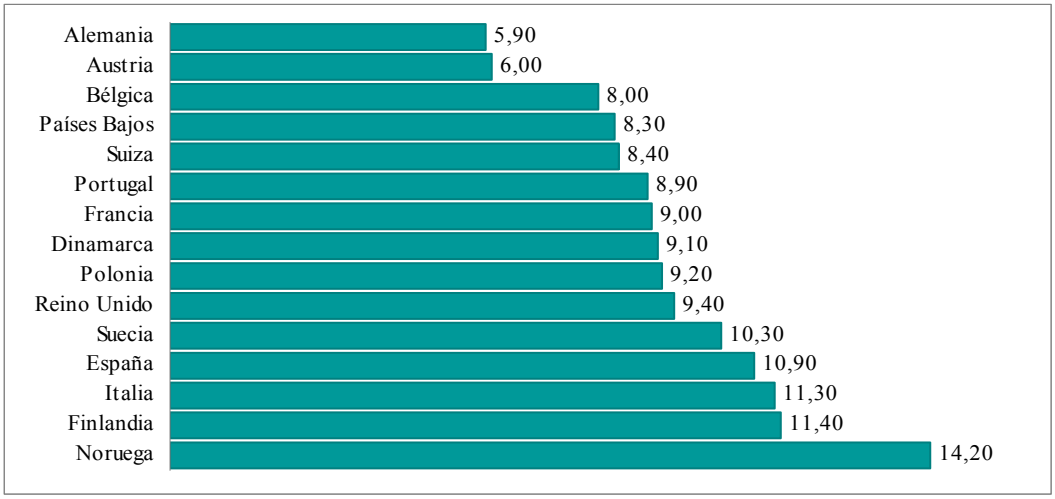
4.5. La actividad del consejo de administración

La actividad (o procesos) del consejo de administración se analiza habitualmente a través de las dinámicas que sigue este órgano de gobierno en la toma de decisiones (Zahra y Pearce, 1989). Tal y como sugieren diversos autores (por ejemplo, Conger *et al.*, 1998), una forma de aproximar dicha actividad es a través de la frecuencia anual con que el consejo se reúne, discute y decide sobre la marcha de la empresa, variable que puede ser considerada como una medida de su eficacia en el desempeño de las tareas de control y asesoramiento y que, por tanto, influirá en los resultados corporativos.

La investigación empírica descriptiva ha puesto de manifiesto que el grado de actividad de los consejos de administración varía de un país a otro. En el contexto europeo, el análisis realizado por Heidrick y Struggles (2011) para el año 2010 muestra que la máxima actividad, medida por el número medio de reuniones anuales, se registra en Noruega, donde los consejos celebran más de 14 reuniones anuales de media. En contraposición, los consejos de administración de Alemania y Austria son los menos activos, celebrando una media en torno a seis reuniones anuales. En el resto de países analizados (véase Figura II.20) celebran entre 8 y 11.40 reuniones al año.

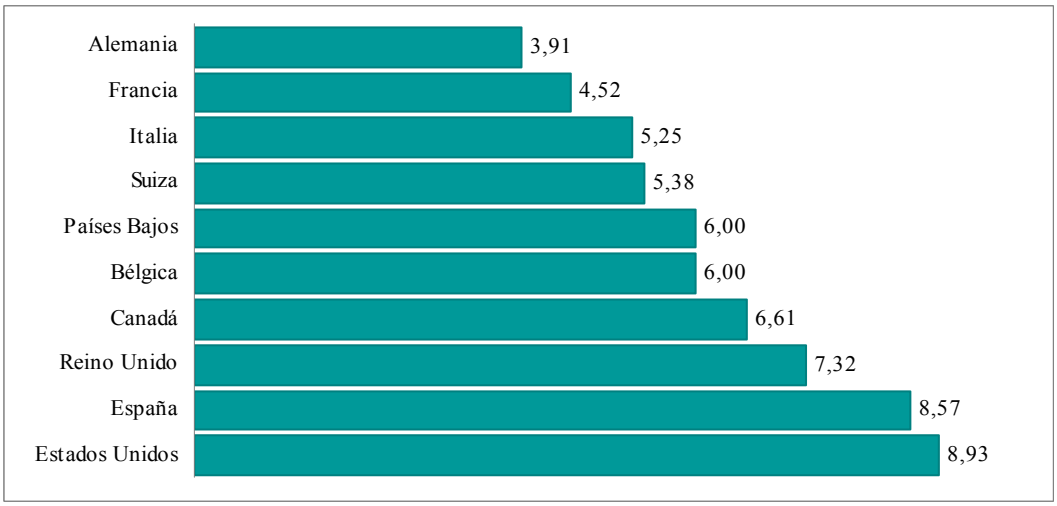
Para el año 1996, y a partir de una muestra de empresas de la OCDE, Andrés *et al.* (2005) encuentran que los consejos más activos son los de Estados Unidos y España, donde se celebran más de 8 reuniones anuales de media (véase Figura II.21). De los países analizados, Alemania es el que presenta los consejos más inactivos, con menos de 4 reuniones anuales de media. En el resto de países la media anual oscila entre las 4.52 reuniones de Francia y las 7.32 de Reino Unido. Comparando los valores reportados por Heidrick y Struggles (2011) para el año 2010 con los reportados por Andrés *et al.* (2005) para el año 1996 se observa una clara tendencia creciente en la actividad de los consejos de administración (véase Figura II.22).

Figura II.20. Grado de actividad de los consejos de administración en Europa en el año 2010, medido a través del número medio de reuniones anuales



Fuente: Elaboración propia a partir de Heidrick y Struggles (2011)

Figura II.21. Grado de actividad de los consejos de administración en la OCDE en el año 1996, medido a través del número medio de reuniones anuales

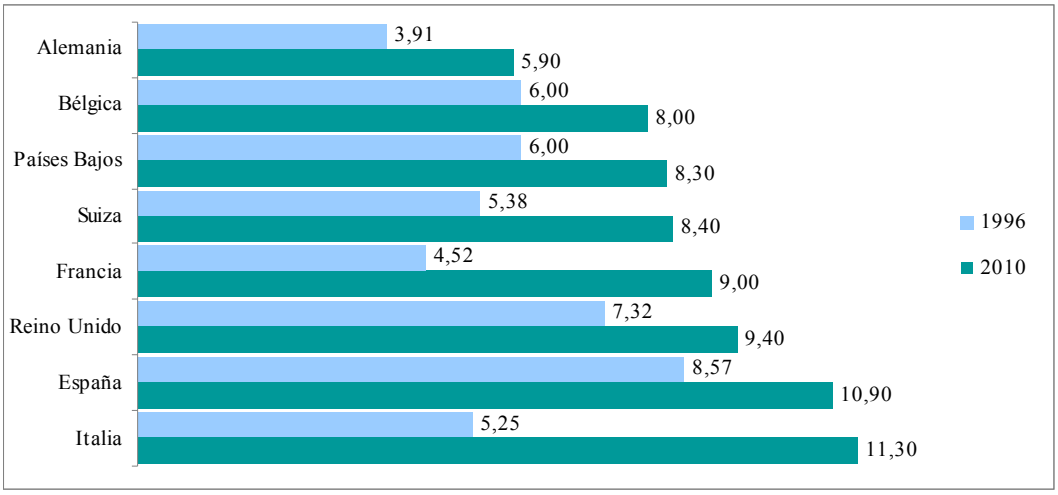


Fuente: Elaboración propia a partir de Andrés *et al.* (2005)

Desde el ámbito académico, aunque la importancia de la actividad del consejo de administración ha sido reconocida por muchos autores, existe una limitada evidencia empírica acerca de su relación con el desempeño de la empresa que, además, no es concluyente (Payne *et al.*, 2009). Como afirma Vafeas (1999), podemos esperar tanto una relación positiva (Conger *et al.*, 1998) como negativa

(Jensen, 1993) entre la frecuencia de las reuniones del consejo de administración y el desempeño corporativo.

Figura II.22. Evolución del grado de actividad de los consejos de administración en Europa en el período 1996-2010, medido a través del número medio de reuniones anuales



Fuente: Elaboración propia a partir de Heidrick y Struggles (2011) y Andrés *et al.* (2005)

Las reuniones aportan a los consejeros la oportunidad de discutir e intercambiar opiniones sobre la forma en la que desean supervisar al equipo directivo y sobre aspectos estratégicos clave para la empresa. En este sentido, las reuniones del consejo pueden entenderse como un mecanismo a través del cual se canaliza la información y los conocimientos de los consejeros. Como muestran Ravina y Sapienza (2010), los consejeros pertenecientes al comité de auditoría y que asisten con mayor regularidad a las reuniones del consejo logran mejores rendimientos personales. Desde esta perspectiva, cuanto mayor sea su frecuencia, más estrecha será la supervisión de la actuación directiva y más eficiente la función de asesoramiento, lo que se traducirá en un mejor desempeño de la empresa (consejos proactivos) (Schwartz *et al.*, 2012).

Sin embargo, una elevada frecuencia de las reuniones puede no resultar beneficiosa para el consejo si se tienen en cuenta los costes que ocasionan en

términos de tiempo, gastos de viaje y dietas pagadas a los consejeros,… En este caso, los consejos deberían ser relativamente inactivos, entendiéndose una mayor frecuencia de sus reuniones como una reacción a los malos resultados obtenidos por la empresa (consejos reactivos) y siendo la relación esperada entre ambas variables negativa. Por tanto, el consejo tendrá que celebrar un número de reuniones que resulte eficiente en función de los beneficios y costes asociados con dicha variable. Según Meyer *et al.* (2002) los consejos deben ser más proactivos y menos reactivos y han de promover la participación activa de todos los consejeros en las reuniones del consejo.

Así mismo, mientras un número elevado de reuniones puede traducirse en una menor dedicación a las mismas por parte de los consejeros, pueden también existir economías de escala en su preparación, consiguiéndose que invirtiéndose menos tiempo en su organización, los resultados sean más eficientes (Jiraporn *et al.*, 2009). La idea subyacente en estos argumentos es que una mayor frecuencia de las reuniones del consejo consigue un uso más eficiente del capital social y humano aportado por los consejeros, traduciéndose más rápidamente en mejoras del desempeño empresarial. La frecuencia de las reuniones modera, por tanto, la relación entre el capital humano y social del consejo de administración y las mejoras en el desempeño de la empresa. En este sentido, las estructuras a través de las cuales los consejos desarrollan su actividad determinan el efecto que las características del consejo tienen sobre el desempeño de la empresa (Huse, 2000).

La creciente complejidad del mundo corporativo requiere que los consejos celebren reuniones con frecuencia (Schwartz *et al.*, 2012). La asistencia a las reuniones por parte de los consejeros es un elemento crucial para el buen gobierno de la empresa. Así lo establece el informe de la OCDE sobre lecciones de gobierno a partir de la crisis, donde se indica que el acceso del consejo a la información es crucial y se señala la importancia de acudir a las reuniones para acceder a dicha información (Kirkpatrick, 2009). Las reuniones proporcionan a los consejeros un mecanismo a través del cual establecer su estrategia de supervisión y asesoramiento y de gestionar la complejidad de las operaciones y redes de la empresa (Vafeas,

1999). Además, pueden reducir la incertidumbre y ayudar a desarrollar acciones estratégicas para adaptarse a las circunstancias cambiantes del entorno en el que opera la empresa, con el objetivo final de mejorar el desempeño corporativo (Tidd *et al.*, 2001). En este sentido, los consejeros deben estar abiertos al diálogo (Hillman *et al.*, 2000); en caso contrario, el capital humano del consejo no tendrán efectos positivos (Tidd *et al.*, 2001). Las reuniones no sólo incrementan la probabilidad de consenso entre los consejeros, sino que facilitan la evaluación de las distintas propuestas estratégicas existentes. Son, además, un valioso mecanismo para construir relaciones de confianza entre los consejeros, así como para incrementar el conocimiento de las redes sociales existentes entre los miembros del consejo, a través de los vínculos de los consejeros con otras empresas y de su pertenencia a múltiples consejos de administración (Gabrielsson y Winlund, 2000). Por tanto, la puesta en común del capital relacional con la demanda de recursos necesaria para las actividades empresariales puede incrementar los vínculos de los consejeros con otras empresas y la probabilidad de que los consejeros pertenecientes a múltiples consejos accedan a recursos importantes para la organización y, por tanto, mejoren el desempeño corporativo (Useem, 1984). De este modo, las reuniones del consejo pueden reducir la dependencia de los recursos externos a la empresa o ayudar a conseguir la estabilidad en las relaciones con aquéllos de los que se depende para la obtención de los mismos (Pfeffer y Salancik, 1978). Así mismo, los consejeros pueden usar su capital relacional para mejorar la evaluación de las actividades y proyectos empresariales (Hillman *et al.*, 2000). Dado que la evaluación efectiva depende de la continuidad en la toma de decisiones, cabe esperar que una frecuencia elevada de reuniones influya positivamente en la relación entre capital relacional del consejo y desempeño de la empresa (Tidd *et al.*, 2001).

Además, Eisenhardt (1989) sugiere que el número de reuniones del consejo mejora el procesamiento de la información por parte de los consejeros. La celebración de un mayor número de reuniones incrementa la interacción entre los distintos miembros del consejo y de éstos con el equipo directivo, mejorando la calidad y cantidad de información a disposición del órgano de gobierno, reduciendo su dependencia de los internos para obtener información e incrementando por tanto

su independencia. Esta capacidad para obtener información al margen de los internos tiende a hacer más poderosos a los consejeros en el ámbito de toma de decisiones, lo que disminuye la probabilidad de que el consejo y la empresa en general sean dominados por el CEO.

Uno de los elementos clave para el eficiente desempeño de las funciones del consejo de administración es el uso de estructuras de trabajo eficientes (Demb y Neubauer, 1992; Zahra y Pearce, 1989). Para la efectividad de las reuniones del consejo se requiere de la distribución previa de una agenda de trabajo, que las reuniones se lleven a cabo con prontitud, que los temas sean lo suficientemente discutidos y que las actas de las reuniones del consejo se conserven para su documentación y accesibilidad por parte de los miembros de referencia del consejo (Demb y Neubauer, 1992; Huse, 2007). Letendre (2004) sugiere, además, que para el eficiente funcionamiento del consejo no sólo se requiere tiempo suficiente para debatir los asuntos, sino también una revisión periódica de su desempeño. La evaluación del consejo de administración mejora la eficiencia y calidad del flujo de información entre el consejo y el equipo directivo (Pugliese y Wenstop, 2007). En la misma línea, Sonnenfeld (2002) sugiere que los consejos necesitan cuestionar sus propios roles y supuestos, y evaluar de forma periódica el funcionamiento del consejo en aras a conseguir un exitoso desempeño de sus funciones. En este sentido, los códigos de buen gobierno señalan habitualmente la necesidad de contar con un sistema formal para la evaluación de los consejos y con reuniones periódicas (Minichilli *et al.*, 2007).

Respecto a la evidencia empírica, Vafeas (1999) encuentra que, para una muestra de empresas estadounidenses, se registra un aumento en la frecuencia de las reuniones del consejo después de un período de malos resultados. Su interpretación es que una forma en la que los consejos reaccionan a los malos resultados económico-financieros o a las circunstancias cambiantes de la actividad empresarial es incrementando el número de reuniones celebradas y que dicho aumento se utiliza para enviar una señal al mercado de una mejora en los resultados futuros.

Ebrahim (2007) contrasta si los consejos son más eficientes en su labor de supervisión del proceso de información financiera cuando son más activos y se reúnen con mayor frecuencia y, por tanto, la relación esperada entre manipulación contable y reuniones del consejo es negativa. Los resultados obtenidos rechazan la hipótesis de partida, poniendo de relieve una influencia positiva del número de reuniones sobre la manipulación contable. En línea con lo argumentado en el párrafo anterior, una posible explicación a este resultado es que el número de reuniones del consejo es un indicador de la reacción del consejo a situaciones urgentes de la empresa en lugar de un indicador de la actividad del consejo en términos de supervisión.

Carter *et al.* (2008) contrastan, para una muestra de empresas del Fortune 500 durante el período 1998-2002, si la asistencia a las reuniones por parte de los consejeros es un indicador de la calidad de los procesos del consejo. Para ello incluyen en su modelo explicativo del desempeño financiero el porcentaje de consejeros que asistieron a menos del setenta y cinco por ciento de las reuniones, encontrando que menos de un tres por ciento lo hicieron. Sus resultados aportan una relación no significativa con la Q de Tobin.

Jackling y Johl (2009) encuentran que las reuniones del consejo de administración no tienen ningún efecto significativo sobre los resultados de la empresa. Esta falta de significatividad sugiere que el vínculo entre ambas variables es más complejo de lo inicialmente esperado, que podría existir una relación no lineal entre ellas o, incluso, un efecto retardado, de tal manera que los consejos responderían a los malos resultados incrementando la actividad del consejo, lo que en última instancia influiría sobre los resultados futuros (Vafeas, 1999).

Chen *et al.* (2011) concluyen que las reuniones del consejo tienen un efecto negativo sobre el desempeño de la empresa. A través del análisis de una muestra de empresas cotizadas chinas durante el período 2001-2003, encuentran que los costes asociados con una mayor frecuencia en las reuniones superan los beneficios en términos de toma de decisiones y supervisión del equipo directivo.

Por otro lado, Xie *et al.* (2003) analizan la relación entre el nivel de actividad del consejo y la divulgación de información y confirman que los consejos de administración cuyas reuniones son más frecuentes realizan una supervisión de la actuación directiva más efectiva, mostrando una menor manipulación de los beneficios empresariales. Así mismo, Kanagaretnam *et al.* (2007) evidencian que los consejos más activos presentan menos problemas de información asimétrica en los anuncios trimestrales de beneficios. En cambio, Chen *et al.* (2006) concluyen que la frecuencia de las reuniones del consejo de administración se encuentra positivamente relacionada con el fraude. Esta relación positiva llama la atención pues, a priori, cabría esperar que un mayor número de reuniones implicara una mayor supervisión que debiera disuadir de la comisión de actos fraudulentos. La explicación que ofrecen Chen *et al.* (2006) es que los consejeros conocen de la existencia de algunas actividades cuestionables que lleva o va a llevar a cabo la empresa y que esto requiere un elevado debate, lo que desemboca en un mayor número de reuniones. Este planteamiento implica que las actividades ilegales, fraudulentas o cuestionables que realiza la empresa son temas abordados en las reuniones del consejo. El hecho de que los consejos de aquellas empresas que realizan actividades fraudulentas celebren un mayor número de reuniones sugiere que los consejeros realizan determinados actos o toman determinadas decisiones en el límite de la legalidad, lo que genera un gran debate y desemboca en más reuniones.

Por tanto, una mayor frecuencia en las reuniones puede ser una señal de un incremento en la actividad supervisora de la actuación directiva, pero, alternativamente, puede ir asociado a desastres financieros o, como pone de relieve el estudio de Chen *et al.* (2006), a la comisión de actividades ilegales o, al menos, de legalidad cuestionable. En este sentido ha de puntualizarse que utilizar el número de reuniones del consejo de administración como medida de su actividad supervisora es una aproximación imperfecta, en tanto en cuanto no es posible garantizar que las reuniones celebradas se destinen a incrementar o mejorar la supervisión. No obstante, y aunque unos consejos deben ser más activos y vigilantes que otros, es imposible obtener una medida directa de la actividad supervisora del consejo. Lo que puede ser

medido es el número de reuniones celebradas por el consejo, medida aceptada en la literatura académica como *proxy* de su actividad.

En la Tabla II.7 se presenta un resumen de algunos trabajos que han analizado la relación entre la actividad del consejo y distintas medidas de desempeño. Dicha revisión permite establecer varias conclusiones:

1. En términos comparativos, la escasa evidencia empírica acerca del efecto de la actividad de los consejos de administración sobre el desempeño de la empresa contrasta con el abundante cuerpo de trabajos que ha analizado la relación para otras características del consejo.

2. Las medidas de desempeño utilizadas en la literatura son muy heterogéneas, incluyendo tanto aproximaciones contables como de mercado.

3. Una proporción significativa de las investigaciones existentes ha centrado su análisis en el mercado estadounidense, siendo pocos los autores que han analizado esta cuestión en otros contextos. Sobre un total de 20 trabajos revisados, casi un 40 por ciento ha basado su análisis en muestras formadas por empresas anglo-americanas, alrededor de un 22 por ciento han utilizado muestras de empresas ubicadas en diferentes países asiáticos, mientras que un 11 por ciento se han centrado en países europeos. Los países de Oceanía, África y América Central y del Sur han recibido una escasa atención por parte de la literatura académica. Por último, un 16 por ciento de los trabajos analizados toma como base de análisis muestras internacionales.

4. Los estudios realizados han utilizado fundamentalmente datos para un único período de tiempo, lo que imposibilita la incorporación en el análisis de la evolución dinámica de la actividad del consejo, así como la posibilidad de considerar actividades reactivas en lugar de proactivas.

5. La mayor parte de trabajos han adoptado una perspectiva de agencia y han asociado la actividad del consejo con su función supervisora, obviando su labor asesora.

6. Desde un punto de vista metodológico, no se ha controlado, en general, la posible influencia de algunas variables sobre la relación entre actividad del consejo y desempeño de la empresa. Por ejemplo, el resto de mecanismos de gobierno, el sector de actividad en el que opera la empresa, el entorno legal e institucional,… La mayor parte de trabajos revisados tampoco ha abordado el problema de endogeneidad inherente en los estudios de gobierno corporativo.

Tabla II.7. Trabajos que han analizado la relación entre las reuniones del consejo y distintas medidas de desempeño

AUTOR	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON LAS REUNIONES DEL CONSEJO
Adams y Mehran (2005)	Estados Unidos	1986-1996	Q de Tobin	No significativa
Andrés *et al.* (2005)	Canadá, Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia y Suiza	1996	Ratio valor, Q de Tobin ROA	No significativa
Andrés y Rodríguez (2009)	España, Francia, Italia y Reino Unido	1996-2005	Q de Tobin	Negativa, positiva en empresas con propiedad concentrada
Brenes *et al.* (2011)	America Latina	-------	Desempeño (no especificado)	Positiva
Brick y Chidambaran (2010)	Estados Unidos	1999-2005	Q de Tobin	Positiva
Chen *et al.* (2006)	China	1999-2003	Fraude	Positiva
Chistensen *et al.* (2010)	Australia	2004	ROA, Q de Tobin	No significativa, negativa
Ebrahim (2007)	Sector manufacturas	1999-2000	Manipulación contable (*earnings management*)	No significativa
Fich y Shivdasani (2006)	Estados Unidos	1989-1995	Ratio valor, ROA, ventas sobre activo, ROS	No significativa (ratio valor, ventas sobre activo), negativa (ROA, ROS)
García-Ramos y García-Olalla (2011)	España, Italia, Portugal	2001-2007	Q de Tobin	Positiva o negativa dependiendo del contexto, controlando la endogeneidad
García-Sánchez (2010)	España	2004-2006	Eficiencia técnica	No lineal (U invertida)
Hempel y Fay (1994)	Estados Unidos	1986-1990	Beneficios, remuneración consejeros independientes	No significativa, positiva
Jackling y Johl (2009)	India	2005-2006	Q de Tobin, ROA	No significativa

AUTOR	PAÍS	PERÍODO DE ANÁLISIS	MEDIDA DE DESEMPEÑO	RELACIÓN CON LAS REUNIONES DEL CONSEJO
Kayani *et al.* (2011)	Pakistán	2009	ROE	Positiva
Kula (2005)	Turquía	2002	Índice de desempeño	Positiva
Lin *et al.* (2009)	China	1999-2002	Eficiencia	Positiva
López-Iturriaga y Morrós-Rodríguez *(2013)*	España	2007-2009	Q de Tobin, ROA	No lineal (U), controlando la endogeneidad
Uzun *et al.* (2004)	Estados Unidos	1978-2001	Fraude	No significativa
Vafeas (1999)	Estados Unidos	1990-1994	Ratio valor	Negativa
Xie *et al.* (2003)	Estados Unidos	1992,1994,1996	Manipulación contable	Negativa

Fuente: Elaboración propia

5. REFLEXIONES FINALES

La pluralidad de argumentos teóricos acerca de los beneficios y costes asociados a determinadas características del consejo de administración, unida a la falta de evidencia empírica concluyente sobre la relación entre dichas características y el desempeño de la empresa, plantea la necesidad de seguir profundizando en dichas cuestiones en aras a lograr un eficiente gobierno corporativo.

La revisión de la literatura llevada a cabo sobre el estado del arte de la investigación acerca del órgano supremo de supervisión, el consejo de administración, permite identificar una serie de limitaciones que han caracterizado la mayor parte de trabajos existentes hasta la fecha. Dichas limitaciones sustentan la base de las aplicaciones empíricas llevada a cabo en el siguiente capítulo de esta tesis doctoral.

En primer lugar, se observa que la mayor parte de investigaciones se han centrado en los mercados anglosajones (Boyd *et al.*, 2010; Elsayed, 2007), encuadrados en la tradición legal de *la common law*, cuyos resultados serían difícilmente generalizables y extrapolables a un entorno de débil protección legal al inversor. En particular, Estados Unidos ha sido el país que más evidencias empíricas ha aportado. En contraposición, las economías europeas, cuyo sistema legal tiene su origen en la *ley civil*, han recibido una escasa atención por parte de la literatura académica. Por tanto, poco se sabe acerca de la relación entre la efectividad del consejo de administración y el desempeño de la empresa en entornos diferentes al americano (Boyd *et al.*, 2010).

En segundo lugar, el surgimiento de teorías alternativas, parcialmente conflictivas en sus proposiciones, ha contribuido al debate sobre el gobierno de la empresa. La Teoría de Agencia, la del Servidor o la de Recursos y Capacidades han reconocido diferentes responsabilidades a los consejos de administración (Muth y Donaldson, 1998; Hillman *et al.*, 2003, 2009). No obstante, el grueso de trabajos empíricos existentes se ha basado fundamentalmente en una única perspectiva teórica, la de agencia, para intentar explicar la relación entre el consejo de

administración y el desempeño corporativo. Como señalan Hillman y Dalziel (2003), intentar explicar el gobierno de la empresa desde una única perspectiva teórica conducirá a un conocimiento incompleto de las funciones del consejo de administración y su relación con el desempeño corporativo. Desde esta perspectiva, la investigación se ha centrando mayoritariamente en la función supervisora del. En contraposición, son escasos los estudios que han utilizado otras aproximaciones teóricas distintas de la de agencia, de tal forma que se ha prestado poca atención a la función de asesoramiento.

Además, los escasos trabajos que han adoptado una perspectiva multiteórica adolecen de una visión integradora de las mismas, de tal forma que han tratado de concluir la prevalencia de una perspectiva teórica sobre la otra, ignorando los aspectos contingentes y contextuales que permiten la complementariedad de diversas teorías, y estableciendo pautas universales de buen gobierno idóneas para cualquier organización empresarial. En este sentido, un aspecto común que presentan las investigaciones realizadas al amparo de las tres teorías expuestas es que asumen que su modelo explicativo de la relación dirección-accionistas funciona en cualquier contexto. Una implicación de esta visión uniforme del comportamiento de los directivos y los accionistas es que los mecanismos de gobierno pueden ser modelados al margen de otras variables organizacionales y del entorno de la empresa. Por tanto, las tres teorías asumen la efectividad universal de los mecanismos de gobierno.

En general, los enfoques adoptados ignoran que el resultado de los análisis costes-beneficios y, por tanto, la estructura óptima de gobierno seleccionada, es más probable que dependa de otras variables contextuales, como el tamaño de la empresa, su edad, el sector de actividad, el país en el que se opera, el entorno legal e institucional o la estructura de propiedad, tanto en su dimensión cuantitativa (grado de concentración) como cualitativa (identidad de los accionistas de control), así como el papel y el poder de los distintos agentes participantes en la empresa (Aguilera y Jackson, 2003; Aguilera, 2006). Por el contrario, como afirma Huse (2005), en lugar de establecer pautas universales de buen gobierno, se puede

establecer un argumento más realista: "no existe una estructura óptima de gobierno, sino que varios diseños pueden ser igualmente buenos". Este argumento es más fácilmente aceptable, ya que las cuestiones relativas al entorno nacional e institucional se considera que son de suma importancia para comprender los cambios que está experimentando el gobierno corporativo en el mundo (Aguilera, 2005). Esto se debe también a que las instituciones nacionales no sólo facilitan algunos mecanismos de gobierno corporativo mientras impiden otros, sino también la diferente distribución de poder en las empresas. Así por ejemplo, aunque Estados Unidos y Reino Unido se encuentran encuadrados dentro del sistema legal de *la common law*, cada país ha tomado iniciativas de gobierno corporativo diferentes (Aguilera, 2005; Huse, 2005).

Por otro lado, la asunción de una de las teorías, la de Agencia, la del Servidor o la de Recursos y Capacidades, ignora la naturaleza dinámica de los mecanismos de gobierno. Es decir, el diseño de los parámetros y recursos puede estar influenciado por las decisiones y comportamientos previos del consejo. A este respecto, la estructura de propiedad, tanto en su dimensión cuantitativa (grado de concentración) como en su dimensión cualitativa (identidad de los propietarios), es un claro ejemplo de un parámetro diseñado. La estructura de propiedad es un factor importante que puede afectar a la configuración del consejo de administración y a la eficiencia de sus funciones supervisora y asesora (Gillan y Starks, 2003; Ning *et al.,* 2007). Incluso las características del CEO, la composición del consejo o su tamaño pueden ser el resultado de decisiones previas de los órganos de gobierno corporativo (Huse, 2005). Además, estos enfoques unilaterales tampoco tienen en cuenta que el gobierno corporativo puede cambiar no sólo entre distintas ubicaciones geográficas, sino también a través del tiempo. En suma, desde un punto de vista teórico debería resultar obvio el hecho de que el gobierno corporativo es un concepto dinámico que puede variar en el tiempo. En este sentido, las prácticas de gobierno que pudieron funcionar en el pasado, podrían tornarse en la actualidad como inadecuadas, insuficientes, e incluso meramente reactivas.

Enlazando con lo anterior, en la década de los setenta se observa que los consejos de administración en Estados Unidos habían permanecido más bien pasivos ante la oleada de quiebras empresariales acontecidas, lo que hizo necesario una mayor participación en la estrategia para restaurar la confianza pública (Mace, 1979; Vance, 1983). Más recientemente, las reformas de gobierno corporativo (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004; Enrione *et al.*, 2006; Sheridan *et al.*, 2006) y la creciente influencia de los inversores institucionales puede ser que hayan situado a los consejeros más cerca de la toma de decisiones estratégicas (Judge y Zeithaml, 1992; Hoskisson *et al.*, 2002). Estos acontecimientos han estimulado a los consejos a desafiar a los máximos ejecutivos de las compañías y a la mayor involucración de los consejeros en la estrategia, un área que en el pasado fue controlado únicamente por los CEOs (Monks y Minow, 2004; Ruigrok *et al.*, 2006).

Por otra parte, pese a que desde un punto de vista teórico se acepta que la complementariedad entre distintos mecanismos de gobierno puede afectar al rendimiento corporativo (véase, por ejemplo, Barnhart y Rosenstein, 1998), los supuestos de las distintas teorías utilizadas no recogen esa interdependencia y son numerosos los estudios que no controlan su efecto (véase, por ejemplo, Donaldson y Davis, 1991). Esta visión es probable que conduzca a conclusiones erróneas acerca de la estructura de gobierno global. Cada mecanismo de gobierno individual puede complementar al resto de una forma consistente para crear sistemas nacionales de gobierno adaptados a las características culturales e institucionales de cada contexto (Aguilera *et al.*, 2008). Por ejemplo, si otros mecanismos de gobierno imponen suficientes restricciones sobre el CEO, no será necesario incurrir en costes adicionales para separar las figuras del CEO y del presidente (Faleye, 2007). La implicación de esta interdependencia es que la efectividad de las estructuras de gobierno necesita ser evaluada de forma global, ya que el efecto de un mecanismo de gobierno puede depender del de otros complementarios (Adams *et al.*, 2005).

La revisión llevada a cabo pone de relieve que son múltiples las medidas de desempeño utilizadas en la literatura (Dalton *et al.*, 1998; Rhoades *et al.*, 2001). El concepto de "desempeño" mide el impacto que las actuaciones de la dirección de la

empresa tienen en su riqueza. Sin embargo, no existe un acuerdo en la literatura sobre una medida concreta de la misma, lo que dificulta la comparabilidad de los resultados obtenidos y evidencia la escasa robustez de los mismos. Los artículos académicos analizados utilizan varios tipos de medidas del resultado empresarial:

- Resultados contables: medidas tradicionales basadas en la contabilidad de la empresa como el resultado contable, el resultado de explotación, el resultado antes de intereses, impuestos y amortizaciones... También se utilizan medidas de rentabilidad basada en ratios de cifras contables tales como la rentabilidad de los activos (ROA), la rentabilidad de los fondos propios (ROE), la rentabilidad de las inversiones (ROI), la rentabilidad de las ventas (ROS), entre otras.

- Resultados del mercado: tales como ganancias por acción, la ratio valor (valor de mercado/valor contable), la Q de Tobin…, entre otros.

- Otros resultados: se han utilizado también medidas tales como el valor económico añadido (EVA), el ratio de quiebra, la eficiencia técnica…, entre otras.

Por otra parte, gran parte de los estudios existentes pueden ser criticados en cuanto a su enfoque metodológico (Elsayed, 2007). En primer lugar, algunos generalizan sus resultados y establecen conclusiones sin haber controlado el efecto de determinadas variables que pueden afectar a la relación entre eficiencia del consejo de administración y desempeño corporativo. En segundo lugar, gran parte de las investigaciones previas analizan la relación entre diversas características del consejo y los resultados de la empresa para un solo sector de actividad, o bien no controlan el efecto sector (véase, por ejemplo, Chaganti *et al.*, 1985; Pi y Timme, 1993). Además, algunos estudios (véase, por ejemplo, Donaldson y Davis, 1991; Rechner y Dalton, 1991; Abdullah, 2004) utilizan técnicas de análisis univariante. Por último, y como se abordará ampliamente en el capítulo de esta tesis doctoral dedicado a los análisis empíricos, la mayor parte de trabajos que han analizado la relación entre características del consejo y desempeño de la empresa han ignorado el

carácter endógeno de dicha relación (Wintoki, 2007). Como indican Andrés y Rodríguez (2009), si no se tiene la endogeneidad, los resultados pueden ser difíciles de interpretar o incluso erróneos.

Así mismo, los estudios realizados han utilizado fundamentalmente datos para un único período de tiempo, lo que imposibilita la incorporación en el análisis de la evolución dinámica de los consejos de administración, así como el equilibrio a largo plazo de la empresa.

Por tanto, el diseño de las estructuras de gobierno corporativo debe ser visto como un proceso dinámico que no sólo dependerá del contexto de análisis, los distintos agentes participantes y el momento del tiempo, sino que también puede tener consecuencias en dichos parámetros. En este sentido, la estructura del consejo de administración puede considerarse como el resultado de varias variables, como el tamaño de la empresa, su reputación, la estructura de propiedad, el sector de actividad, los resultados obtenidos, el sistema legal y muchas otras. Sin embargo, y dada la naturaleza dinámica de este proceso, la estructura del consejo por sí misma puede provocar algunos cambios en estos parámetros. Por ejemplo, el deficiente funcionamiento de los consejos de administración, unido a los escándalos en los que se han visto inmersas diversas compañías internacionales, requiere una reforma de los actuales sistemas regulatorios en materia de gobierno empresarial.

Esta tesis doctoral se enmarca dentro de una nueva corriente investigadora que considera que tanto el contexto de análisis como los actores involucrados resultan clave a la hora de explicar las diferencias existentes entre los distintos mecanismos de gobierno existentes, así como su mayor o menor eficiencia. Desde esta óptica, cabe esperar que las estructuras óptimas de gobierno varíen entre sistemas legales, empresas, industrias, países,… Una implicación importante que deriva de este enfoque es que tanto la Teoría de Agencia como la del Servidor o la de Recursos y Capacidades pueden ser adecuadas bajo determinadas características. Es decir, ha de realizarse un análisis integrado de las teorías existentes, tratando sus diferentes puntos de vista no como mutuamente excluyentes, sino como complementarios. Asumir que las premisas de una teoría serán siempre válidas es

probable que conduzca a interpretaciones erróneas. En esta tesis doctoral se adopta este enfoque contingente y contextual para analizar la efectividad de distintos mecanismos de gobierno.

Sobre la base de estos argumentos, el desarrollo empírico de esta tesis doctoral parte de la premisa básica de que no va a existir una estructura óptima de gobierno que sea universal y válida para todas las organizaciones, sino que ésta variará en función de diferentes factores que afecten a cada empresa particular (Huse, 2005). Por ejemplo, las diferencias culturales entre países pueden hacer que los consejeros tengan distintas percepciones y orientaciones éticas (Aguilera, 2005). Además, no existe una clasificación definitiva de agentes internos y externos, ni de qué agente es el más importante, sino que esto dependerá del contexto legal y del sistema regulatorio vigente. La estrecha interdependencia entre las variables contextuales internas y externas y los agentes, así como diversos factores que median en dichas relaciones, hacen de la modelización del consejo de administración un proceso complejo.

El impacto del consejo de administración sobre el desempeño de la empresa dependerá de la existencia y eficiencia de otros mecanismos de gobierno complementarios. Hay que destacar la importancia de analizar, no si unas estructuras de gobierno son mejores o peores que otras, sino en qué contextos una u otra estructura gobierno puede resultar más adecuada. Por tanto, la investigación ha de centrarse en analizar la relación entre el consejo de administración y el desempeño de la empresa en contextos determinados y evitar el establecimiento de conclusiones universales acerca de la efectividad de las estructuras de gobierno, ya que bajo diferentes contextos de análisis los resultados serían difícilmente extrapolables.

La participación y el poder de los diversos agentes participantes en la empresa dependen del contexto en el que opere el consejo de administración. Aguilera *et al.* (2008) proporcionan un amplio marco de cómo el contexto institucional afecta a la idoneidad de una u otra práctica alternativa de gobierno, incluyendo la interdependencia entre la organización y el entorno institucional. Estos

autores señalan que una aproximación contextual para comprender los consejos de administración requiere el análisis de la influencia de su contexto institucional.

El siguiente capítulo de esta tesis doctoral se centra en el análisis contextual de los consejos de administración en aras a comprender cómo los cambios en el contexto revelan diferencias en las prácticas, estructuras, procesos y eficiencia del consejo de administración y en su relación con el desempeño corporativo. Las aplicaciones llevadas a cabo pondrán de relieve la relevancia del contexto de análisis. Para ello, la consideración de diversos factores contingentes permitirá evaluar la idoneidad o no de las "pautas universales" de buen gobierno difundidas en los últimos años. En particular, como se expone en el siguiente capítulo, el contexto de análisis seleccionado es el de estructura de propiedad concentrada, caracterizado por la presencia de grandes accionistas de control.

CAPÍTULO III

APLICACIONES EMPÍRICAS:

CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN, GRANDES ACCIONISTAS DE CONTROL Y DESEMPEÑO FINANCIERO EN EL SUR DE EUROPA

"Ciencia es todo aquello sobre lo cual siempre cabe discusión"

José Ortega y Gasset

1. INTRODUCCIÓN
2. LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD EN ALGUNOS PAÍSES DEL SUR DE EUROPA
3. LA ESTRUCTURA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN EN LA EMPRESA FAMILIAR *VERSUS* NO FAMILIAR: EVIDENCIA EMPÍRICA EN ESPAÑA
   3.1. Artículo original
4. BOARD INDEPENDENCE AND FIRM PERFORMANCE IN SOUTHERN EUROPE: A CONTEXTUAL AND CONTINGENCY APPROACH
   4.1. Resumen en español
   4.2. Artículo original
5. BOARD CHARACTERISTICS AND FIRM PERFORMANCE IN PUBLIC FOUNDER AND NONFOUNDER-LED FAMILY BUSINESSES
   5.1. Resumen en español
   5.2 Artículo original

1. INTRODUCCIÓN

En el primer capítulo de esta tesis doctoral hemos realizado una revisión general de las bases del gobierno corporativo desde una perspectiva *law and finance*. De este modo, hemos descrito de forma pormenorizada el estado del arte en la investigación sobre el gobierno de las sociedades, prestando especial atención a las reformas en la materia llevadas a cabo en los últimos años, y enfatizando el papel del entorno legal e institucional en el diseño de las estructuras de gobierno, así como su relación con la protección legal de los inversores. La identificación de los motivos que llevan a la adopción de buenas prácticas de gobierno y las debilidades que caracterizan las reformas llevadas a cabo han dado pie al planteamiento del segundo capítulo, en el que se ha profundizado en el estudio del mecanismo supremo de control interno de las sociedades y al que van dirigidas gran parte de las recomendaciones diseñadas en las últimas décadas, el consejo de administración. La revisión de la literatura teórica y empírica existente ha permitido identificar las

limitaciones de las investigaciones previas y ha servido de base para el desarrollo de las aplicaciones empíricas que se presentan en este tercer capítulo.

A partir de los planteamientos expuestos en los dos capítulos anteriores, el presente capítulo pretende analizar la influencia conjunta de los mecanismos de gobierno, en particular de la estructura de propiedad y del consejo de administración, en el desempeño de la empresa, en un entorno en el que la protección que la ley ofrece a los inversores es débil. Tradicionalmente, se han estudiado estos elementos de control interno asumiendo la independencia entre ellos, siendo escasos los trabajos que han realizado un análisis integrado de los mismos (Coles *et al.*, 2001). Sin embargo, los mecanismos de gobierno a disposición de la empresa para controlar a la dirección no funcionan de manera independiente, sino que se sustituyen o complementan entre sí (Barkema y Gómez-Mejía, 1998; Bhagat y Jefferis, 2002). En este sentido, un aspecto clave que determina las necesidades de supervisión y asesoramiento de una empresa por parte del consejo de administración es su estructura de propiedad, en particular la tipología de sus accionistas. La presencia de accionistas significativos de control podría restar importancia a la labor supervisora del consejo. Es decir, un alto control por parte de la propiedad implicaría un menor potencial de control por parte del consejo. En los últimos años ha comenzado a emerger una corriente de investigación teórica y empírica que considera la interacción entre las distintas formas de control a disposición de la empresa (Agrawal y Knoeber, 1996; Coles *et al.*, 2001; Bhagat y Jefferis, 2002; Berry *et al.*, 2006; Firth *et al.*, 2002; Wintoki, 2007), vinculando el efecto que ejerce dicho control con los resultados empresariales, si bien la evidencia empírica al respecto no ofrece resultados concluyentes.

Por otro lado, la mayor parte de la evidencia empírica se ha basado en empresas con estructuras de propiedad dispersa, propias de los modelos de control corporativo de Estados Unidos y Reino Unido. Poco se sabe sobre la interrelación propiedad- funcionamiento de los consejos de administración en otros contextos geográficos. A lo largo de los últimos años, diversos estudios han demostrado que las estructuras de propiedad difusa no predominan tanto como sugieren los argumentos de Berle y Means (1932), revelando la importancia que detentan la mayor parte de

los tejidos empresariales de todo el mundo las estructuras de propiedad concentradas, en las que existen grandes accionistas de control cuya identidad es, en muchas ocasiones, familiar. La evidencia contrastada de la existencia de accionistas significativos que ostentan el control de las empresas requiere analizar si la identidad de los mismos tiene repercusiones en el comportamiento corporativo de la empresa. Una estructura accionarial concentrada, propia de los países del sur de Europa, donde el capital social de la empresa se encuentra repartido entre uno o varios accionistas mayoritarios, supone un importante mecanismo de supervisión y control de la actuación directiva, ya que los grandes accionistas poseen mayores incentivos y mayor poder para evaluar a los directivos que los grupos de accionistas minoritarios. Tanto el tamaño de su inversión como los beneficios que pueden obtener de dicha supervisión, compensan los costes en los que tienen que incurrir. En cambio, los accionistas minoritarios poseen escasos incentivos para supervisar y evaluar la labor directiva, puesto que las ganancias esperadas de la supervisión no superan los costes asociados, ni compensan el esfuerzo de coordinación que conlleva la actuación colectiva de todos ellos (Cuervo, 2002).

En el siguiente apartado se describe la estructura de propiedad característica del sur de Europa en el período 2001-2010 en su doble dimensión cuantitativa (grado de concentración) y cualitativa (identidad de los accionistas), poniéndose de relieve el peso significativo de los inversores familiares como accionistas de control mayoritario y de los inversores institucionales como segundos accionistas significativos, así como el empleo de estructuras de propiedad piramidales que permiten la discrepancia entre los derechos de voto o control y los derechos de propiedad o *cash-flow*.

Los apartados tercero, cuarto y quinto presentan tres artículos científicos publicados en revistas de impacto internacional, constando cada uno de ellos de los siguientes apartados: introducción, revisión de la literatura y formulación de hipótesis de contraste, metodología, principales resultados y conclusiones. La relación entre diversas características de los consejos de administración ligadas al buen gobierno empresarial y el desempeño de la empresa son analizados a partir de un enfoque contextual, con el objetivo común de contribuir a encontrar una solución

al gobierno de las sociedades cotizadas. En particular, los trabajos se centran en el efecto moderador que tienen en dicha relación diversas variables contextuales, analizando relaciones lineales y cuadráticas y utilizando diferentes enfoques teóricos y metodológicos que permiten solventar las limitaciones de las investigaciones previas en materia de gobierno corporativo.

El **primer artículo**, titulado "Estructura del consejo de administración en la empresa familiar *versus* no familar: Evidencia empírica en España", está publicado en la Revista Española de Financiación y Contabilidad (2010), cuyos indicios de calidad pueden consultarse en el anexo de esta tesis doctoral. Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en el XIX Congreso Nacional de la Asociación Española de Economía y Dirección de Empresas (ACEDE) en Toledo en Septiembre de 2009; en el XV Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) en Valladolid en Septiembre de 2009, donde fue galardonado con el "Premio Especial a las Mejores Comunicaciones"; y en las Jornadas de Investigación sobre Pequeñas y Medianas Empresas e Iniciativa Empresarial, Organizado por la Universidad Carlos III de Madrid en Diciembre de 2009, donde recibió una "Mención de Calidad" otorgada por los presidentes de las mesas y los miembros del consejo editorial de la Revista Internacional de la Pequeña y Mediana Empresa.

En este primer artículo se ha seleccionado el mercado español como contexto de análisis. La formulación de las hipótesis de contraste se desarrolla bajo un enfoque multiteórico que considera los postulados de las teorías de agencia y de dependencia de recursos como complementarias en lugar de mutuamente excluyentes, permitiendo extender el análisis más allá de la tradicional función supervisora del consejo de administración para tener en cuenta también su función de asesoramiento. De esta forma, se contrasta la existencia de relaciones cuadráticas entre distintas características del consejo de administración y dos medidas de valor de mercado de la empresa, comparándose los resultados obtenidos para la muestra en su conjunto con los de los dos subgrupos creados en función de la identidad familiar o no del accionista de control mayoritario. La técnica econométrica utilizada permite solventar el tradicional problema de endogeneidad presente en los estudios de

gobierno corporativo. El trabajo pone de manifiesto la influencia de la dimensión cualitativa de la estructura de propiedad, en particular de la identidad familiar del accionista de control mayoritario, sobre la configuración óptima del consejo de administración, así como el efecto que dicha configuración tiene en la creación de valor de la organización.

El **segundo artículo**, titulado *"Board independence and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach"*, ha sido aceptado para su publicación en la revista *Journal of Management & Organization (forthcoming)*, cuyos indicios de calidad pueden consultarse en el anexo de esta tesis doctoral. Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en el 10th INFINITI Conference on International Finance (*Finance towards 2020: Will the next 10 years be different?*), organizado por el Trinity Collegue de Dublín, en Irlanda en Junio de 2012, y en la International Conference on Business and Economics, organizado por la Social Science Research Society, en Turquía, Agosto de 2012.

En este trabajo se extiende el análisis realizado en el primer artículo para el mercado español a un entorno internacional de protección legal débil. La formulación de las hipótesis de contraste se desarrolla al amparo de las teorías de agencia y del servidor. La adopción de este enfoque multiteórico nos permite contemplar distintos comportamientos humanos en función de la identidad del accionista de control mayoritario, combinándose la visión meramente económica de la teoría de agencia con la visión pro-organizacional de la teoría del servidor. De esta forma, se extiende el análisis más allá de la divergencia de intereses entre propietarios y directivos y entre accionistas mayoritarios y minoritarios, y se analiza también la posible alineación de intereses entre los distintos partícipes en la empresa en función de la identidad del accionista de control mayoritario. El trabajo pone de relieve el efecto moderador que ejerce el comportamiento de agencia o de servidor del accionista de control mayoritario sobre el nivel óptimo de independencia del consejo de administración, demostrándose que una mayor independencia no es siempre una solución óptima al problema de gobierno corporativo, sino que depende del contexto de análisis. Para la contrastación empírica se utiliza una metodología, un horizonte temporal y una medida de performance diferentes a las consideradas en el

artículo anterior, así como tres indicadores de la independencia del consejo.

El **tercer artículo**, titulado "*Board characteristics and firm performance in public founder and nonfounder-led family businesses"* está publicado en la revista *Journal of Family Business Strategy* (2011), cuyos indicios de calidad pueden consultarse en el anexo de esta tesis doctoral. Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en la *10th Annual IFERA World Family Business Research Conference* (*Long Term Perspectives on Family Business: Theory, Practice, Policy*), organizado por la *International Family Enterprise Research Academy*, en Lancaster (Reino Unido) en Julio de 2010, donde fue galardonado con el premio de investigación *"Jeff Rothstein Award for the most creative paper",* otorgado por el *Family Firm Institute y por Hubler Family Business Consultants*, y finalista al premio *"University of Alberta Best Research Paper Award"*. También fue presentado en el XX Congreso Nacional de la Asociación Española de Economía y Dirección de Empresas (ACEDE) en Granada en Septiembre de 2010, donde fue reconocido con el Premio Especial de la Sección de Empresa Familiar. Por último, fue ponencia invitada en la *Family Firm Institute Annual Conference* (*Family Enterprise: New Game? New Rules?*), celebrada en Chicago (Estados Unidos) en Octubre de 2010.

Los dos primeros artículos han puesto de relieve, mediante diferentes enfoques teóricos, diferentes muestras, diferentes técnicas econométricas y diferentes variables dependientes e independientes, el efecto moderador que ejerce la dimensión cualitativa de la estructura de propiedad sobre la estructura óptima de gobierno de las empresas cotizadas en entornos de protección legal débil. En este tercer trabajo se profundiza en el estudio del gobierno de las empresas cuyo accionista de control mayoritario es una familia. En concreto, se analiza el efecto moderador que ejerce la etapa generacional en el diseño de las estructuras óptimas de gobierno y se introducen nuevas variables con respecto a los artículos anteriores. El trabajo pone de relieve que las actuales recomendaciones de buen gobierno pueden resultar no sólo ineficaces, sino incluso contraproducentes, en el contexto de las empresas familiares del sur de Europa, la relevancia de la presencia del socio fundador o de los descendientes en los órganos de control y dirección, así como las limitaciones de la

teoría de agencia para explicar la realidad de estas organizaciones empresariales, en las que, a pesar de su naturaleza cotizada, conviven dos dimensiones, la empresarial y la familiar.

2. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD EN ALGUNOS PAÍSES DEL SUR DE EUROPA

Como se ha expuesto en el primer capítulo de esta tesis doctoral, Italia y España están encuadrados dentro de la tradición legal del derecho civil y, por tanto, cuentan con una protección legal al invesor débil, mercados de capitales poco desarrollados, altos niveles de concentración de la propiedad y estructuras de propiedad piramidales (La Porta *et al.*, 1997, 1998). En este contexto institucional, cabe esperar la existencia de altos beneficios privados de control y una alta probabilidad de expropiación de los intereses de los accionistas minoritarios por parte de los grandes accionistas de control (Zingales, 1994; Bragantini, 1996; Villalonga y Amit, 2006).

Siguiendo la metodología de las cadenas de control, inicialmente desarrollada por La Porta *et al.* (1999) y posteriormente utilizada por Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), entre otros, identificamos al último propietario de una muestra de empresas de Italia y España que tienen una estructura de propiedad concentrada. Aunque la utilización de esta metodología no aporta nuevas evidencias en cuanto al alto nivel de concentración de la propiedad existente en las dos economías seleccionadas, sí que contribuye a la descripción de la dimensión cualitativa de la estructura de propiedad, esto, a la identidad de los propietarios últimos de las empresas. Esta metodología permite comprender las relaciones de propiedad existentes en la mayoría de países, dado que las empresas suelen estar controladas a través de un encadenamiento jerárquico de sociedades. Mediante su empleo evitamos la atribución del control de una compañía a un accionista que no se sitúa al final de las relaciones de propiedad, lo que podría ser especialmente grave en entornos de propiedad concentrada, donde los aspectos cualitativos asociados a la propiedad pueden ser un factor determinante para entender el comportamiento y los objetivos corporativos (Thomsen y Pedersen, 2000; Cuervo, 2002; Santana-Martín y Aguiar,

2006). Además, como se expondrá posteriormente, esta metodología nos permite la identificación de estructuras de propiedad piramidales y el cálculo no sólo de los derechos de voto o de control, sino también de los derechos de propiedad o de *cash flow*[19].

La selección de la muestra se ha realizado a partir de la base de datos Amadeus. Se ha partido de las empresas españolas e italianas cotizadas en el período 2001-2010, excluyéndose las financieras[20]. Para cada uno de los años objeto de análisis se han seleccionado aquellas empresas que cuentan con un último propietario a través del último eslabón de la cadena de control. Siguiendo la literatura previa (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002; Volpin, 2002; Santana-Martín y Aguiar, 2006; Sacristán-Navarro *et al.*, 2011) se ha considerado que una empresa tiene último propietario cuando éste posee, directa o indirectamente, al menos un 20% de los derechos de control[21]. Muchas de las empresas han cotizado en bolsa durante el perídodo completo; sin embargo, otras han empezado a cotizar después de 2001 o han salido de cotización antes de 2010. Para ser incluidas en la muestra final, además de tener un último propietario con al menos el 20% de los derechos de control cuya identidad hayamos podido identificar, se ha exigido que hayan cotizado durante al menos 5 años consecutivos durante el perídodo 2001-2010 y que la naturaleza de su último propietario haya permanecido constante también durante al menos 5 años. De acuerdo con estos criterios, la muestra final está formada por 2433 observaciones correspondientes a 295 empresas.

Para el análisis de las cadenas de control de las empresas y la identifiacción

[19] A lo largo del resto del capítulo, los términos derechos de voto o derechos de control, y derechos de propiedad o *cash flow*, se emplearán indistintamente.

[20] El sector financiero ha sido excluido de la muestra porque éste cuenta con su propia regulación y las particularidades de su gobierno corporativo son muy específicas.

[21] Las publicaciones previas de García-Ramos y García Olalla, tres de las cuales se presentan en la siguiente sección de este capítulo, se han basado en un nivel de control del 25% justificado por dos argumentos. En primer lugar para tratar de ajustarlo a las estructuras de propiedad más concentradas existentes en países como España e Italia, y en segundo término, para adoptar la definición oficial de Empresa Familiar, aprobada el 7 de Abril de 2008 por las dos principales instituciones internacionales que representan a la Empresa Familiar, el Grupo Europeo de Empresas Familiares (GEEF) en Bruselas, y el *Board* de la *Family Business Network* en Milán. Sin embargo, siguiendo la recomendación realizada por diversos revisores de revistas de impacto internacional a las cuales se han remitido nuevos trabajos derivados de esta tesis doctoral (y que se presentan en el último capítulo de la misma, en la sección de futuras líneas de investigación), se ha optado por utilizar como nivel de control un 20%.

del último propietario según la definición presentada ha sido necesaria la utilización de múltiples fuentes de información[22]. Así, se ha empleado la información que proporciona Amadeus sobre estructuras de propiedad, la publicada por las empresas en sus informes de gobierno corporativo, la procedente de prensa escrita y páginas webs de las empresas. Además, en muchas ocasiones ha sido necesario contactar con las empresas vía correo electrónico, tanto con las empresas objeto de análisis como aquellas situadas en distintos eslabones de la cadena de control. Muchas de las empresas situadas en eslabones intermedios de las cadenas de control son empresas no cotizadas, lo que ha dificultado la identificación del último propietario.

Siguiendo la metodología expuesta, se ha clasificado la identidad del último propietario de las empresas en 5 categorías:

- Familias e individuos.
- Entidades financieras.
- Inversores institucionales[23].

[22] La selección de las distintas fuentes de información utilizadas responde a las sugerencias de distintos revisores de revistas de alto impacto internacional, tal como se ha comentado en la nota anterior. Aunque Amadeus proporciona información acerca de la estructura de propiedad de las empresas, tanto sobre las participaciones directas como indirectas, su cobertura en el caso de los países seleccionados es, en ocasiones, insuficiente y/o inapropiada. Amadeus también identifica al propietario final de una empresa, definido como el accionista que posee más del 24,9% de la compañía con ningún otro accionista único dueño de un porcentaje mayor. Por desgracia, en el caso de las estructuras de propiedad piramidales, cuando la cadena de control se divide en dos o más eslabones, esta base de datos sigue automáticamente sólo aquél que tiene el más alto porcentaje de participación, desechando, por lo tanto, las exploraciones a través de cadenas múltiples de control y propiedades cruzadas. Además, el titular final no se especifica (se clasifica como "desconocido") siempre que el accionista no está registrado o lo está, pero su porcentaje de participación no se informó en ningún momento a lo largo de la cadena de control. Por todo lo expuesto, ha sido necesario recurrir a fuentes de información adicionales para hacer un riguroso seguimiento de las participaciones directas e indirectas y proceder al cálculo manual de los porcentajes de propiedad y control para cada empresa y para cada uno de los años objeto de análisis. Esta forma de proceder ha sido especialmente relevante a la hora de identificar a los propietarios de naturaleza familiar, donde ha sido necesario un análisis de los apellidos de los accionistas y la identificación de vínculos familiares políticos (matrimonios). La ampliación de fuentes de información ha permitido poder trabajar con una muestra de empresas más extensa.

[23] La literatura financiera ha clasificado como institucionales un amplio abanico de inversores (Dong y Ozkan, 2008). Las diferencias entre unos y otros conducen a diferentes actitudes hacia los problemas de gobierno a los que se enfrentan las empresas en las que poseen acciones y, por tanto, a diferentes influencias en el valor corporativo. El trabajo seminal de Pound (1988) propone tres hipótesis acerca de la relación entre el desempeño empresarial y la propiedad de los inversores institucionales: supervisión efectiva, conflicto de interés y alineamiento estratégico. A partir de estas tres hipótesis, Brickley *et al.* (1988), Kochhar y David (1996) y Bhattacharya y Graham (2007) clasifican a los inversores institucionales en dos grupos: resistentes a la presión y sensibles a la presión. Por un lado,

- Organismos públicos.
- Empresas no financieras.

Las empresas controladas por un último propietario pueden tener distintas estructuras de control. Siguiendo a Santana-Martín y Aguiar (2006) podemos diferencias entre:

- Estructura de propiedad directa: cuando no existe niguna empresa entre el último propietario de los derechos de voto y la compañía objeto de análisis.

- Estructura de propiedad compleja: cuando existe, al menos, una empresa entre el último propietario y la compañía objetivo de análisis. Las estructuras de propiedad compleja, a su vez, pueden clasificarse en función de la discrepancia que creen entre los derechos de control y los derechos de *cash flow*. Atendiendo a este criterio es posible diferenciar entre:

    - Estructuras no piramidales: cuando, a pesar de la existencia de una o más empresas entre aquella objeto de análisis y el último propietario, este último posee los mismos derechos de voto que de *cash flow*. Estas estructuras pueden estar compuestas por uno o más eslabones de control y por una o más cadenas de control.

    - Estructuras piramidales: cuando la existencia de empresas entre aquella objeto de análisis y el último propietario hace posible que los derechos de control de este último excedan sus derechos de *cash flow*. Al igual que las estructuras no piramidales, pueden estar compuestas de unos o más eslabones y de una o más cadenas de control.

---

los inversores resistentes a la presión son inversores institucionales que sólo mantienen una relación de inversión con las empresas en las cuales poseen acciones. En este grupo se incluyen los fondos de pensiones, los fondos de inversión, las empresas de capital-riesgo. Estos inversores son más independientes con respecto a la empresa. Por otro lado, los inversores institucionales sensibles a la presión suelen tener tanto una inversión como una relación empresarial con la empresa. Dentro de este grupo se incluyen las acciones de las compañías de seguros, los bancos y entidades financieras no bancarias (fideicomisos). La capacidad de estos inversores para supervisar se ve debilitada por el hecho de mantener simultáneamente relaciones empresariales y financieras con la empresa (Brickley *et al.*, 1988). La definición adoptada en este trabajo responde a esta clasificación. Así, el grupo de inversores denominados institucionales son los resistentes a la presión, mientras que los sensibles a la presión serían aquellos clasificados como entidades financieras.

Así por ejemplo, si una familia es el principal accionista de la empresa A con un 20% de los derechos de voto, y la empresa A posee un 25% de la empresa B, la empresa B está controlada por la familia para un nivel de control del 20%, ya que posee un último propietario que controla la empresa B indirectamente a través de otra compañía. Sin embrago, si el nivel de control utilizado fuera del 25% en lugar del 20%, podríamos decir que la empresa B estaría controlada directamente a través de la empresa de propiedad dispersa A.

La situación descrita representa un ejemplo de una estructura de propiedad piramidal para un nivel de control del 20%. Como se ha comentado, las estructuras piramidales implican una discrepancia entre los derechos de control y los derechos de *cash flow*. En el ejemplo anterior, la familia tiene el 20% de los derechos de voto, que vienen definidos por el eslabón más débil a lo largo de la cadena de control (mínimo [0.20, 0.25]), y el 5% de los derechos de *cash flow*, que vienen dados por el producto de los niveles de propiedad a través de los distintos eslabones de la cadena de control (0.20*0.25). Por tanto, si la familia poseyera el 100% de los derechos de voto de la empresa A, no podríamos hablar de estructura de propiedad piramidal, puesto que no existiría una discrepancia entre los derechos de control y los derechos de *cash flow*, sino que ambos serían de un 25% ((mínimo [1, 0.25]) y (1*0.25)).

En numerosas ocasiones las estructuras de propiedad analizadas son aún más complejas, dado que las empresas son controladas a través de múltiples cadenas de control. En el ejemplo anterior, si la familia controlara de forma directa un 10% de los derechos de la empresa B, sus derechos de control sobre la empresa B serían de un 30% (mínimo [0.20, 0.25] + 0.10), y sus derechos de *cash flow* de un 15% ((0.20*0.25) + 0.10).

Por tanto, el empleo de estructuras piramidales da lugar a una discrepacncia entre los derechos de voto o control y los derechos de *cash flow*[24]. De esta forma, las estructuras piramidales permiten al accionista de control diluir los derechos de voto

[24] Los derechos de propiedad y control pueden diferir debido a la existencia de pirámides, múltiples cadenas de control, propiedad cruzada y acciones duales, que proveen diferentes derechos de voto para derechos dados de *cash flow* (desviación del criterio una acción - un voto). En Italia y España la forma legal comúnmente utilizada para conseguir una discrepancia de los derechos de control y *cash flow* con las estructuras piramidales (Volpin, 2002; Santana-Martín y Aguiar, 2006).

de los accionistas minoritarios sobre muchas empresas, y concentrar su propio derecho de voto en la cumbre de la pirámide, obteniendo el control sobre un amplio rango de activos con una pequeña inversión de capital (La Porta *et al.*, 1999; Almeida y Wolferson, 2006).

Para cada una de las empresas de la muestra hemos calculado, año a año, los derechos de control y los derechos de *cash flow* del último propietario. Además, para el segundo y tercer accionista hemos calculado los derechos de control. Tanto para el último propietario como para el segundo y tercer accionista, hemos identificado su identidad según los cinco grupos definidos.

En la Tabla III.1 se muestra la identidad del último propietario para cada uno de los años analizados. Para el período en su conjunto, un 69,87% de las empresas de la muestra tienen como último propietario a un individuo o a una familia, porcentaje que ha permanecido relativamente constante a lo largo de los 10 años objeto de análisis. Con el objetivo de diferenciar entre familias o individuos, se ha procedido al análisis manual de apellidos para cada uno de los años seleccionados, exigiéndose para ser considerado como familiar la participación de al menos dos familiares en alguna de las tres dimensiones básicas de la empresa: la propiedad a lo largo de toda la cadena de control, el equipo directivo y/o el consejo de administración. Siguiendo este criterio, un 9.30% de las empresas tienen como último propietario a un individuo, puesto que no hemos identificado a ningún otro familiar a lo largo de la cadena de control, en el equipo directivo o en el consejo de administración.

Un 9,49% de las empresas de la muestra tienen como último propietario a una entidad financiera, siendo la tendencia decreciente a lo largo del período. Los entes públicos también han seguido una tendencia decreciente como últimos propietarios de las empresas de la muestra, representando para el perídodo en su conjunto el 9,49% de las empresas de la muestra. El mismo porcentaje representan las empresas cuyo último propietario es una empresa no financiera, aunque la tendencia en este caso ha sido creciente a lo largo del período 2001-2010. Finalmente, un 2,37% de las empresas de la muestra tienen como último propietario un inversor institucional, con una tendencia creciente en los diez años analizados.

Tabla III.1. Identidad del último propietario

Último propietario	Familia/ Individuo	Entidad financiera	Inversor institucional	Ente público	Empresa no financiera
2001	68,48%	11,96%	0,54%	11,41%	7,61%
2002	67,86%	12,24%	0,51%	11,22%	8,16%
2003	69,19%	11,37%	0,95%	10,43%	8,06%
2004	69,91%	11,06%	0,88%	10,62%	7,52%
2005	70,12%	9,96%	1,20%	10,36%	8,37%
2006	70,00%	9,31%	2,07%	9,66%	8,97%
2007	69,58%	9,09%	2,45%	9,79%	9,09%
2008	69,57%	9,06%	2,54%	9,42%	9,42%
2009	69,81%	9,06%	2,64%	9,43%	9,06%
2010	69,35%	8,47%	2,82%	9,68%	9,68%
Total	69,15%	9,49%	2,37%	9,49%	9,49%

Fuente: Elaboración propia.

Los porcentajes anuales están calculados sobre el total de observaciones muestrales anuales, mientras que el porcentaje total está calculado sobre el total de empresas de la muestra.

En la Tabla III.2 se muestra la identidad del segundo accionista para cada uno de los años analizados. Los inversores institucionales representan, para el conjunto del período, alrededor de un 35%, con una presencia relativamente constante a lo largo de los diez años del período. Las empresas no financieras también han mantenido una presencia más o menos estable, representando cerca de un 24% de los segundos accionistas de las empresas analizadas. Las entidades financieras han disminuido su presencia, representando en su conjunto en torno a un 20%. Las familias e individuos han aumentado su peso como segundos accionistas, suponiendo en torno a un 18% de media para todo el período. Por último, los entes públicos representan menos de un 3% y su participación como segundo accionista ha disminuido de 2001 a 2010.

En la Tabla III.3 se muestra la identidad del tercer accionista para cada período analizado. Los inversores de naturaleza institucional son los que tienen una presencia mayoritaria que, además, ha aumentado desde 2001 hasta 2010, representando en su conjunto casi un 40%. En segundo lugar se encuentran las entidades financieras, que han disminuido su presencia a lo largo del período, representando de media alrededor de un 27%. Cerca de un 19% de los terceros accionistas son empresas no financieras, cuya representatividad muestra una

tendencia creciente. La participación de familias e individuos también ha aumentado, suponiendo para la totalidad del período algo más de un 13%. Por último, los entes públicos han aumentado su participación como terceros accionistas, aunque apenas representan un 1%.

Tabla III.2. Identidad del segundo accionista

Segundo accionista	Familia/ Individuo	Entidad financiera	Inversor institucional	Ente público	Empresa no financiera
2001	15,29%	22,35%	34,71%	2,94%	24,71%
2002	14,84%	21,98%	35,71%	3,30%	24,18%
2003	16,84%	22,45%	34,18%	3,06%	23,47%
2004	15,38%	23,08%	34,62%	3,37%	23,56%
2005	17,03%	21,83%	34,06%	3,06%	24,02%
2006	18,22%	20,82%	33,83%	2,60%	24,54%
2007	19,33%	20,82%	32,34%	2,60%	24,91%
2008	19,92%	18,39%	34,48%	2,68%	24,52%
2009	20,80%	18,80%	34,40%	2,80%	23,20%
2010	20,76%	18,64%	36,02%	2,54%	22,03%
Total	17,84%	20,92%	34,44%	2,90%	23,91%

Fuente: Elaboración propia.

Los porcentajes anuales están calculados sobre el total de observaciones muestrales anuales, mientras que el porcentaje total corresponde a la media del período.

En la Tabla III.4 se muestran los derechos de control del primer, segundo y tercer accionista a lo largo del período 2001-2010. Como puede observarse, las tres medidas de control utilizadas han mostrado una tendencia estable a lo largo de los diez años analizados. La tabla muestra que los derechos de control en manos del primer accionista (último propietario) se sitúan en torno al 50,59% utilizando como medida la media a lo largo de todo el período. Los derechos de control en manos del segundo accionista presentan un valor medio del 7,95% y, por tanto, entre el primer y el segundo accionista poseen en torno al 58,54% de los derechos. Considerando al tercer accionista, éste controla, de media, un 3,6% de los derechos, con lo que el agregado de derechos en manos de los tres primeros accionistas se sitúa por encima del 62%.

Tabla III.3. Identidad del tercer accionista

Tercer accionista	Familia/ Individuo	Entidad financiera	Inversor institucional	Ente público	Empresa no financiera
2001	10,60%	31,79%	38,41%	0,66%	18,54%
2002	11,59%	32,93%	36,59%	0,61%	18,29%
2003	12,57%	33,71%	35,43%	0,57%	17,71%
2004	12,90%	31,72%	36,56%	1,08%	17,74%
2005	14,49%	28,99%	38,65%	1,45%	16,43%
2006	15,26%	26,10%	41,37%	1,20%	16,06%
2007	14,57%	23,62%	42,52%	1,18%	18,11%
2008	13,01%	21,95%	41,46%	1,22%	22,36%
2009	13,48%	20,00%	43,04%	1,30%	22,17%
2010	14,88%	19,07%	44,65%	1,40%	20,00%
Total	13,33%	26,99%	39,87%	1,07%	18,74%

Fuente: Elaboración propia.

Los porcentajes anuales están calculados sobre el total de observaciones muestrales anuales, mientras que el porcentaje total corresponde a la media del período.

En la Tabla III.5 se muestran los derechos de control del primer, segundo y tercer accionista según la identidad del último propietario (primer accionista). Como se ha comentado anteriormente, los últimos propietarios de naturaleza institucional representan un pequeño porcentaje entre las empresas de la muestra. Sin embargo, son los que mayores derechos de voto acumulan, con una media superior al 64%. Le siguen los últimos propietarios de naturaleza familiar, con más de un 52% de los derechos de control, y las empresas no financieras, con más de un 50%. Los últimos propietarios que menores derechos de voto detentan son las entidades públicas y las financieras, con algo más del 40% de los derechos. Es precisamente en estos dos casos cuando los segundos accionistas representan un mayor porcentaje de derechos de voto, un 9,51% cuando el último propietario es una entidad financiera y un 8,88% cuando el último propietario es un ente público.

Un 40% de las empresas de la muestra presentan estructuras de propiedad piramidales. En la Tabla III.6 se muestra el empleo de pirámides según la identidad el último propietario. Un 48% de las empresas que tienen como último propietario un individuo o una familia utilizan pirámides. Este porcentaje es de un 38% en el caso de los entes públicos y de un 25% en el de las entidades financieras. El empleo de pirámides es significativamente menor cuando el último propietario es un inversor

institucional o una empresa no financiera, con unos porcentajes del 12% y del 8% respectivamente.

Tabla III.4. Derechos de control del último propietario y del segundo y tercer accionistas en el período 2001-2010

año		Último propietario	Dos primeros accionistas	Tres primeros accionistas
2001	Media	51,16%	58,76%	62,06%
	Mediana	51,00%	59,89%	62,21%
	Desv. típica	18,97%	18,80%	18,81%
2002	Media	50,96%	58,58%	62,09%
	Mediana	51,00%	59,66%	62,37%
	Desv. típica	18,60%	18,49%	18,65%
2003	Media	50,88%	58,50%	62,08%
	Mediana	50,99%	58,99%	62,30%
	Desv. típica	18,83%	18,47%	18,47%
2004	Media	50,05%	57,53%	60,89%
	Mediana	50,09%	57,94%	61,17%
	Desv. típica	18,57%	18,32%	18,24%
2005	Media	49,91%	57,51%	60,88%
	Mediana	50,10%	57,63%	61,19%
	Desv. típica	18,63%	18,42%	18,50%
2006	Media	49,91%	57,62%	61,12%
	Mediana	50,31%	58,84%	61,62%
	Desv. típica	17,83%	17,34%	17,48%
2007	Media	50,25%	58,40%	62,23%
	Mediana	51,00%	59,47%	62,12%
	Desv. típica	17,37%	16,87%	16,95%
2008	Media	51,21%	59,51%	63,35%
	Mediana	50,68%	60,09%	62,93%
	Desv. típica	18,09%	17,66%	17,70%
2009	Media	50,53%	58,92%	62,59%
	Mediana	50,08%	60,09%	63,34%
	Desv. típica	18,32%	17,90%	17,74%
2010	Media	51,36%	60,05%	63,94%
	Mediana	50,65%	61,01%	63,97%
	Desv. típica	18,97%	17,99%	17,99%
Total	Media	50,59%	58,54%	62,13%
	Mediana	50,58%	59,41%	62,14%
	Desv. típica	18,35%	17,95%	17,98%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla III.5. Derechos de control del último propietario y del segundo y tercer accionistas según la identidad del último propietario

Identidad último propietario		Último propietario	Dos primeros accionistas	Tres primeros accionistas
Familias/individuos	Media	52,53%	60,31%	63,93%
	Mediana	51,49%	60,60%	64,11%
	Desv. típica	17,33%	16,99%	17,15%
Entidades financieras	Media	41,94%	51,45%	56,02%
	Mediana	40,89%	53,61%	57,43%
	Desv. típica	17,06%	17,14%	17,65%
Inversores institucionales	Media	64,21%	71,56%	74,65%
	Mediana	78,77%	82,92%	83,49%
	Desv. típica	25,47%	19,87%	17,38%
Entes públicos	Media	44,13%	53,01%	55,78%
	Mediana	42,20%	53,88%	57,01%
	Desv. típica	18,43%	19,76%	19,73%
Empresas no financieras	Media	50,89%	57,64%	61,02%
	Mediana	51,00%	59,43%	61,95%
	Desv. típica	20,10%	18,98%	18,32%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla III.6. Utilización de estructuras de propiedad piramidales según la identidad del último propietario

Identidad último propietario	Estructura no piramidal	Estructura piramidal
Familias/Individuos	52,31%	47,69%
Entidades financieras	74,90%	25,10%
Inversores institucionales	88,37%	11,63%
Entes públicos	61,79%	38,21%
Empresas no financieras	92,42%	7,58%
Total	59,64%	40,36%

Fuente: Elaboración propia.

Una vez identificadas aquellas empresas que utilizan estructuras piramidales, se analiza la discrepancia entre los derechos de control y los derechos de *cash flow* (Tabla III.7.). En conjunto, los derechos de control de las empresas de la muestra que utilizan estructuras piramidales es de 49,43%, con una diferencia media con los derechos de *cash flow* del 19,72%. Teniendo en cuenta la dimensión cualitativa de la estructura de propiedad, las pirámides familiares son las que mayores derechos de control acumulan, con más de un 50%, y también las que presentan una mayor divergencia entre derechos de control y de *cash flow*, superior al 20%. Cuando los

últimos propietarios son entidades financieras, entes públicos o empresas no financieras, los derechos de control se sitúan en torno al 40% y los de *cash flow* en trono al 25%. Por último, los inversores institucionales que utilizan pirámides son los que menos derechos de control acumulan, alrededor de un 25, aunque la discrepancia entre derechos de control y *cash flow* es similar a la del resto de grupos.

Tabla III.7. Derechos de control y *cash flow* en las empresas que utilizan estructuras de propiedad piramidales, según la identidad del último propietario

Identidad último propietario		Derechos de control	Derechos de *cash flow*	Divergencia derechos de control y *cash flow*
Familias/Individuos	Media	51,26%	30,79%	20,56%
	Mediana	50,31%	28,48%	19,40%
	Desv. típica	15,90%	17,26%	12,51%
Entidades financieras	Media	40,69%	26,39%	14,30%
	Mediana	44,09%	22,72%	15,28%
	Desv. típica	10,26%	11,39%	09,51%
Inversores institucionales	Media	24,38%	7,36%	17,02%
	Mediana	23,54%	7,11%	16,43%
	Desv. típica	1,79%	0,54%	1,25%
Entes públicos	Media	41,91%	25,16%	16,75%
	Mediana	36,00%	26,60%	18,12%
	Desv. típica	18,25%	14,32%	6,89%
Empresas no financieras	Media	42,85%	25,55%	17,30%
	Mediana	41,60%	23,31%	21,96%
	Desv. típica	20,20%	9,18%	11,61%
Total	Media	49,43%	29,76%	19,72%
	Mediana	50,00%	26,97%	19,11%
	Desv. típica	16,39%	16,71%	11,98%

Fuente: Elaboración propia.

Analizando la evolución temporal (Tabla III.8.), los derechos de control han oscilado entre el 48,72% y el 50,57%, sin que se haya producido una variación significativa entre el comienzo y el final del período analizado. La discrepancia entre los derechos de control y *cash flow*, en cambio, han experimentado un leve descenso, situándose por encima del 21% en 2001 y por debajo del 18% en 2010.

Tabla III.8. Evolución anual de los derechos de control y *cash flow* en las empresas que utilizan estructuras de propiedad piramidales

Año		Derechos de control	Derechos de *cash flow*	Divergencia derechos de control y *cash flow*
2001	Media	50,57%	29,43%	21,30%
	Mediana	49,60%	26,74%	20,50%
	Desv. típica	17,00%	17,82%	11,07%
2002	Media	50,29%	29,56%	20,87%
	Mediana	49,60%	26,97%	20,32%
	Desv. típica	16,70%	17,26%	11,00%
2003	Media	49,10%	27,88%	21,34%
	Mediana	49,19%	26,46%	20,44%
	Desv. típica	16,47%	15,91%	11,27%
2004	Media	48,72%	27,46%	21,36%
	Mediana	48,61%	26,31%	20,32%
	Desv. típica	16,38%	15,52%	11,57%
2005	Media	48,93%	28,60%	20,42%
	Mediana	49,95%	26,74%	19,59%
	Desv. típica	17,23%	16,42%	12,09%
2006	Media	49,01%	29,80%	19,29%
	Mediana	50,05%	27,31%	18,30%
	Desv. típica	16,61%	16,68%	12,12%
2007	Media	49,58%	30,55%	19,12%
	Mediana	50,00%	29,07%	18,44%
	Desv. típica	15,44%	,16,12%	12,05%
2008	Media	49,46%	30,59%	18,96%
	Mediana	50,00%	26,97%	18,51%
	Desv. típica	15,64%	16,53%	12,27%
2009	Media	48,88%	30,55%	18,42%
	Mediana	49,78%	26,99%	17,47%
	Desv. típica	16,28%	17,20%	12,59%
2010	Media	50,21%	31,90%	17,93%
	Mediana	50,00%	26,97%	17,33%
	Desv. típica	17,21%	18,05%	12,72%

Fuente: Elaboración propia.

El argumento tradicional que se ha utilizado para explicar la existencia de estructuras de propiedad piramidales es que permiten la separación entre los derechos de control y *cash flow* y, por tanto, favorecen el atrincheramiento del accionista de control. En este sentido, una alta discrepancia entre ambos tipos de derechos justificaría este argumento teórico. En la Tabla III.9 se muestra la proporción de empresas que presentan estructuras piramidales según la indentidad del último propietario y por intervalos de discrepancia entre los derechos de control y *cash flow*.

Un 44,46% de las empresas con estructuras de propiedad piramidales presentan una discrepancia entre derechos de control y *cash flow* igual o superior al 20%, dando soporte empírico al posible atrincheramiento del accionista de control mayoritario. En particular, un 56,25% de las empresas no financieras, un 46,64% de las empresas familiares, un 36,17% de los entes públicos y un 21,51% de las entidades financieras ostentan el control corporativo a través de pirámides con una pequeña participación en el capital de la empresa.

Tabla III.9. Porcentaje de empresas que utilizan pirámides, por intervalos de discrepancia entre derechos de control y *cash flow* e identidad del último propietario

Identidad último propietario	Discrepancia ≤5%	Discrepancia ≤10%	Discrepancia ≥20%
Familias/Individuos	10,89%	19,39%	46,64%
Entidades financieras	22,95%	29,51%	29,51%
Inversores institucionales	00,00%	00,00%	00,00%
Entes públicos	02,13%	25,53%	36,17%
Empresas no financieras	37,50%	37,50%	56,25%
Total	11,18%	20,83%	44,46%

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, en otras empresas de la muestra se observa una pequeña discrepancia entre los derechos de control y *cash flow*, lo que sugiere que motivos diferentes de la separación del control y la propiedad estarían también detrás de la utilización de estructuras de propiedad piramidales (Almeida y Wolfenzon, 2006). En este sentido, existen empresas en las que el accionista de control tiene derechos de *cash flow* elevados, con una pequeña separación entre la propiedad y el control, en las que las pirámides no parecen ser un mecanismo para desviarse del criterio *"una acción, un voto"*. Alrededor de un 11,18% de las empresas de la muestra que usan pirámides tienen una separación de los derechos de voto y *cash flow* inferior al 5%. En concreto un 37,5% de las empresas no financieras, un 22,95 de las entidades financieras, un 10,89% de las empresas familiares y un 2,13% de los entes públicos.

Por tanto, las empresas con estructuras de propiedad piramidales pueden presentar separaciones entre la propiedad y el control más o menos elevadas, lo que sugiere que las pirámides tienden a ser creadas a lo largo del tiempo, siguiendo el

buen desempeño de las empresas existentes. Además, esto es consistente con la idea de que algunos accionistas mayoritarios utilizan estas estructuras para conseguir el control de diversas empresa pertenecientes al mismo grupo empresarial, en lugar de poseer directamente acciones de esas empresas a través de estructruras de propiedad horizontales, debido a que las pirámides pueden ofrecer ventajas en términos de rentabilidad y financiación cuando, por ejemplo, la protección legal al inversor es débil (Almeida y Wolfenzon, 2006). Este hallazgo apoya los estudios que encuentran ventajas compensatorias en este tipo de estructuras, que incluyen el alivio de las restricciones financieras de las empresas afiliadas y facilitan las inversiones. La protección legal baja provoca desviaciones de los flujos de efectivo. Estas desviaciones aumenta los beneficios privados del accionista de control, aunque a costa de los beneficios seguros. En las estructuras piramidales el accionista de control comparte los beneficios seguros con el resto de accionistas, mientras que en la estructura horizontal todos los beneficios seguros son para él, por lo que la desviación de los flujos de efectivo proporcionan al accionista de control una mayor rentabilidad. Además, los inversores externos anticipan la existencia de estas desviaciones y, por tanto, las decuentan a la hora de fijar la financiación que están dispuestos a proporcionar. Así, para el accionista de control resulta más rentable utilizar los fondos internos de las empresas existentes para la creación de nuevas empresas que recurrir a la financiación externa. Esto hace que la capacidad del accionista de control pueda utilizar todos los beneficios no distribuidos de las empresas del grupo existentes en la estructura piramidal se convierta en una ventaja de financiación.

3. LA ESTRUCTURA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN EN LA EMPRESA FAMILIAR *VERSUS* NO FAMILIAR: EVIDENCIA EMPÍRICA EN ESPAÑA

3.1. Artículo original

Estructura del Consejo de Administración en la Empresa Familiar *versus* No Familiar: Evidencia empírica en España *

The structure of Board of Directors in Family versus *Non-Family firms: Empirical evidence in Spain*

Rebeca García-Ramos **. Universidad de Cantabria.

Myriam García Olalla. Universidad de Cantabria

RESUMEN El objetivo de este trabajo es analizar la influencia de la dimensión cualitativa de la estructura de propiedad, en particular de la identidad familiar del accionista de control mayoritario, sobre la configuración óptima del Consejo de Administración, así como el efecto que dicha configuración tiene en la creación de valor de la organización. La técnica econométrica utilizada, el estimador de sistema del Método Generalizado de los Momentos, aplicada para un panel de empresas españolas familiares y no familiares cotizadas en el período 2001-2007, nos permite solventar el tradicional problema de endogeneidad presente en los estudios de gobierno corporativo. Los resultados obtenidos muestran las diferentes necesidades de supervisión y asesoramiento que tienen las empresas familiares con respecto a las de naturaleza no familiar y el consecuente efecto sobre las características estructurales y funcionales de sus consejos de administración. Entre las principales conclusiones encontramos que, a pesar de la creencia generalizada, los consejos pequeños e independientes no son siempre más eficientes.

PALABRAS CLAVE Consejo de Administración; Creación de Valor; Empresa Familiar Española; Datos de Panel; Endogeneidad.

ABSTRACT The aim of this paper is to analyze whether the qualitative dimension of the ownership structure, in particular the family identity of the controlling shareholder, influences the optimal configuration of the Board of Directors, as well as the effect that such configuration has on firm value creation. The econometric technique used, the system estimator of the Generalized Method of Moments, applied to a panel of Spanish family and non-family listed companies in the period 2001-2007, allows us to solve the traditional problem of endogeneity existing in studies of corporate governance. The results show how the need for advising and monitoring depends on the family nature of the controlling shareholder and, therefore, the optimal structure of the Board of Directors differs between the two classes of companies under consideration. Among the main conclusions, we found that, contrary to the widespread believe, smaller and more independent boards are not always more efficient.

KEYWORDS Board of Directors; Firm Value Creation; Spanish Family Firm; Panel Data; Endogenity.

* Los autores agradecen a los revisores anónimos su contribución a este trabajo.

* **Dirección para correspondencia:** Dirección para correspondencia: Rebeca García-Ramos, Departamento de Administración de Empresas, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Cantabria, Avenida de los Castros s/n, (39005) Santander, Cantabria, España. Tel. +34 942203922, Correo-e: rebeca.garciaramos@unican.es

Recibido 16-10-09 · Aceptado 08-06-10 · Copyright © 2001 Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas · ISSN: 0210-2412

1. INTRODUCCIÓN

La mayor parte de la literatura empírica existente en el ámbito del gobierno corporativo se ha centrado en empresas con estructuras de propiedad dispersas. Durante los últimos años, diversos estudios han demostrado que éstas no predominan tanto como sugieren los argumentos de Berle y Means (1932), revelando la importancia que tienen en la mayor parte de los tejidos empresariales las estructuras de propiedad concentradas en las que el accionista de control mayoritario tiene, en muchas ocasiones, naturaleza familiar. Algunos de los trabajos que han constatado la importancia de la empresa familiar son Shleifer y Vishny (1986), La Porta *et al*. (1999), Anderson y Reeb (2003), Anderson *et al.* (2003), Gómez-Mejía *et al*. (2003), Schulze *et al.* (2003) y Villalonga y Amit (2006) para el mercado norteamericano; Fernández y Nieto (2001), Faccio y Lang (2002), Galve y Salas (2003), Barontini y Caprio (2005) y Maury y Pajuste (2005) para el mercado europeo; Mok *et al.* (1992), Claessens *et al.* (2000) y Tsai *et al.* (2006) para el mercado asiático; y Anderson y Reeb (2003) y Mroczkowski y Tanewski (2007) para el mercado australiano.

Diversos factores motivan el desarrollo de trabajos que consideren conjuntamente la empresa familiar y el gobierno corporativo. La evidencia empírica reciente señala que el control familiar influye en la forma en que son utilizados los mecanismos internos de gobierno (Bartholomeusz y Tanewski, 2006), por lo que enmarcamos nuestro trabajo dentro del ámbito de estudio de uno de esos mecanismos, el Consejo de Administración. El papel desempeñado por éste va a tener una relevancia añadida en el caso de las empresas familiares con respecto a las no familiares, ya que, además de ocuparse de la interrelación empresa-propiedad, se va a tener que encargar de la interacción de dichas dimensiones con una variable adicional, la familia.

La creciente preocupación por encontrar modelos óptimos de gobierno ha generado un gran interés por la estructura y el funcionamiento de los consejos de administración. Así, han surgido numerosas recomendaciones acerca de su tamaño y su estructura, que se han materializado en *Códigos de Buen Gobierno*. Para el caso de España, el *Código Conthe* (2006) recomienda que, con el fin de lograr un funcionamiento eficaz y participativo, los consejos de las empresas cotizadas no tengan un tamaño inferior a cinco miembros ni superior a quince y que, al menos, una tercera parte de los consejeros sean independientes.

Desde el ámbito académico, la estructura de los consejos de administración y su impacto sobre la creación de valor de la empresa han sido abordados en numerosos estudios. La mayor parte de los mismos se han basado en una única función del consejo, la supervisión de la actuación directiva, señalando la necesidad de contar con consejos relativamente pequeños, activos y externos, incluso en las empresas con estructura de propiedad familiar (Corbetta y Salvato, 2004). La incorporación en el análisis de su función asesora arroja evidencias que sólo apoyan parcialmente estas recomendaciones, demostrando la superioridad de los consejos grandes y ejecutivos en determinados contextos de análisis en los que la función de asesoramiento puede ser más relevante que la de supervisión.

La estructura óptima del consejo está subordinada a las necesidades específicas de asesoramiento y supervisión que tiene la empresa, así como a los costes y beneficios asociados

a esas funciones (Linck *et al.,* 2008). Éstos no son homogéneos para todas las organizaciones, sino que dependen de determinadas características de las mismas, entre ellas sus restantes mecanismos de gobierno. Partiendo de este enfoque, nuestro principal objetivo es analizar si para una muestra de empresas españolas cotizadas en el período 2001-2007 existen diferencias significativas en el desempeño de las competencias atribuidas al consejo en función de la naturaleza familiar o no de la compañía y si aquéllas se traducen en la creación de valor de la organización.

Nuestro trabajo contribuye a la literatura existente en varios aspectos. En primer lugar, profundizamos en el conocimiento de la empresa familiar y en sus características distintivas con respecto a la no familiar, especialmente en sus prácticas de gobierno. A diferencia de la mayor parte de estudios sobre las organizaciones familiares de países europeos, que han utilizado criterios de propiedad independientes de las estructuras de gobierno, realizamos un análisis integrado en el que tenemos en cuenta ambas dimensiones. Además, utilizamos una metodología relativamente nueva y que ha sido empleada en escasos trabajos previos para la definición de la empresa familiar, la metodología de las cadenas de control.

Por otro lado, mediante la consideración conjunta de las funciones de supervisión y asesoramiento pretendemos conseguir una mejor comprensión del comportamiento de los consejos, para, en última instancia, determinar si su estructura óptima depende o no de la identidad familiar del accionista de control. Los resultados que se desprenden del análisis llevado a cabo pueden resultar de especial relevancia para las autoridades competentes en materia de elaboración de recomendaciones de buen gobierno, así como para los propietarios de empresas de naturaleza familiar.

Finalmente, con respecto a la técnica econométrica utilizada, nuestra elección viene motivada por la importancia de solventar varios problemas asociados a los estudios de gobierno corporativo, como la heterogeneidad inobservable y la potencial endogeneidad y heterocedasticidad de las variables exógenas consideradas, habitualmente omitidos en los trabajos empíricos existentes. Así mismo, demostramos la robustez y superior eficiencia de nuestras estimaciones, obtenidas con el estimador de sistema MGM en dos etapas para panel dinámico, con los reportados por otras metodologías alternativas tradicionalmente utilizadas en la literatura, como el estimador de mínimos cuadrados ordinarios y el estimador *within* de un modelo de efectos fijos.

A continuación, el trabajo se estructura de la siguiente manera: en el apartado segundo se revisa la literatura previa y se plantean las hipótesis; en el tercero se describe la muestra, así como la metodología y las variables empleadas; en el cuarto se presentan los principales resultados obtenidos; y se finaliza con las conclusiones y la bibliografía.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS DE PARTIDA

2.1. La estructura de propiedad familiar

La *Teoría de la Agencia* (Jensen y Meckling, 1976) asume que los problemas de riesgo moral y, por tanto, los costes de agencia son menores en las empresas con estructuras de propiedad

concentradas, dados los incentivos y mayor facilidad con la que los grandes accionistas pueden supervisar al equipo directivo. Si en éstas la dirección está en manos de los propietarios, como ocurre generalmente en las empresas familiares, se tenderá a eliminar el problema de agencia que deriva de la separación de la propiedad y el control. Los aspectos cualitativos ligados al nivel de propiedad, además de tener una especial trascendencia a la hora de determinar los conflictos de agencia a los que se va a enfrentar una determinada organización, influyen también en los objetivos que persigue. Los propietarios familiares se preocupan por la continuidad temporal de la empresa, a la que contemplan como un legado que transmitir de generación en generación, lo que les lleva a centrarse en horizontes temporales más largos que otro tipo de accionistas mayoritarios. Con el fin de mantener su negocio durante generaciones, pueden crear efectos altruistas (Dyer, 2003) que alineen los intereses de todos los participantes en el proceso de producción de valor, ya sean suministradores de capital y/o deuda, trabajo o de otros bienes y servicios [(1)]. De acuerdo con este argumento, la presencia de propietarios familiares y su horizonte de inversión mayor que los de las empresas con propiedad dispersa conducirán a reducir la discrecionalidad directiva, desembocando en un mayor valor de las compañías (Anderson y Reeb, 2003).

Sin embargo, las estructuras de propiedad concentradas y la presencia de grupos familiares pueden desencadenar otros problemas de gobierno. Cuando existen grandes accionistas, es más probable que surjan conflictos de intereses entre aquéllos y los minoritarios. En las empresas familiares, dadas sus mayores asimetrías informativas, la probabilidad de expropiación de los recursos corporativos es mayor, incluyendo la probabilidad de atrincheramiento de un equipo directivo familiar no cualificado (McVey *et al.,* 2005; Sacristán y Gómez, 2007). Además, debido a su mayor preocupación por conservar el control de la empresa, es frecuente la participación de los miembros de la unidad familiar en la alta dirección, lo que puede conducir a una subordinación de los objetivos empresariales a otros familiares, como mantener el control de la compañía, la independencia financiera o la armonía familiar. Estas distorsiones llevan a algunos autores a proponer la eliminación de las influencias familiares en el seno de la empresa mediante su profesionalización (Levinson, 1971). En cambio, otra corriente de la literatura sostiene que, partiendo de que en estas empresas el conocimiento específico sobre el negocio suele estar concentrado en unos pocos agentes, los propietarios familiares, resulta más eficiente asignarles la toma de decisiones de dirección y control (Fama y Jensen, 1983).

Por todo lo expuesto, la naturaleza familiar de los accionistas de control va a determinar las necesidades particulares de gobierno de este tipo de empresas, influyendo en la forma en la que utilizan los mecanismos internos de gobierno. Su consejo de administración se convierte en un órgano que tendrá características estructurales y funcionales distintivas con respecto a la empresa no familiar.

2.2. El consejo de administración

A partir de algunos trabajos previos (Raheja, 2005; Adams y Ferreira, 2007; Acero y Alcalde, 2008; Coles *et al.,* 2008; Andrés y Vallelado, 2008), clasificamos las responsabilidades

(1) En la terminología anglosajona estos participantes son conocidos con el nombre de *stakeholders*.

del Consejo de Administración en dos funciones principales [(2)], la de supervisión y la de asesoramiento. La estructura del consejo es un factor clave para el estudio de las funciones que desempeña (Huse 2005; Voordeckers *et al.,* 2007); así, determinadas características, como su tamaño, independencia y propiedad interna, reflejan la habilidad y capacidad de los consejeros para desempeñar eficientemente una u otra función, y, por tanto, cabe esperar que dicha composición influya sobre su eficiencia. En línea con la literatura empírica previa, aproximamos dicha eficiencia a través de la creación de valor de la empresa, bajo el argumento de que cuanto más eficiente sea el Consejo de Administración en el desempeño de sus funciones, mejor gobernada estará la empresa, lo que se traducirá en un mayor valor de la compañía (Daily y Dalton, 1993).

Para contrastar si existen diferencias significativas en el desempeño de sus competencias en función de la naturaleza familiar o no de la empresa y si dichas diferencias se traducen en la creación de valor, incorporamos en el análisis la dimensión cualitativa de la estructura de propiedad como posible mecanismo de gobierno sustitutivo del Consejo de Administración. Esperamos que las necesidades de supervisión y asesoramiento, así como los beneficios y costes asociados a dichas funciones, difieran entre empresas según la identidad familiar o no del accionista de control, lo que se verá reflejado en la estructura del consejo a través de las tres dimensiones consideradas, tamaño, independencia y propiedad interna.

2.2.1. *Hipótesis acerca de la dimensión del Consejo de Administración*

Desde la perspectiva de la función de supervisión, los consejos de administración deben ser reducidos. A pesar de que un mayor número de consejeros aumenta la capacidad supervisora, los consejos sobredimensionados conducen a un aumento de los costes asociados al conflicto del polizón y a los problemas de coordinación, control y flexibilidad en la toma de decisiones, lo que afecta negativamente a la eficiencia de la función de supervisión y se traduce en una menor creación de valor. La literatura empírica ha corroborado la existencia de una relación negativa entre la dimensión del consejo y diferentes medidas de la creación de valor (Yermack, 1996; Eisenberg *et al.,* 1998; Mínguez, 2005; Cheng, 2008).

La incorporación en el análisis de la función asesora permite comprender por qué siguen existiendo consejos grandes, a pesar de la evidencia contrastada acerca de su efecto negativo en términos de supervisión. Un mayor número de miembros aporta a la empresa más capital humano, de tal forma que aumenta la información y el conocimiento específico sobre el negocio a disposición del consejo, contribuyendo al eficiente desempeño de su función asesora y, por tanto, a una mayor creación de valor. Como señalan Andrés y Rodríguez (2008), esta hipótesis es razonable si mayor número de consejeros (mayor tamaño) se asocia con mayor conocimiento y asesoramiento. Estudios recientes han demostrado que bajo determinados contextos en los que la función de asesoramiento cobra más importancia que la de supervisión, los consejos de mayor tamaño son más eficaces (Adams y Ferreira, 2007; Coles *et al.,* 2008; Andrés y Rodríguez, 2008; Harris y Raviv, 2008; Linck *et al.,* 2008).

(2) Al Consejo de Administración se le atribuyen numerosas tareas, véase, por ejemplo, *The Business Roundtable* (1990 y 2002) para una descripción detallada.

De este modo, el efecto de la dimensión del consejo sobre la creación de valor de la empresa será un *trade-off* entre las ventajas (supervisión y asesoramiento) y las desventajas (problemas de coordinación, control y toma de decisiones). La relación será positiva hasta alcanzar un tamaño óptimo, a partir del cual la incorporación de un miembro adicional no aportará un mayor capital humano ni una mayor capacidad de supervisión, sino que conducirá a problemas de coordinación, control y flexibilidad en la toma de decisiones, que se traducirán en una menor creación de valor. Nuestra primera hipótesis queda enunciada como sigue:

H_1: Existe una relación no lineal entre el tamaño del consejo y la creación de valor de la empresa.

La dimensión óptima a partir de la cual la relación entre estas variables se vuelve negativa depende de la importancia de cada una de las funciones del consejo consideradas y de sus costes y beneficios. La empresa familiar tiene una menor necesidad de supervisión, ya que, como hemos comentado, es frecuente que los miembros de la familia participen en el consejo y en la dirección, lo que conduce a una mayor alineación de intereses entre la propiedad y la dirección. De esta forma, el aumento del tamaño del consejo no aporta grandes ventajas en términos de supervisión, sino que genera problemas de control y coordinación en la toma de decisiones. Además, dada la mayor aversión al riesgo que presentan ante su mayor necesidad de conservar el control, son reacias a la entrada de agentes externos en la organización, por lo que la probabilidad de que los consejeros adicionales incorporados sean miembros de la unidad familiar es alta. Se suman así a los problemas anteriormente mencionados los potenciales conflictos de poder que puedan surgir entre los distintos miembros de la familia participantes en la empresa (Santana y Cabrera, 2001). En este sentido, los posibles beneficios derivados de un mayor asesoramiento se verán pronto compensados por los problemas que hemos expuesto, por lo que nuestra segunda hipótesis es la siguiente:

H_2: En la empresa familiar, los costes asociados a un consejo de mayor tamaño superan antes que en la no familiar las ventajas en términos de supervisión y asesoramiento.

2.2.2. *Hipótesis acerca de la independencia del Consejo de Administración*

La literatura señala que para garantizar la eficacia de las funciones de supervisión y asesoramiento del consejo no es suficiente con incorporar más miembros, sino que es necesario que éstos estén dotados del conocimiento, los incentivos y las habilidades requeridas para su desarrollo. En la década de los ochenta, la inclusión de consejeros independientes no ejecutivos comenzó a recibir una atención creciente, fundamentada en su superior capacidad de supervisión de las decisiones y actividades del equipo directivo (Fama y Jensen, 1983) gracias al menor conflicto de intereses al que se enfrentan. Sin embargo, la evidencia empírica no ofrece resultados concluyentes acerca del efecto de la incorporación de consejeros externos sobre la creación de valor de la empresa, habiéndose encontrado entre ambas variables una relación positiva (Baysinger y Butler, 1985; Pearce y Zahra, 1992; Rosenstein y Wyatt, 1997; Andrés y Vallelado, 2008), negativa (Yermack, 1996, Hermalin y

Weisbach, 1998; Linck *et al.* 2008) e incluso no significativa (Hermalin y Weisbach, 1991; Klein, 1998; Villalonga y Amit, 2006).

Tal y como argumenta Raheja (2005), los consejeros internos son una importante fuente de conocimiento específico sobre la empresa, aunque pueden tener objetivos distorsionados debido a los beneficios privados y a su falta de independencia del CEO [(3)]. Dada su estrecha vinculación con éste, que es su supervisor directo, no son candidatos óptimos para desarrollar la función de control, ya que podrían no emitir evaluaciones críticas de sus políticas y estrategias. Los que más eficientemente pueden desarrollar esta función son aquéllos que no mantienen ningún vínculo personal ni profesional con la empresa, los externos. De este modo, si la función de supervisión prevalece sobre la de asesoramiento, esperamos una relación positiva entre independencia del consejo y creación de valor de la empresa.

Además de controlar el oportunismo gerencial, los consejeros externos son relevantes para la función asesora del consejo en cuanto que aportan un amplio conocimiento que puede ser utilizado por el equipo directivo en la formulación e implementación de sus estrategias. Sin embargo, un consejo formado íntegramente por externos no podría desempeñar eficientemente esta labor, dada su falta de conocimiento sobre aspectos fundamentales de la empresa y de su entorno (Ford, 1992). En cambio, los consejeros internos ejecutivos facilitan la transferencia de información entre el consejo y el equipo directivo. El CEO, que tiene un acceso rápido a toda la información relativa a la marcha del negocio, será reacio a compartirla con personas ajenas a él, como los externos, mientras que mostrará una mayor colaboración con los internos ejecutivos, que trabajan en su equipo en el día a día. Sin la participación de los ejecutivos, el CEO contaría con una ventaja considerable de asimetría informativa y el consejo no tendría acceso a toda la información. Atendiendo a la función asesora, los consejeros internos son una valiosa fuente de conocimiento sobre el funcionamiento de la compañía, lo que les valida como candidatos que pueden desarrollarla eficientemente. Desde esta perspectiva, esperamos una relación negativa entre independencia del consejo y creación de valor de la empresa.

Por todo lo expuesto, parece que existen conclusiones contrapuestas acerca de la participación de internos en el consejo, un argumento en contra basado en su falta de independencia del CEO y su consecuente dificultad para supervisar y controlar su actuación, y otro a favor basado en la necesidad de la empresa de contar con conocimiento de alta calidad y experiencia en el negocio. Un consejo formado íntegramente por consejeros externos podría no cumplir de forma adecuada la función de asesoramiento, al mismo tiempo que si estuviera dominado por internos su capacidad de supervisión y control podría ser inferior. Dado que la maximización de la creación de valor requiere que todas las funciones del consejo se desarrollen de forma efectiva, una combinación adecuada de externos e internos puede ser la mejor composición (Baysinger y Butler, 1985; Andrés y Vallelado, 2008), argumento que da lugar a nuestra tercera hipótesis:

H_3: Existe una relación no lineal entre la independencia del consejo y la creación de valor de la empresa.

(3) Máximo ejecutivo de la compañía, por sus siglas en inglés, *Chief Executive Officer*.

Si bien la proporción óptima de consejeros internos y externos dependerá de las características de cada empresa, existen pruebas concluyentes de que la apuesta por la total independencia no garantiza altos niveles de creación de valor, sobre todo si dicha independencia se logra a expensas de otras tareas del consejo. Los consejeros externos de las empresas familiares serán más propensos a estar influenciados por vínculos personales con los miembros familiares y por la expectativa de servir como apoyo a la dirección en la toma de decisiones, lo que puede afectar a su independencia y en consecuencia a su capacidad de supervisión y asesoramiento. Maug (1996) demuestra que para aquellas empresas que tienen importantes asimetrías de información, como es el caso de las familiares, no es óptimo incrementar la supervisión a través de la incorporación de externos, ya que resultará costosa la transferencia de conocimientos específicos sobre la empresa a personas ajenas a ella. En cambio, el CEO y el equipo directivo se caracterizan por un alto grado de compromiso hacia la empresa y por la coincidencia de sus valores con los de ésta. En este contexto y aceptando como función principal del consejo la de asesoramiento, podría ser recomendable para estas organizaciones la adopción de consejos compuestos principalmente por internos o por otro tipo de consejeros que mantengan con la organización empresarial vínculos sociales y familiares. En esta misma línea, algunos trabajos empíricos concluyen una menor necesidad de independencia cuando se produce una alineación de intereses entre los consejeros internos y el CEO respecto al resto de accionistas (Boone *et al.,* 2007; Linck *et al.,* 2008), o muestran cómo un mayor peso de los internos es valorado positivamente por el mercado (Andrés y Rodríguez, 2008). Nuestra cuarta hipótesis queda enunciada como sigue:

H_4: Las ventajas de la independencia del Consejo de Administración en términos de supervisión y asesoramiento son menores en las empresas familiares.

2.2.3. *Hipótesis acerca de la propiedad de los internos*

La función asesora del Consejo de Administración puede ser más visible en empresas con menores necesidades de control gracias a la supervisión ejercida por otras fuerzas alternativas, como la existencia de grandes accionistas. La forma en la que ejerce su poder un accionista de control es, a menudo, a través de su participación en el consejo. Dicha participación es mayor cuando el accionista de control tiene naturaleza familiar, encontrándose una alta convergencia entre propiedad de la unidad familiar y propiedad de los internos. La propiedad interna tiene un efecto positivo sobre la creación de valor, ya que reduce la necesidad de supervisión del equipo directivo y permite una mayor dedicación a la función de asesoramiento.

Los trabajos empíricos existentes no siempre han encontrado evidencia de su influencia significativa sobre el valor de la empresa (Demsetz, 1983; Demsetz y Villalonga, 2001). Los consejeros pueden utilizar la propiedad interna para evitar su cese en caso de comportamientos ineficientes (hipótesis de atrincheramiento), derivándose una relación negativa con la creación de valor. La participación en el capital de la sociedad por parte de aquéllos puede conllevar que otros mecanismos de control, como puede ser el mercado o el resto de accionistas, pierdan eficiencia.

Teniendo en cuenta estos planteamientos, puede existir una relación no monotónica entre ambas variables que equilibre los dos efectos anteriores, convergencia y atrincheramiento. Esta

forma funcional, que ha sido hallada en varios trabajos (Demsetz y Lehn, 1985; Gedajlovic y Shapiro, 1998; Thomsen y Pedersen, 2000; Pindado *et al.,* 2008), implica una relación positiva para los niveles bajos de propiedad como resultado de la hipótesis de supervisión, y negativa a partir de un determinado nivel como consecuencia de la hipótesis de expropiación.

Aparte de la evidencia empírica, los vínculos familiares pueden explicar por sí mismos esta no linealidad en términos de beneficio y coste potencial de la propiedad familiar. Cabe esperar que ambos efectos sean más acusados en este tipo de empresas. La relación positiva se verá acentuada por los efectos altruistas que se generan como consecuencia de sus horizontes de inversión mayores, mientras que la relación negativa lo hará por la mayor probabilidad de expropiación. Los inconvenientes de tener una familia como principal accionista de la empresa es más probable que surjan cuando su participación en la empresa es demasiado elevada, contribuyendo a la mejora de la creación de valor mientras la propiedad familiar aumenta y empeorándola a partir de un determinado nivel de concentración, que Anderson y Reeb (2003) sitúan en torno a un tercio.

De esta forma, en la empresa familiar esperamos la existencia de un límite al efecto positivo de la propiedad interna sobre la creación de valor, a partir del cual un incremento adicional da lugar a una posición atrincherada de la familia, disminuyendo dicha creación de valor. En las empresas no familiares, en las que la participación de los consejeros en el capital es menor, esperamos la prevalencia de la hipótesis de convergencia sobre la de atrincheramiento. Nuestras hipótesis quinta y sexta son las siguientes:

H_5: Existe una relación positiva entre la propiedad de los consejeros y la creación de valor de la empresa.

H_6: En las empresas familiares, existe una relación no lineal entre la propiedad de los consejeros y la creación de valor.

3. CONTRASTE EMPÍRICO

3.1. Composición y características de la muestra

La muestra utilizada para el análisis empírico se construye con empresas no financieras cotizadas en la bolsa española para el período 2001-2007. Compuesta inicialmente por 119 empresas es sometida a una serie de filtros, eliminándose aquellas para las cuales no se dispone de información sobre todas las variables necesarias para el análisis o no se dispone para un número suficiente de años de acuerdo con la técnica econométrica utilizada [(4)], realizan algún tipo de servicio financiero o no es posible la identificación del último propietario, según la definición que presentamos a continuación, de forma que finalmente queda constituida por 85 empresas con estructura de propiedad concentrada.

La información sobre la estructura de propiedad la obtenemos de la base Amadeus y de la información depositada por las empresas en la CNMV acerca de sus accionistas signi-

(4) Necesitamos datos disponibles para al menos cuatro años consecutivos durante el período 2001-2007 para contrastar la existencia de correlación serial de segundo orden (Arellano and Bond, 1991), prueba fundamental para garantizar la robustez de nuestras estimaciones realizadas con la metodología de sistema del Método Generalizado de los Momentos.

ficativos; los datos sobre la dimensión y estructura del Consejo de Administración de los Informes de Gobierno Corporativo de la CNMV; la información económico-financiera de las cuentas anuales de las empresas y la información de mercado de la Bolsa de Madrid, utilizándose como fuente complementaria la base Amadeus.

Siguiendo a La Porta *et al.* (1999) utilizamos la metodología de las cadenas de control para la identificación del último propietario de las empresas seleccionadas. Ésta permite comprender las relaciones de propiedad existentes en la mayoría de países, dado que las empresas suelen estar controladas a través de un encadenamiento jerárquico de sociedades. Mediante su empleo evitamos la atribución del control de una compañía a un accionista que no se sitúa al final de las relaciones de propiedad, lo que podría ser especialmente grave en entornos de propiedad concentrada, donde los aspectos cualitativos asociados a la propiedad pueden ser, como hemos justificado en la revisión de la literatura, un factor determinante para entender el comportamiento y los objetivos corporativos.

Analizando la totalidad de la cadena de propiedad, consideramos que una empresa tiene último propietario cuando el principal accionista a través del último eslabón de la cadena posee directa o indirectamente un porcentaje de participación en la propiedad igual o superior a un nivel de control establecido. Aunque en la literatura se han empleado habitualmente niveles del 10% y del 20%, en este estudio establecemos un 25% (Ampenberger *et al.,* 2009), que justificamos con dos argumentos. En primer lugar para tratar de ajustarlo a las estructuras de propiedad más concentradas existentes en países como España, y en segundo término, para adoptar la definición oficial de Empresa Familiar, aprobada el 7 de Abril de 2008 por las dos principales instituciones internacionales que representan a la Empresa Familiar, el Grupo Europeo de Empresas Familiares (GEEF) en Bruselas, y el *Board* de la *Family Business Network* en Milán. Así, identificamos aquellas empresas que tienen último propietario y éste es una familia.

La mayor parte de estudios previos consideran la estructura de propiedad de forma independiente a la estructura de gobierno. Nosotros exigimos que la propiedad familiar esté representada en el Consejo de Administración para considerar a la empresa como familiar, ya que su mera participación en la propiedad no tiene por qué conllevar su implicación real en el funcionamiento de la organización, sino que se requiere la participación activa en los órganos de decisión y control. Para la muestra analizada, un 85% de las empresas que cuentan con al menos un 25% de la propiedad en manos de grupos familiares tienen presencia en el Cconsejo de Administración.

Con el fin de obtener una muestra de empresas lo más homogénea posible, para así atribuir las diferencias encontradas a la identidad familiar del accionista de control, sólo se incluyen en la muestra final aquéllas que tienen último propietario identificado a través del último eslabón de la cadena, exigiéndose, como ya hemos comentado, la propiedad de al menos un 25%. Atendiendo a este criterio, la muestra analizada está compuesta por un 40% de empresas familiares y un 60% no familiares, proporción similar a la reportada por Santana y Cabrera (2001). Las diferencias encontradas con Faccio y Lang (2002) y Santana y Aguiar (2006), que reportan respectivamente una proporción de empresas familiares del 60% y del 50%, se deben a la muestra seleccionada y a los criterios utilizados para la definición de último propietario.

La distribución sectorial de la muestra final puede verse en la Tabla 1.

TABLA 1
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA MUESTRA

Clasificación Sectores, Código Primario SIC	*Muestra completa*	*Familiares*	*No Familiares*
*S*1 Agricultura, Silvicultura y Pesca	1	0	1
*S*2 Minería	2	0	2
S3 Construcción y Contratas	14	7	7
*S*4 Fabricantes	23	9	14
*S*5 Transportes, Comunicaciones y Servicios Pcos,	16	4	12
*S*6 Mayoristas	3	1	2
*S*7 Detallistas	1	1	0
*S*8 Seguros y Bienes Raíces	13	6	7
*S*9 Servicios	12	6	6
Total	85	34	51

3.2. VARIABLES Y ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA

3.2.1. *Variable dependiente*

Nuestro objetivo es evaluar si la estructura del Consejo de Administración tiene algún impacto sobre la creación de valor de la empresa y si el potencial efecto depende de la estructura de propiedad, en concreto de su dimensión cualitativa. Para tal fin, utilizamos como variable dependiente la *Q de Tobin*, definida como el valor de mercado de la empresa sobre el valor de reposición de los activos. Al igual que en numerosos trabajos, es aproximada a través de la *Q-ratio (market-to-book ratio)* (5), calculada como el valor de mercado de los fondos propios y de la deuda entre el valor contable de los activos.

Adicionalmente, y con el propósito de comprobar la robustez de los análisis efectuados, utilizamos como medida de la variable dependiente la *ratio valor*, definida como el valor de mercado de las acciones sobre su valor contable.

3.2.2. *Variables explicativas*

Nuestras variables explicativas son la dimensión del consejo, aproximada a través del número de consejeros que integran el Consejo de Administración; su independencia, medida a través de la proporción de consejeros independientes sobre el total de consejeros, y la propiedad interna, aproximada por la proporción de derechos en manos del consejo.

(5) Es frecuente en la literatura sobre gobierno corporativo la utilización de esta medida u otras similares como variable dependiente (Hermalin y Weisbach, 1991; Adams y Mehran, 2005; Caprio *et al.,* 2007, y Andrés y Vallelado, 2008). Sus problemas potenciales son el empleo del valor contable de la deuda en lugar de su valor de mercado y la utilización del valor contable para medir el coste de reemplazamiento del capital. Sin embargo, la correlación entre esta medida de la Q y una medida que utilice el valor de mercado es alta (Loderer y Martín, 1997). De acuerdo con Perfect y Wiles (1994) y Chung y Pruitt (1994) es de 0,93 y 0,97 respectivamente.

3.2.3. *Variables de control*

Como variables de control utilizamos el tamaño de la empresa, definido como el logaritmo neperiano del valor del activo total de la empresa, y su nivel de endeudamiento, aproximado por el peso de la deuda sobre el activo total.

Además, incluimos seis *dummies* temporales representativas de la adscripción de cada observación a un determinado año, que toma valor 1 cuando la observación muestral corresponde al año *m* y 0 en caso contrario.

Por último, definimos la variable familiar como una *dummy* que adopta el valor 1 si la empresa es clasificada como familiar y 0 en caso contrario, y la incorporamos en el modelo de forma interactiva para recoger el cambio potencial que se pueda producir en los coeficientes estimados para las variables independientes.

3.2.4. *Estadística descriptiva*

En la Tabla 2 presentamos los estadísticos descriptivos de las variables utilizadas. Como puede observarse, además de las anteriormente definidas, aparecen tres nuevas variables. A diferencia de los trabajos desarrollados en el contexto anglosajón, donde suele distinguirse únicamente entre consejeros internos y externos, las especificidades del sistema de propiedad de las empresas españolas, caracterizado por una elevada concentración accionarial, nos permiten diferenciar tres tipos de miembros en los consejos de nuestras empresas: ejecutivos, dominicales e independientes. Los primeros son aquellos que detentan un cargo directivo en la compañía y, por tanto, están implicados en la gestión de la misma. Los dominicales representan los intereses de grupos accionariales con capacidad de influir en el control de la sociedad. Y, finalmente, son consejeros independientes los que no están vinculados con el equipo de gestión ni con los grupos accionariales de control, sino que, teóricamente, son designados por su alta capacitación profesional. Los dos últimos tipos de consejeros, dominicales e independientes, frente a los consejeros ejecutivos o internos, podrían asimilarse a lo que la literatura anglosajona denomina *external directors* o *non-executive directors* (García y Gill, 2005). Teniendo en cuenta estos argumentos, hemos incluido en la tabla los estadísticos descriptivos para tres nuevas variables, los consejeros ejecutivos (proporción de ejecutivos sobre el total de consejeros), consejeros dominicales (proporción de dominicales sobre el total de consejeros) y consejeros externos (proporción de consejeros independientes y dominicales sobre el total de consejeros).

TABLA 2
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS MUESTRA COMPLETA

Variable	*N*	*Media*	*Máximo*	*Mínimo*	*Desv. típ.*
Q-Tobin	451	1,53	16,20	0,10	1,39732
Ratio valor	451	2,84	108,26	0,02	6,36460
Dimensión consejo	487	9,60	22,00	1,00	4,58548
Independencia consejo	424	0,26	1,00	0,00	0,21894

(Continúa pág. sig.)

TABLA 2 (cont.)
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS MUESTRA COMPLETA

Variable	*N*	*Media*	*Máximo*	*Mínimo*	*Desv. típ.*
Consejeros ejecutivos	425	0,27	1,00	0,00	0,21033
Consejeros dominicales	424	0,44	1,00	0,00	0,26449
Consejeros externos	459	0,69	1,00	0,00	0,30999
Propiedad interna	390	0,34	1,00	0,00	0,32100
Tamaño empresa (Ln AT)	574	12,77	17,88	5,90	2,21266
Endeudamiento	565	0,56	0,93	0,01	0,22146

TABLA 3
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS POR SUBMUESTRAS
[EMPRESAS FAMILIARES (EF) Y NO FAMILIARES (ENF)]

Variable	*Media EF*	*Mediana EF*	*Media ENF*	*Mediana ENF*	*Z*	*p-value+*
Q-Tobin	1,49	1,16	1,55	1,20	-0,327	0,743
Ratio valor	2,25	1,47	3,22	1,54	-0,431	0,666
Dimensión consejo	8,26	7,00	10,49	10,00	-5,759	0,000***
Independencia consejo	0,28	0,28	0,25	0,25	-1,609	0,108
Consejeros ejecutivos	0,34	0,33	0,22	0,17	-7,180	0,000***
Consejeros dominicales	0,36	0,33	0,49	0,50	-5,289	0,000***
Consejeros externos	0,62	0,65	0,74	0,82	-6,490	0,000***
Propiedad interna	0,47	0,54	0,25	0,09	-6,036	0,000***
Tamaño empresa (Ln AT)	12,30	11,96	13,05	13,10	-3,893	0,000***
Endeudamiento	0,53	0,53	0,57	0,59	-1,225	0,221

+ Basado en el test U de Mann-Withney, bajo la hipótesis nula de que no existen diferencias entre ambas submuestras. Significatividad al 1% *** de la diferencia entre ambas submuestras.

El tamaño medio del consejo de las empresas analizadas es de 9,6 miembros y la proporción media de consejeros ejecutivos de un 26,69%, frente al 69,04% de los consejeros externos. Diferenciando dentro de los externos entre consejeros independientes y dominicales, mientras los primeros representan un porcentaje similar a los ejecutivos, 26,49%, lo segundos tienen una representación mayoritaria, con un 44,14%. Nuestros resultados son similares a los reportados por Acero y Alcalde (2008) para una muestra de empresas españolas cotizadas en el año 2005, que encuentran un tamaño medio de 10,1 miembros, y los siguientes porcentajes medios de representación de consejeros: internos ejecutivos 22,6% y externos 77,4% (de los cuales un 44,3% son dominicales y un 30,1% independientes).

En la Tabla 3 se presentan las medias y medianas para cada una de las dos submuestras de empresas, familiares y no familiares. La variable dependiente no difiere estadísticamente entre ambas submuestras para ninguna de las dos medidas utilizadas, la Q-ratio y la ratio valor. Sin embargo, tal y como tradicionalmente ha encontrado la literatura empírica pre-

via, tanto el tamaño medio del Consejo de Administración como la proporción de consejeros externos son significativamente menores en las empresas familiares. Si distinguimos entre los dos tipos de consejeros externos, mientras los dominicales representan un mayor peso en la empresa no familiar, siendo la diferencia estadísticamente significativa, la media de independientes no difiere significativamente entre ambas submuestras. Por último, tanto la proporción media de consejeros internos ejecutivos como la propiedad interna son significativamente mayores en las empresas familiares. Finalmente, se confirma el menor tamaño que alcanzan las familiares, mientras que no existen diferencias significativas entre ambas submuestras en cuanto a su nivel de endeudamiento.

3.3. Metodología y especificación del modelo

La metodología utilizada para el contraste de las hipótesis planteadas es la de datos de panel. Su principal ventaja es que permite modelizar la heterogeneidad inobservable que existe entre distintas empresas mediante la descomposición del término de error en tres componentes (6). Además, conseguimos alargar la muestra, lo que significa un aumento sustancial de las observaciones, de los grados de libertad del modelo y, por tanto, de la consistencia de los resultados.

Un aspecto que complica los análisis empíricos sobre los consejos de administración es que la mayor parte de las variables de interés vienen determinadas endógenamente (Hermalin y Weisbach, 2003; Boone *et al.,* 2007; Andrés y Vallelado, 2008; Linck *et al.,* 2008), es decir, están correlacionadas con el término de error. Gran parte de la literatura empírica existente ha omitido este hecho, lo que hace que los resultados obtenidos sean difíciles de interpretar. Así, la estructura pasada del consejo afectará a la creación de valor actual de la empresa, lo que nos lleva a estimar nuestro modelo con el procedimiento de panel dinámico, que sólo asume exogeneidad débil, es decir, dependencia de las observaciones pasadas, pero no de las futuras. En este caso, tanto el estimador de Mínimos Cuadrados Ordinarios como el de efectos fijos (Within), y por tanto también el de efectos aleatorios, estarán sesgados, por lo que recurrimos al empleo de variables instrumentales para estimar el modelo de forma consistente (Arellano y Bond, 1991). Para calcular el vector de parámetros empleamos el estimador de sistema *(system estimator)* del Método Generalizado de los Momentos (MGM), que permite introducir en el modelo variables invariantes en el tiempo (7), que serían eliminadas en el modelo en diferencias inicial. Además, ofrece estimaciones mucho menos sesgadas que el estimador del modelo en diferencias en el caso de que la variable dependiente sea persistente (8), ya que en este último caso los instrumentos parecen ser débiles (9) (Blundell y Bond, 1998). En general se recomienda que el número de instrumentos no sobrepase el de unidades de sección cruzada (10). Por último,

(6) $u_{it} = \eta_i + \lambda_\tau + v_{it}$ donde η_i es la parte del error específica del individuo *i* (heterogeneidad inobservable) y que recoge aquellos efectos no observables que afectan sólo a la empresa *i*; λ_t representa aquellos *shocks* que ocurren en el momento *t* y afectan a todos los individuos por igual, y v_{it} es una perturbación aleatoria.

(7) Algunas de las variables referentes al consejo presentan una escasa variabilidad temporal.

(8) Se dice que la variable y_{it} es persistente si el parámetro *a* en el modelo $y_{it} = a\, y_{it-1} + u_{it}$ se acerca a 1.

(9) Véase Bond (2002) para una discusión sobre el tema.

(10) Roodman (2009) afirma que un número excesivo de instrumentos puede ser casi tan perjudicial como la elección de elementos no idóneos y, como regla práctica, aconseja un valor para el estadístico de Hansen entre 0,1 y 0,25, y considerar

realizamos la estimación de los parámetros en dos etapas, ya que este método es robusto ante la presencia de heterocedasticidad (11) y correlación sectorial sea cual sea su forma. Dado que el estimador en dos etapas subestima los errores estándar de los parámetros, hemos aplicado la corrección de la matriz de varianzas y covarianzas para muestras finitas propuesta por Windmeijer (2005).

Siguiendo esta metodología, comenzamos estimando un modelo general que explica la creación de valor de la empresa en función de las variables relativas al Consejo de Administración (1). Adicionalmente, se construye un segundo modelo en el que se incluyen los cuadrados de dichas variables (2), con el fin de contrastar la existencia de relaciones no lineales para el conjunto de la muestra. Para determinar si hay o no diferencias significativas entre las empresas familiares y las no familiares incorporamos en los modelos anteriores la variable familiar de forma interactiva (3)(4). Finalmente, atendiendo a las relaciones puestas de relieve por las regresiones anteriores, se estiman los modelos finales para cada una de las dos submuestras. El subíndice *i* hace referencia a la empresa (*i* = 1,….. 85) y el subíndice *t* al período de tiempo (*t* = 2001,…, 2007).

$$CREACIÓN\ VALOR_{i,t} = \alpha + \beta_1\ DIMENSIÓN\ CONSEJO_{it} + \beta_2\ INDEPENDENCIA\ CONSEJO_{it} + \beta_3\ PROPIEDAD\ INTERNA_{it} + \beta_4\ ENDEUDAMIENTO_{it} + \beta_5\ TAMAÑO\ EMPRESA_{it} + \eta_i + \lambda_t + \upsilon_{it} \quad (1)$$

$$CREACIÓN\ VALOR_{i,t} = \alpha + \beta_1\ DIMENSIÓN\ CONSEJO_{it} + \beta_2\ DIMENSIÓN\ CONSEJO^2_{it} + \beta_3\ INDEPENDENCIA\ CONSEJO_{it} + \beta_4\ INDEPENDENCIA\ CONSEJO^2_{it} + \beta_5\ PROPIEDAD\ INTERNA_{it} + \beta_6\ PROPIEDAD\ INTERNA^2_{it} + \beta_7\ ENDEUDAMIENTO_{it} + \beta_8\ TAMAÑO\ EMPRESA_{it} + \eta_i + \lambda_\tau + \upsilon_{it} \quad (2)$$

$$CREACIÓN\ VALOR_{i,t} = \alpha + \beta_1\ DIMENSIÓN\ CONSEJO_{it} + \beta_{1F}\ DIMENSIÓN\ CONSEJO_{it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_2\ INDEPENDENCIA\ CONSEJO_{it} + \beta_{2F}\ INDEPENDENCIA\ CONSEJO_{it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_3\ PROPIEDAD\ INTERNA_{it} + \beta_{3F}\ PROPIEDAD\ INTERNA_{it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_4\ ENDEUDAMIENTO_{it} + \beta_{4F}\ ENDEUDAMIENTO_{it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_5\ TAMAÑO\ EMPRESA_{it} + \beta_{5F}\ TAMAÑO\ EMPRESA_{it}\ FAMILIAR_{it} + \eta_i + \lambda_t + \upsilon_{it} \quad (3)$$

$$CREACIÓN\ VALOR_{i,t} = \alpha + \beta_1\ DIMENSIÓN\ CONSEJO_{it} + \beta_{1F}\ DIMENSIÓN\ CONSEJO_{it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_2\ DIMENSIÓN\ CONSEJO_{2it} + \beta_{2F}\ DIMENSIÓN\ CONSEJO_{2it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_3\ INDEPENDENCIA\ CONSEJO_{it} + \beta_{3F}\ INDEPENDENCIA\ CONSEJO_{it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_4\ INDEPENDENCIA\ CONSEJO_{2it} + \beta_{4F}\ INDEPENDENCIA\ CONSEJO_{2it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_5\ PROPIEDAD\ INTERNA_{it} + \beta_{5F}\ PROPIEDAD\ INTERNA_{it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_6\ PROPIEDAD\ INTERNA_{2it} + \beta_{6F}\ PROPIEDAD\ INTERNA_{2it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_7\ ENDEUDAMIENTO_i + \beta_{7F}\ ENDEUDAMIENTO_{it}\ FAMILIAR_{it} + \beta_8\ TAMAÑO\ EMPRESA_{it} + \beta_{8F}\ TAMAÑO\ EMPRESA_{it}\ FAMILIAR_{it} + \eta_i + \lambda_t + \upsilon_{it} \quad (4)$$

valores excesivos del estadístico (cercanos a 1) como indicador de la existencia de problemas en el modelo, uno de los cuales podría ser la presencia de raíces unitarias en la variable dependiente.

(11) Mediante el contraste de heterocedasticidad ampliado de Wald se comprueba que nuestra muestra presenta este problema: H_0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all *i*, χ^2 (85) = 2,7e + 06 Prob, > χ^2 = 0,0000.

4. RESULTADOS OBTENIDOS

Para contrastar la validez de nuestras especificaciones hemos realizado el test de Hansen/Sargan de sobreidentificación de los instrumentos, verificándose en todos los casos la validez de los instrumentos utilizados. Así mismo, presentamos los estadísticos AR_1 y AR_2, rechazándose la existencia de autocorrelación serial de primer y segundo orden. El test de la F muestra la significación global de las regresiones efectuadas. Para todos los modelos estimados se presentan las estimaciones MGM de sistema en dos etapas con la corrección robusta para muestras finitas propuesta por Windmeijer (2005).

4.1. Resultados para la muestra completa

En la Tabla 4 se presentan los resultados para la muestra completa, para la que se contrastan las hipótesis generales H_1, H_3 y H_5. A la vista de las estimaciones de los Modelos (1) y (2) se plantea el modelo final (1-2).

En primer lugar, el coeficiente de la variable dimensión consejo sugiere la existencia de una relación negativa y significativa entre el tamaño del consejo y la creación de valor de la empresa, por lo que en este primer nivel de análisis no podemos aceptar nuestra primera hipótesis, que establecía una relación cuadrática.

Tabla 4
Estimaciones para la muestra completa

Q-Tobin	(1)	(2)	(1-2)
constante	-0,5604634 (0,754)	1,966602 (0,195)	-0,0700651 (0,973)
dimensión consejo	-0,1370594 (0,007)***	-0,1755242 (0,531)	-0,0973548 (0,043)**
dimensión consejo^2		0,0032209 (0,710)	
independencia consejo	1,696932 (0,103)	3,061628 (0,075)*	5,695344 (0,034)**
independencia consejo^2		-4,814638 (0,009)***	-6,821998 (0,013)**
propiedad interna	0,6500418 (0,388)	2,047095 (0,097)*	4,062537 (0,009)***
propiedad interna^2		-2,479572 (0,061)*	-3,835319 (0,039)**
endeudamiento	-0,5063845 (0,636)	-1,517136 (0,294)	-1,264146 (0,229)
tamaño empresa	0,3262118 (0,005)***	0,2202629 (0,280)	0,2310369 (0,045)**
año 2007	-1,133474 (0,559)	-1,342413 (0,282)	-0,9445218 (0,551)

(Continúa pág. sig.)

TABLA 4 (cont.)
ESTIMACIONES PARA LA MUESTRA COMPLETA

Q-TOBIN	(1)	(2)	(1-2)
año 2006	-1,081211 (0,560)	-1,334158 (0,271)	-0,7471503 (0,636)
año 2005	-1,248231 (0,502)	-1,490439 (0,222)	-0,8975478 (0,572)
año 2004	-1,387457 (0,456)	-1,707425 (0,162)	-1,189177 (0,454)
año 2003	-1,412772 (0,446)	-1,602035 (0,195)	-1,095124 (0,501)
año 2002	-1,266506 (0,242)	-1,276016 (0,147)	-1,005332 (0,309)
Dimensión consejo óptima. Independencia consejo óptima. Propiedad interna óptima		0,3179 0,4128	0,4174 0,5296
F- test Hansen test χ^2 AR(1) AR(2)	36,42 (0,000)*** 10,65 (0,300) -0,98 (0,328) -1,12 (0,263)	3,36 (0,000)*** 45,06 (0,512) -0,99 (0,322) 0,96 (0,335)	25,35 (0,000)*** 10,82 (0,372) -1,03 (0,302) 0,97 (0,332)

Estimaciones MGM de sistema en dos etapas con la corrección robusta para muestras finitas propuesta por Windmeijer (2005). Coeficientes estimados y *p > [t]* de significatividad de los coeficientes entre paréntesis [1% (***), 5% (**) y 10% (*)]. La variable dependiente es la *creación de valor para de la empresa* aproximada a través de la Q-Tobin. Las variables explicativas son la *dimensión del consejo* (número de consejeros), su independencia (proporción de consejeros independientes sobre el total de consejeros) y la *propiedad interna* (proporción de derechos de propiedad de los consejeros). Las variables de control son el *tamaño de la empresa* (logaritmo del activo total), el *nivel de endeudamiento* (proporción de la deuda sobre el activo total) y las *dummies* temporales. El estadístico de Hansen se distribuye siguiendo una función χ^2 con tantos grados de libertad como el número de coeficientes estimados.

Por otro lado, los coeficientes significativos de las variables independencia consejo e independencia consejo^2, positivo y negativo respectivamente, muestran una relación no lineal en forma de *U* invertida entre la independencia del consejo y la variable dependiente, confirmando nuestra tercera hipótesis. Este resultado establece la existencia de un punto óptimo a partir del cual la incorporación de un nuevo consejero externo disminuye la creación de valor, lo que apoya el argumento de que una adecuada combinación de consejeros internos–consejeros externos es mejor que una excesiva independencia del consejo. Así, se pone de manifiesto la relevancia de la función de asesoramiento, que requiere la presencia de consejeros internos ejecutivos. Para la totalidad de la muestra, la proporción óptima de independientes es de un 41,74%.

Respecto a la quinta hipótesis, la significatividad de la variable propiedad interna refleja el efecto positivo de la propiedad de los consejeros sobre la creación de valor, configurándose dicha propiedad como mecanismo sustitutivo de la supervisión ejercida por el consejo, lo que permite que éste se centre en su función de asesoramiento. Sin embargo, el signo negativo y significativo de la variable propiedad interna^2 pone de relieve la existencia de un nivel óptimo de propiedad, que se sitúa, para el conjunto de la muestra en un 52,96%, a partir del cual los problemas de atrincheramiento tienen una incidencia negativa sobre la creación de valor. Por tanto, para la totalidad de la muestra no podemos confirmar nuestra

quinta hipótesis, que establecía una relación positiva entre la propiedad en manos de los consejeros y la variable dependiente.

4.2. Resultados del modelo de efectos interactivos

En la Tabla 5 se presentan los modelos interactivos, donde los coeficientes de las variables interactivas recogen el efecto incremental que tienen cada una de las tres características del consejo consideradas [12], dimensión, independencia y propiedad interna, sobre la creación de valor de las empresas familiares con respecto al grupo de referencia, las no familiares. Su significatividad pone de manifiesto la diferente influencia de estas tres características sobre la variable dependiente en función de la naturaleza familiar o no de la empresa. El coeficiente para las empresas familiares (∑) es la suma del coeficiente para las no familiares más el efecto interactivo. En este apartado no nos detenemos en la significatividad de las variables para la submuestra de empresas familiares, que es analizada en el tercer apartado, sino únicamente en la existencia de diferencias significativas con respecto a la no familiar.

En primer lugar, la falta de significatividad de las variables dimensión consejo y dimensión consejo ^{2} no interactivas no nos permite asegurar la relación cuadrática con la creación de valor (hipótesis uno) para las no familiares, mientras que el coeficiente negativo y significativo del efecto incremental dimensión consejo fam cambia el signo positivo del coeficiente de la variable dimensión consejo y lo vuelve negativo para las empresas familiares (∑), lo que sugiere la existencia de problemas de coordinación y control planteados en nuestra segunda hipótesis.

Por otro lado, como muestran los coeficientes de las variables independencia consejo e independencia consejo ^{2}, positivo y negativo respectivamente, se mantiene para las empresas no familiares la relación en forma de U invertida entre la independencia del consejo y la variable dependiente encontrada para la muestra global, como establecía la hipótesis tercera. Sin embargo, el signo negativo y la significatividad de las variables interactivas independencia *consejo fam* e independencia *consejo* ^{2}*fam* apuntan la existencia de una relación negativa para la empresa familiar, lo que sugiere la importante labor de asesoramiento ejercida por los consejeros internos en este tipo de estructuras empresariales, tal y como planteamos en nuestra hipótesis cuarta.

Tabla 5

Estimaciones para la muestra completa con efectos interactivos

Q-Tobin	(3)		(4)		(3-4)	
constante	2,234800	(0,137)	1,946707	(0,244)	2,736580	(0,147)
dimensión consejo	0,099340	(0,205)	0,439816	(0,084)*	0,125886	(0,439)
dimensión consejo fam	-0,229916	(0,034)**	-0,639057	(0,022)**	-0,234736	(0,069)*
Σ	-0,130575	(0,100)*	-0,199240	(0,059)*	-0,108849	(0,073)*

(Cont. pág. sig.)

(12) Debido a las diferencias de medias de las variables *endeudamiento* y *tamaño empresa* entre ambos grupos de compañías, se incorpora también el efecto interactivo para las mismas, para controlar las potenciales divergencias que puedan existir en su contribución a la creación de valor de la empresa.

TABLA 5 (CONT.)
ESTIMACIONES PARA LA MUESTRA COMPLETA CON EFECTOS INTERACTIVOS

Q-Tobin	(3)		(4)		(3-4)	
dimensión consejo^2 dimensión consejo^2 fam Σ			-0,011633 0,016046 0,004413	(0,135) (0,073)* (0,348)		
independencia consejo independencia consejo fam Σ	1,022407 -2,413471 -1,391064	(0,242) (0,066)* (0,179)	5,456186 -6,402837 -0,946651	(0,088)* (0,061)* (0,496)	6,717573 -8,78046 -2,062887	(0,021)** (0,016)** (0,043)**
independencia consejo^2 independencia consejo^{2}fam Σ			-6,653182 6,124429 -0,528753	(0,063)* (0,101) (0,565)	-8,762001 8,287940 -0,474061	(0,016)** (0,061)* (0,049)**
propiedad interna propiedad interna fam Σ	-0,107484 -0,471957 -0,579441	(0,821) (0,471) (0,359)	-1,173322 4,692098 3,518776	(0,449) (0,063)* (0,076)*	-0,999432 4,631954 3,632521	(0,721) (0,349) (0,596)
propiedad interna2 propiedad interna2fam Σ			0,619811 -4,728803 -4,108992	(0,690) (0,069)* (0,076)*	0,785326 -5,528327 -4,743000	(0,771) (0,278) (0,498)
Endeudamiento endeudamiento familiar Σ	-1,076796 -1,626250 -2,703046	(0,336) (0,459) (0,217)	0,952670 -3,781366 -2,828695	(0,399) (0,064)* (0,145)	0,015033 -2,784176 -2,769142	(0,987) (0,151) (0,245)
tamaño empresa tamaño empresa fam Σ	0,000545 0,336132 0,336678	(0,997) (0,033)** (0,076)*	-0,258648 0,539304 0,280655	(0,258) (0,010)** (0,142)	-0,130052 0,383457 0,253405	(0,619) (0,006)*** (0,017)**
año 2007 año 2006 año 2005 año 2004 año 2003 año 2002	-1,663212 -1,427569 -1,658865 -1,851382 -1,802139 -1,327511	(0,054)* (0,090)* (0,045)** (0,027)** (0,030)** (0,032)**	-0,869892 -0,875401 -1,074270 -1,354116 -1,364512 -1,073134	(0,458) (0,456) (0,370) (0,261) (0,273) (0,193)	-1,329888 -1,321560 -1,524848 -1,746744 -1,709317 -1,133688	(0,299) (0,283) (0,220) (0,156) (0,160) (0,204)
F- test Hansen test X^2 AR(1) AR(2)	2,98 13,69 -0,91 0,66	(0,001)*** (0,749) (0,362) (0,509)	2,64 54,60 -0,94 0,88	(0,001)*** (0,993) (0,345) (0,379)	3,55 41,59 -0,91 0,82	(0,000)*** (0,401) (0,365) (0,411)

Estimaciones MGM de sistema en dos etapas con la corrección robusta para muestras finitas propuesta por Windmeijer (2005). Coeficientes estimados y *p > [t]* de significatividad de los coeficientes entre paréntesis [1% (***), 5% (**) y 10% (*)]. La variable dependiente es la creación de valor de la empresa aproximada a través de la Q-Tobin. Las variables explicativas son la dimensión del consejo (número de consejeros), su independencia (proporción de consejeros independientes sobre el total de consejeros) y la propiedad interna (proporción de derechos de propiedad de los consejeros). Las variables de control son el *tamaño de la empresa* (logaritmo del activo total), el *nivel de endeudamiento* (proporción de la deuda sobre el activo total) y las *dummies* temporales. Las variables interactivas (variables*fam) recogen el efecto incremental de cada una de las variables sobre la creación de valor de las empresas familiares con respecto al grupo de referencia, las no familiares. El coeficiente para las empresas familiares (∑) es la suma del coeficiente para las no familiares más el efecto interactivo, El estadístico de Hansen se distribuye siguiendo una función χ^2 con tantos grados de libertad como el número de coeficientes estimados.

El efecto de la propiedad de los consejeros sobre la variable dependiente no resulta significativo para el grupo de referencia, la empresa no familiar, como puede verse en el coeficiente de la variable *propiedad interna,* que contrariamente a lo argumentado en nuestra quinta hipótesis es negativo. Sin embargo, los efectos incrementales de *propiedad interna fam,* positivo, y *propiedad interna*^{2} *fam*, negativo, que sí resultan estadísticamente signifi-

cativos, sugieren la existencia de la relación no lineal planteada por nuestra sexta hipótesis entre la propiedad de los consejeros y la creación de valor de las empresas familiares.

4.3. Resultados para las submuestras empresas familiares y no familiares

Para corroborar los resultados obtenidos y analizar la significatividad de las variables en ambos grupos de empresas, realizamos un último análisis individual para cada submuestra. Así, para el grupo de empresas con estructura de propiedad concentrada no familiar contrastamos las hipótesis generales *H*1, *H*3 y *H*5 [véanse columnas (5) y (6) de la Tabla 6], mientras que para las organizaciones de naturaleza familiar contrastamos las Hipótesis H2, H4 y H6 [véanse columnas (7) y (8) de la Tabla 6].

Respecto al efecto del tamaño del consejo sobre la variable dependiente, encontramos una relación no lineal en la submuestra de empresas no familiares que confirma nuestra primera hipótesis. Aunque la incorporación de nuevos consejeros está positivamente relacionada con la creación de valor de la empresa, como arroja el coeficiente positivo y significativo de la variable dimensión consejo, el incremento en la variable dependiente muestra un crecimiento marginal decreciente. Así, el signo negativo e igualmente significativo del coeficiente de la variable dimensión Consejo^2 pone de manifiesto la existencia de un nivel óptimo a partir del cual la incorporación de un nuevo consejero reduce la creación de valor. El valor que maximiza la función objetivo se sitúa en torno a 16 miembros. Por otra parte, la relación se confirma negativa para la empresa familiar (véase el coeficiente negativo y significativo de la variable dimensión consejo), en la que existen menores necesidades de supervisión por parte del consejo como consecuencia del efecto sustitutivo que ejerce la propiedad familiar, y donde los potenciales beneficios de un mayor tamaño derivados de la mayor capacidad asesora se ven superados por los problemas de coordinación, control y toma de decisiones asociados a los consejos sobredimensionados, tal y como plantea nuestra segunda hipótesis.

En cuanto a la independencia del consejo, el coeficiente positivo y significativo de la variable *independencia consejo* muestra un efecto positivo sobre la creación de valor de las empresas no familiares. Sin embargo, la significatividad del coeficiente negativo de la variable *independencia consejo*^{2}, pone de manifiesto la existencia de un límite a partir del cual el efecto se vuelve negativo, lo que nos permite aceptar la tercera hipótesis. Dicho límite se sitúa alrededor de un 42%. Por otro lado, el coeficiente negativo y significativo de la variable *independencia consejo* encontrada para las empresas familiares pone de relieve la menor efectividad aportada por los consejeros externos en términos de supervisión y asesoramiento en esta clase de organizaciones, confirmándose nuestra cuarta hipótesis.

Finalmente, la relación entre la creación de valor de la empresa y la propiedad de los consejeros es negativa y no significativa para las compañías no familiares, como muestra el coeficiente de la variable *propiedad interna*, por lo que no podemos aceptar nuestra quinta hipótesis de alineamiento de intereses. Los coeficientes significativos de las variables *propiedad interna* y *propiedad interna*^{2}, positivo y negativo respectivamente, muestran una relación en forma de U invertida para las empresas familiares que reafirma la hipótesis sexta, verificándose la existencia de un límite a la propiedad de los consejeros a partir del

cual el efecto negativo del atrincheramiento familiar supera las ventajas de la alineación de intereses. Este nivel óptimo es de un 44%, valor ligeramente superior al reportado por Anderson y Reeb (2003), que sitúan el punto de inflexión en torno a un tercio de la propiedad en manos de grupos familiares.

Por último, respecto a las variables de control, el tamaño de la empresa mantiene una relación negativa con la creación de valor en las empresas no familiares y positiva en las familiares, que tienen una dimensión media significativamente menor. El nivel de endeudamiento resulta negativo en las familiares, mientras que en las no familiares el efecto resulta positivo aunque no significativo. Las *dummies* temporales, que no son significativas en los modelos generales, sí lo son generalmente en los modelos específicos para ambos subgrupos.

TABLA 6
ESTIMACIONES POR SUBMUESTRAS

Q-Tobin	*ENF* (5)	*ENF* (6)	*EF* (7)	*EF* (8)
constante	0,4983641 (0,772)	0,5441415 (0,759)	-0,6683078 (0,664)	-1,684208 (0,310)
dimensión consejo	0,5036793 (0,017)**	0.4505701 (0.007)***	-0.1873907 (0.022)**	-0.1518549 (0.077)*
dimensión consejo ^{2}	-0,0154737 (0,022)**	-0,0138169 (0,028)**		
independencia consejo	3,814227 (0,019)**	3,919029 (0,050)**	-2,267686 (0,010)**	-2,278469 (0,029)**
independencia consejo ^{2}	-4,289429 (0,078)*	-4,671731 (0,059)*		
propiedad interna	0,2095098 (0,927)	-0,437860 (0,407)	-0,9256985 (0,098)*	4,190864 (0,095)*
propiedad interna ^{2}	-0,9298124 (0,701)			-4,711375 (0,068)*
endeudamiento	0,7279116 (0,532)	0,6468359 (0,461)	-3,71095 (0,012)**	-3,623513 (0,011)**
tamaño empresa	-0,294181 (0,135)	-0,2677858 (1,118)	0,6529553 (0,002)***	0,6257971 (0,002)***
año 2007 *año 2006* *año 2005* *año 2004* *año 2003* *año 2002*	1,085276 (0,001)*** 0,9190845 (0,000)*** 0,7446998 (0,001)*** 0,6041826 (0,022)** 0,4859295 (0,065)* – –	1,031415 (0,001)*** 0,8942806 (0,000)*** 0,7502303 (0,000)*** 0,655116 (0,003)*** 0,5474596 (0,012)** – –	-1,670836 (0,014)** -1,119521 (0,090)* -1,435712 (0,038)** -1,661024 (0,007)*** -1,530451 (0,013)** -0,9084905 (0,008)***	-1,419482 (0,171) -1,109343 (0,260) -1,312602 (0,205) -1,611601 (0,113) -1,458533 (0,150) -0,8128265 (0,262)

(Cont. pág. sig.)

TABLA 6 (CONT.)
ESTIMACIONES POR SUBMUESTRAS

Dimensión consejo optima	**16,28**	**16,31**		
Independencia consejo óptima	**0,4446**	**0,4194**		
Propiedad interna óptima				**0,4448**
F- test	**12,62 (0,000)*** **	**15,21 (0,000)*** **	**6,61 (0,000)*** **	**5,58 (0,000)*** **
Hansen test χ^2	**22,98 (0,816)**	**16,96 (0,883)**	**10,46 (0,314)**	**20,69 (0,191)**
AR(1)	**0,38 (0,707)**	**0,39 (0,699)**	**-0,98 (0,326)**	**-1,01 (0,314)**
AR(2)	**-0,28 (0,780)**	**-0,33 (0,744)**	**1,01 (0,313)**	**0,93 (0,352)**

Estimaciones MGM de sistema en dos etapas con la corrección robusta para muestras finitas propuesta por Windmeijer (2005). Coeficientes estimados y p >[t] de significatividad de los coeficientes entre paréntesis (1% (***), 5% (**) y 10% (*)). EF: empresas familiares. ENF: empresas no familiares. La variable dependiente es la *creación de valor de la empresa* aproximada a través de la *Q-Tobin*. Las variables explicativas son la *dimensión del consejo* (número de consejeros), su *independencia* (proporción de consejeros independientes sobre el total de consejeros) y la *propiedad interna* (proporción de derechos de propiedad de los consejeros). Las variables de control son el *tamaño de la empresa* (logaritmo del activo total), el *nivel de endeudamiento* (proporción de la deuda sobre el activo total) y las *dummies temporales*. El estadístico de Hansen se distribuye siguiendo una función χ^2 con tantos grados de libertad como el número de coeficientes estimados.

4.4. CONSISTENCIA DE LOS RESULTADOS

Con el fin de comprobar la consistencia de nuestros resultados ante cambios en la variable dependiente, realizamos un último análisis en el que estimamos los tres modelos finales (1-2 para la muestra completa y 6 y 8 para las empresas no familiares y familiares respectivamente) utilizando como medida alternativa a la *Q-Tobin la ratio* valor de mercado de las acciones sobre su valor contable. En la Tabla 7 puede verse que los resultados son robustos ante cambios en la variable dependiente.

TABLA 7
ESTIMACIÓN ALTERNATIVA DE LOS MODELOS FINALES

ratio valor	*COMPLETA (8)*	*ENF (9)*	*EF (10)*
constante	-4,17723 (0,522)	-4,1100720 (0,710)	-3,518141 (0,410)
dimensión consejo	-0,6184112 (0,013)**	3,256565 (0,074)*	-0,3337619 (0,008)***
dimensión consejo^2		-0,103168 (0,100)*	
independencia consejo	11,28482 (0,076)*	3,919029 (0,050)**	-3,000179 (0,006)***
independencia consejo^2	-14,11157 (0,100)*	-4,671731 (0,059)*	
propiedad interna	6,341319 (0,100)*	-0,437860 (0,407)	4,57551 (0,100)*
propiedad interna^2	-6,113796 (0,100)*		-4,996968 (0,092)*
endeudamiento	-0,0635683 (0,229)	0,6468359 (0,461)	-2,398069 (0,471)
tamaño empresa	0,8826556 (0,055)*	-0,2677858 (1,118)	0,9747643 (0,028)**

(Cont. pág. sig.)

TABLA 7 (CONT.)
ESTIMACIÓN ALTERNATIVA DE LOS MODELOS FINALES

año 2007	-0,7772494	6,483764	-2,471976
	(0,810)	(0,003)***	(0,302)
año 2006	-0,5928595	5,363458	-1,845418
	(0,852)	(0,000)***	(0,439)
año 2005	-0,9930772	4,523032	-2,302283
	(0,758)	(0,001)***	(0,346)
año 2004	-1,378849	3,987851	-2,621024
	(0,674)	(0,005)***	(0,271)
año 2003	-1,232689	3,470243	-2,464389
	(0,718)	(0,018)**	(0,326)
año 2002	-2,102242	-	-1,974694
	(0,389)	-	(0,202)
Dimensión consejo optima		**15,78**	
Independencia consejo óptima	**0,3998**	**0,4168**	
Propiedad interna óptima	**0,5186**		**0,4578**
F- test	**3,98 (0,000)*** **	**6,65 (0,000)*** **	**6,34(0,000)*** **
Hansen test χ^2	**11,11 (0,992)**	**22,74 (0,826)**	**14,76 (0,835)**
AR(1)	**-0,91 (0,363)**	**-1,08 (0,280)**	**-1,17 (0,241)**
AR(2)	**0,80 (0,421)**	**-0,34 (0,737)**	**1,17 (0,241)**

Estimaciones MGM de sistema en dos etapas con la corrección robusta para muestras finitas propuesta por Windmeijer (2005). Coeficientes estimados y p >[t] de significatividad de los coeficientes entre paréntesis (1% (***), 5% (**) y 10% (*)). COMPLETA: muestra completa. EF: empresas familiares. ENF: empresas no familiares. La variable dependiente es la *creación de valor de la empresa* aproximada a través de la *ratio valor* de mercado de las acciones sobre su valor contable. Las variables explicativas son la *dimensión del consejo* (número de consejeros), su *independencia* (proporción de consejeros independientes sobre el total de consejeros) y la *propiedad interna* (proporción de derechos de propiedad de los consejeros). Las variables de control son el *tamaño de la empresa* (logaritmo del activo total), el *nivel de endeudamiento* (proporción de la deuda sobre el activo total) y las *dummies temporales*. El estadístico de Hansen se distribuye siguiendo una función χ^2 con tantos grados de libertad como el número de coeficientes estimados.

En el caso de la muestra completa, el tamaño del consejo tiene un efecto negativo sobre la creación de valor, como indica el signo del coeficiente de la variable *dimensión consejo*. En cambio, tanto el nivel de independencia como el de propiedad interna tienen un efecto positivo sobre la creación de valor (véanse los signos de los coeficientes de las *variables independencia consejo* y *propiedad interna*), aunque los signos negativos de los coeficientes de las variables *independencia consejo* ^{2} y *propiedad interna* ^{2} muestran la existencia de un límite en dicho impacto positivo, que se sitúa en torno a un 40% para el nivel de independencia y un 52% para la propiedad en manos de los consejeros.

Respecto a la submuestra de compañías no familiares, el signo de los coeficientes de las variables *dimensión consejo* e *independencia consejo* (positivos) y *dimensión consejo* ^{2} e *independencia consejo* ^{2} (negativos) confirman el límite al efecto positivo del número de consejeros y del nivel de independencia sobre la creación de valor de la empresa, resultando un tamaño óptimo próximo a los 16 miembros y una proporción óptima de consejeros independientes cercana al 42%. Así mismo, no encontramos ninguna relación significativa de la propiedad interna con la variable dependiente.

Finalmente, en el grupo de empresas familiares corroboramos el efecto negativo que tanto la incorporación de un miembro adicional en el consejo (*dimensión consejo*) como el nivel de independencia (*independencia consejo*) tienen sobre la variable dependiente. Además, los signos de los coeficientes de las variables *propiedad interna* y *propiedad interna* ^{2}, positivo y negativo respectivamente, ratifican el límite al impacto positivo que la propiedad

en manos de los consejeros tiene sobre la creación de valor, con un nivel óptimo próximo al 46%.

Adicionalmente, los modelos finales obtenidos, tanto para el caso de la *Q de Tobin* (modelo 1-2 para la muestra completa y modelos 6 y 8 para las empresas no familiares y familiares respectivamente) como para el de la *ratio valor* (modelo 8 para la muestra completa y modelos 9 y 10 para las empresas no familiares y familiares respectivamente), han sido estimados de forma alternativa sustituyendo las *dummies* temporales por las sectoriales Si bien éstas no resultaron estadísticamente significativas, los resultados obtenidos son similares a los reportados para las *dummies* temporales.

5. CONCLUSIONES

A lo largo del trabajo hemos realizado un análisis para una muestra de 85 empresas españolas no financieras en el período 2001-2007, que hemos dividido en dos subgrupos, familiares y no familiares. Teniendo en cuenta que el objetivo central del trabajo es atribuir las posibles diferencias en la eficiencia de los consejos de administración a la identidad familiar o no del accionista de control, hemos seleccionado una muestra lo más homogénea posible: todas las compañías cotizan en bolsa, tienen último propietario identificado y éste posee al menos un 25% de la propiedad. Nuestro punto de partida ha sido la identificación del último propietario de las acciones de la empresa a través del último eslabón de la cadena. Para la definición de la empresa familiar hemos utilizado no sólo la dimensión de la propiedad, sino también la del control, encontrando que un 40% de los casos analizados son empresas familiares, lo que confirma su importancia cuantitativa en España.

En segundo lugar hemos realizado un análisis integrado de dos de las funciones del consejo de administración, supervisión y asesoramiento, centrándonos en la incidencia que la estructura del mismo tiene sobre la creación de valor de la empresa. Mediante la metodología de datos de panel utilizada, hemos eliminado el problema de heterogeneidad inobservable y la endogeneidad de las variables explicativas consideradas, cuya omisión ha sido frecuente en los trabajos empíricos previos, conduciendo a estimaciones inconsistentes y difíciles de interpretar.

Este estudio nos ha permitido contrastar las distintas necesidades de supervisión y asesoramiento de las empresas según la identidad familiar del accionista de control mayoritario, lo que conduce a diferentes estructuras óptimas de gobierno. Del análisis se deduce que, de cara a la maximización de la creación de valor, las empresas han de elegir para sus consejos la estructura que mejor se adapte a su entorno contractual particular, sin que pueda afirmarse la existencia de una configuración óptima que se adapte a todas ellas. Así, la investigación llevada a cabo puede tener importantes implicaciones para la elaboración de las recomendaciones de buen gobierno, que creemos no deben ser homogéneas, sino que han de adaptarse a las características heterogéneas de las corporaciones cotizadas. En este sentido, nuestros resultados contradicen la creencia generalizada de que los consejos de administración pequeños, independientes y con una moderada participación de los consejeros en la propiedad de la empresa son siempre más eficientes. Como señala Cuervo-Cazurra (1998), las reformas de este órgano de gobierno que se están debatiendo

en España podrían estar muy influenciadas por las desarrolladas en Estados Unidos y el Reino Unido, sin tener en cuenta que la existencia de problemas de separación de propiedad y control no parece justificarse en el contexto español salvo para un número de empresas muy reducido.

A pesar de que la incorporación de nuevos consejeros mejora las dos funciones del consejo consideradas, supervisión y asesoramiento, traduciéndose este efecto en la creación de valor de la empresa, existe un tamaño óptimo a partir del cual los problemas de coordinación, control y flexibilidad en la toma de decisiones asociados a los consejos sobredimensionados superan estos beneficios. Podemos concluir, en primer lugar, que el tamaño óptimo del consejo de administración viene definido por el *trade-off* existente entre las ventajas (mejor supervisión y asesoramiento) y las desventajas (problemas de coordinación y control) y, en segundo término, de acuerdo con Adams y Mehran (2005) y Andrés y Vallelado (2008), que las argumentaciones a favor de consejos pequeños no son siempre adecuadas cuando se consideran otras funciones de los consejos de administración, además de la tradicional labor supervisora.

La relación negativa encontrada entre el tamaño del consejo y la creación de valor en las empresas familiares puede sugerir que éstas han sobrepasado la dimensión óptima, impidiendo que la relación positiva existente antes de alcanzar el óptimo sea empíricamente observada. Uno de los motivos que podría justificar la persistencia de consejos sobredimensionados en este tipo de estructuras empresariales es el cumplimiento de la recomendación de independencia. Es decir, logran una «proporción adecuada» de consejeros independientes aumentando el tamaño de sus consejos en lugar de reestructurar los existentes, tradicionalmente compuestos en su mayoría por consejeros internos ejecutivos miembros de la unidad familiar. Por otro lado, el tamaño óptimo obtenido para los consejos de las empresas con estructura de propiedad concentrada no familiar se sitúa por encima del máximo establecido por estas recomendaciones.

Nuestro estudio también enfatiza el diferente papel desempeñado por la independencia del consejo en función de la naturaleza familiar o no del último propietario. A pesar de la evidencia empírica encontrada a favor de los consejos de administración independientes, tal y como habitualmente recomiendan los códigos de buen gobierno, hallamos que en las empresas con estructura de propiedad concentrada no familiar dicha independencia ha de tener un límite, por lo que una adecuada combinación de consejeros externos-consejeros internos contribuirá de forma más efectiva a la creación de valor que una excesiva independencia. Nuestros resultados refuerzan la hipótesis de que la información y el conocimiento que los consejeros internos aportan al consejo de administración son importantes para lograr una mayor eficiencia. Dicha importancia es especialmente relevante en las empresas familiares, en las que el conocimiento y la experiencia familiar aportados por estos consejeros contribuyen al desempeño eficaz de la función de asesoramiento. No obstante, aunque esperábamos encontrar un nivel óptimo de independencia inferior en las empresas familiares, según las argumentaciones teóricas expuestas en el segundo apartado de este trabajo consideramos que la participación de ejecutivos también ha de tener un límite para el eficaz desempeño de la función de supervisión, por lo que el hecho de haber encontrado una incidencia negativa de la independencia del consejo sobre la creación de

valor nos hace cuestionarnos si en este tipo de organizaciones los consejeros independientes cumplen realmente con dicha condición de independencia, o si por el contrario el efecto negativo se debe a que éstas han adoptado niveles de independencia por encima del óptimo.

La participación del consejo en la propiedad de la empresa también tiene un impacto diferente en función de la identidad del accionista de control mayoritario. En las familiares la propiedad de los internos se confirma como un mecanismo sustitutivo de la supervisión ejercida por el consejo, lo que permite que éste se centre en su función asesora, con el consiguiente aumento de la eficiencia. Dicha propiedad ha de tener un límite, a partir del cual la posibilidad de un atrincheramiento familiar supera el efecto positivo comentado. Para las empresas no familiares, en las que la participación de los consejeros en la propiedad es menor, no se ha encontrado ninguna relación significativa.

En última instancia, es la adopción de aquella estructura del consejo de administración que mejor se adapte a las necesidades específicas de supervisión y asesoramiento de la organización la que determina la mayor o menor eficiencia del consejo y, por tanto, la mayor creación de valor de la empresa. Nuestra principal conclusión es que en las empresas familiares la labor de asesoramiento del consejo predomina sobre la de supervisión, cobrando una especial relevancia el papel de los consejeros internos.

El análisis llevado a cabo apunta la necesidad de seguir profundizando desde el ámbito académico en las diferencias existentes entre las empresas familiares y no familiares en sus prácticas y necesidades de gobierno. El correcto funcionamiento de los mecanismos de gobierno en general y del consejo de administración en particular puede contribuir a la supervivencia de este tipo de organizaciones empresariales. Como futuras ampliaciones de esta investigación se plantea la utilización de otras medidas de la estructura de los consejos, la construcción de una escala que recoja el diferente grado de implicación familiar en la empresa, así como la extensión del estudio a un entorno internacional.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Acero, I., y Alcalde, N. 2008. Determinantes del tamaño y la estructura de los consejos de administración en las sociedades españolas cotizadas. *XVIII Congreso Nacional de Acede*, León, España. Septiembre.

Adams, R. B,, y Ferreira, D. 2007. A theory of friendly boards. *The Journal of Finance* LXII (1): 217-250.

Adams, R. B., y Mehran, H. 2005. *Corporate performance board structure and its determinants in the banking industry*. Working Paper, SSRN. Disponible en http://ssrn.com/abstract=302593 [acceso el 10 de enero de 2011].

Ampenberger, M.; Schmid, T.; Kaserer, C., y Achleitner, A. 2009. *Capital structure and payout policy decisions in family businesses-empirical evidence from a bank-based economy*. Working Paper Series, Center for Entrepreneurial and Financial Studies, Technische Universität München. Disponible en http://ssrn.com/abstract=1364153 [acceso el 10 de enero de 2011].

Anderson, R. C., y Reeb, D. M. 2003. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* LVIII (3): 1.301-1.328.

Anderson, R. C.; Mansi, S. A., y Reeb, D. M. 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68: 263-285.

Andrés, P., y Rodríguez, J. A. 2008. Friendly or controlling boards? *XVIII Congreso Nacional de Acede*, León, España. Septiembre.

Andrés, P., y Vallelado, E. 2008. Corporate governance in banking: the role of the board of directors. *Journal of Banking y Finance* 32: 2.570-2.580.

Arellano, M., y Bond, S. 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 58: 277-297.

Barontini, R., y Caprio, L. 2005. *The effect of family control on firm value and performance: Evidence from Continental Europe*. Finance Working Paper, (88/2005). European Corporate Governance Institute.

Bartholomeusz, S., y Tanewski, G. A, 2006. The relationship between family firms and corporate governance. *Journal of Small Business Management* 44 (2): 245-267.

Baysinger, B., y Butler, H. 1985. Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, and Organization* 1: 101-124.

Berle, A. A., y Means, G. C. 1932. The modern corporation and private property. New York, *Macmillan publishing co*.

Blundell, R., y Bond, S.R. 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87: 111-143.

Bond, S. R. 2002. *Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice*. Working Paper 09/02, Institute for Fiscal Studies, London.

Boone, A.; Field, L.; Karpoff, J., y Raheja, C. 2007. The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 85: 66-101.

Business Roundtable, 1990 y 2002. *Principles of corporate governance*. Disponible en http:// www.businessroundtable.org [Acceso el 5 de mayo de 2010].

Caprio, G.; Laeven, L., y Levine, R. 2007. Governance and bank valuation. *Journal of Financial Intermediation* 16: 584-617.

Cheng, S. 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics* 87: 157-176.

Chung, K. H., y Pruitt, S. W. 1994. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23: 70-74.

Claessens, S.; Djankov, S., y Lang, L. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58: 81-112.

Coles, J. L.; Daniel, N. D., y Naveen, L. 2008. Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87 (2): 329-356.

Corbetta, G., y Salvato, C. 2004. The board of directors in family firms: one size fits all? *Family Business Review* XVII (2): 119-134.

Cuervo-Cazurra, A. 1998. La reforma del consejo de administración en España: Límites a la aplicación de los modelos anglosajones. *Información Comercial Española* 769: 9-22.

Daily, C. M., y Dalton, D. R. 1993. Board of directors leadership and structure control and performance implications. *Entrepreneurship Theory and Practice Spring*: 65-81.

Demsetz, H. 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics* 26: 75-390.

Demsetz, H., y Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *The Journal of Political Economy* 93 (6): 1.155-1.177.

Demsetz, H., y Villalonga, B. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7: 209-233.

Díaz, B., y García ,M. 2004. Asymmetric information and monitoring behaviour in block trades: an empirical analysis for Spain. *Journal of Corporate Ownership & Control* 2 (1): 25-37.

Dyer, W. G. 2003. The family: the missing variable in organizational research. *Entrepreneurship Theory and Practice* 27 (4): 401-416.

Eisenberg, T.; Sundgren, S., y Wells, M. T. 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics* 48: 35-54.

Faccio, M., y Lang, L. H. P. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65: 365-395.

Fama, E. F., y Jensen, M. C. 1983. Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 327-349.

Fernández, Z., y Nieto M. J. 2001. Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses: Some influential factors. *Family Business Review* 18 (1): 77-88.

Ford, R. H. 1992. Boards of directors and the privately owned firm. New York: Quorum Books.

Galve, C., y Salas, V. 2003. La empresa familiar en España. Fundamentos económicos y resultados. Ed. Fundación BBVA.

García, B., y Gill, B. 2005. El Gobierno Corporativo y las prácticas de earnings management: Evidencia empírica en España. Working Paper WP-EC-2005-11, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

Gedajlovic, E., y Shapiro, D. M. 1998. Management and ownership effects: evidence for five countries. *Strategic Management Journal* 19: 533-553.

Gómez-Mejía, L.; Larraza, M., y Makri, M. 2003. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal* 46: 226-237.

Harris, M., y Raviv, A. 2008. A theory of board control and size. *The Review of Financial Studies* 21 (4): 1.797-1.833.

Hermalin, B. E., y Weisbach, M. S. 1991. The effect of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20: 101-112.

Hermalin, B. E., y Weisbach, M. S. 1998. The determinants of board composition. *The Journal of Economics* 19 (4): 589-606.

Hermalin, B. E., y Weisbach, M. S. 2003. Board of directors as an endogenously determined institution. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 9: 1-20.

Huse, M. 2005. Accountability and creating accountability: a framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management* 16: 65-79.

Jensen, M. C., y Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.

Klein, A. 1998. Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics* 41 (1): 275-303.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F., y Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54 (2): 471-517.

Levinson, H. 1971. Conflicts that plague family businesses. *Harvard Business Review* 49 (2): 90-98.

Linck, J. S; Netter, J. M., y Yang, T. 2008. The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics* 87 (2): 308-328.

Loderer, C., y Martin, K. 1997. Executive stock ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 45 (2): 223-255.

Maug, E. 1996. Ownership structure as a determinant of IPO underpricing: a theory of the decision to go publicfor venture capital backed companies. Working paper, London Business School.

Maury, B., y Pajuste, A. 2005. Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking y Finance* 29: 1.813-1.834.

McVey, H.; Draho, J., y Stanley, M. 2005. U.S. family-run companies- they may be better than you think. *Journal of Applied Corporate Finance* 17 (4): 134-144.

Mínguez, A. 2005. Concentración accionarial y consejo de administración como mecanismos de control interno: Cuatro ensayos. *Revista Española de Financiación y Contabilidad / Spanish Journal of Finance and Accounting*, 125: 551-554.

Mok, H. M. K.; Lam, K., y Cheung, I. 1992. Family control and return covariation in Hong Kong's common stocks. *Journal of Business, Finance y Accounting*, 19 (2): 277-293.

Mroczkowski, N. A., y Tanewski, G. 2007. Delineating publicy listed family and non-family controlled firms: an approach for capita market research in Australia. *Journal of Small Business Management* 45 (3): 320-332.

Pearce, J. A., y Zahra, S. A. 1992. Board compensation from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies* 29: 411-438.

Perfect, S. B., y Wiles, K. W. 1994. Alternative constructions of Tobin's q: an empirical comparison. *Journal of Empirical Finance* 1: 313-341.

Pindado, J.; Requejo, I., y De la Torre, C. 2008. Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe. *XVI Foro de Finanzas*, Barcelona, España. Noviembre.

Raheja, C. 2005. Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40: 283-206.

Roodman, D. 2009. A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 71 (1): 135-158.

Rosenstein, S., y Wyatt, J. 1997. Inside directors, board effectiveness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 44: 229-250.

Sacristán, M., y Gómez, S. 2007. Family ownership and pyramids in the Spanish market. *Family Business Review* 20 (3): 247-265.

Santana, D. J., y Aguiar, I. 2006. El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002). *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa* 26: 47-72.

Santana, D. J., y Cabrera, K. 2001. Comportamiento y resultados de las empresas cotizadas familiares versus no familiares. *XI Congreso Nacional de Acede*, Zaragoza, España. Septiembre.

Schulze, W. S.; Lubatkin, M. H. y Dino, R. N. 2003. Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family. *The Academy of Management Journal* 46 (2): 179-194.

Shleifer, A., y Vishny, R. W. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94: 461-488.

Thomsen, S. y Pedersen, T. 2000. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal* 21: 689-705.

Tsai, W. H.; Hung, J. H.; Kuo, Y. C., y Kuo, L. 2006. CEO tenure in Taiwanese family and non-family firms: an agency theory perspective. *Family Business Review* 19 (1): 11-28.

Villalonga, B., y Amit, R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80 (2): 385-417.

Voordeckers, W.; Van Gils, A., y Van den Heuvel, J. 2007. Board composition in small and medium-sized family firms. *Journal of Small Business Management* 45 (1): 137–15.

Windmeijer, F. 2005. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics* 126: 25-51.

Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40: 185-211.

4. BOARD INDEPENDENCE AND FIRM PERFORMANCE IN SOUTHERN EUROPE: A CONTEXTUAL AND CONTINGENCY APPROACH

4.1. Resumen en español

Abstract

En este trabajo se analiza la relación entre la independencia del consejo de administración y el desempeño estratégico de la empresa adoptando un enfoque contingente centrado en el contexto de los grandes accionistas de control del Sur de Europa. En particular, y bajo la perspectiva de las teorías de Agencia y del Servidor, se estudia el efecto moderador que la identidad familiar o no familiar del accionista controlador ejerce sobre la relación entre la independencia del consejo y el crecimiento de largo plazo de las ventas. El modelo desarrollado introduce especificaciones cuadráticas para dos indicadores de independencia, el tamaño del consejo y la presencia de consejeros independientes, y lineales para un tercer indicador, la estructura de liderazgo.

Introducción

La estructura óptima de gobierno corporativo depende, entre otros factores, de los beneficios y costes asociados a las prácticas de gobierno, los cuales varían en distintos contextos de análisis (Boone *et al.*, 2007; Coles *et al.*, 2008; Linck *et al.*, 2008). Por tanto, una adecuada evaluación de la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño empresarial requiere la adopción de perspectivas contingentes y contextuales que permitan demostrar que en determinados contextos serán adecuadas ciertas prácticas de gobierno, mientras que en otros, serán más apropiadas otras estructuras diferentes (Crossland y Hambrick, 2007; Andrés y Rodríguez, 2011; Minichilli *et al.*, 2012).

Las características del tejido empresarial del sur de Europa nos permiten analizar el impacto del gobierno corporativo en el desempeño de la empresa en un contexto de protección legal débil, alta concentración de la propiedad y un número

significativo de accionistas de control familiares y no familiares (La Porta *et al.*, 1999; Rajan y Zingales, 2002). Como señalan Erakoviç y Overall (2010), la identidad de los propietarios de la empresa es una importante variable contextual.

Teniendo en cuenta estos argumentos, el objetivo fundamental que aquí se plantea es analizar cómo varía el nivel óptimo de supervisión por parte del consejo de administración en el contexto de los grandes accionistas de control en función de su identidad familiar o no familiar. Debido a las diferencias que presentan los grandes accionistas de control familiares con respecto a los no familiares en cuanto a sus problemas de agencia y alineación de intereses (Anderson y Reeb, 2003; Villalonga y Amit, 2006), nuestra premisa básica es que los beneficios y los costes asociados a las características demográficas del consejo de administración variarán en función de la participación familiar en la empresa y, por tanto, la eficacia de los mecanismos de gobierno será diferente entre los dos grupos de empresas considerados (Bartholomeusz y Tanewski, 2006; Chen y Nowland, 2010). Estos argumentos nos fuerzan a reconsiderar la relación tradicional establecida entre las características del consejo de administración y el desempeño empresarial para las empresas de propiedad dispersa, basadas fundamentalmente en la Teoría de Agencia y que concluyen que una mayor supervisión es siempre una adecuada solución de gobierno corporativo. En este trabajo se propone que la supervisión por parte del consejo ha de tener un límite de cara a maximizar el desempeño de la empresa y que las estructuras de gobierno basadas en la Teoría del Servidor, que centran su atención en la función asesora del consejo, pueden resultar más efectivas en determinados contextos de análisis.

Marco teórico e hipótesis

En las empresas familiares cotizadas, los accionistas familiares controladores tienen fuertes incentivos para supervisar a los directivos con el fin de proteger la riqueza familiar (Anderson y Reeb, 2003; McVey *et al.*, 2005; Barontini y Caprio, 2006), mitigando, de esta forma, el clásico problema de agencia entre la propiedad y la dirección (problema de agencia I, en la terminología empleada por Villalonga y Amit (2006). En estas empresas, la participación de la familia en la propiedad, la

dirección y el control resulta en una menor divergencia de intereses entre los propietarios y los directivos (Jaskiewicz y Klein, 2007). Sin embargo, otros problemas de agencia pueden ser mayores en el seno de las empresas familiares cotizadas con respecto a las no familiares. La concentración de propiedad y control familiar puede llevar asociado un riesgo de abuso de poder y extracción de beneficios privados a expensas de los accionistas minoritarios no familiares (problema de agencia II, en la terminología de Villalonga y Amit (2006)).

En un entorno de propiedad concentrada, si el accionista mayoritario no es de naturaleza familiar (por ejemplo, un inversor institucional, una empresa no financiera, un banco, un ente público), los beneficios privados de control se diluyen entre diversos propietarios independientes. Como resultado, los incentivos del accionista mayoritario para expropiar a los minoritarios son pequeños, como lo son también sus incentivos para supervisar la actuación directiva. De esta forma, en este contexto volveríamos a encontrarnos con el problema de agencia I. En cambio, si el accionista mayoritario fuera un grupo familiar, éste tendría grandes incentivos tanto para supervisar como para expropiar, lo que llevaría al problema de agencia II a prevalecer sobre el problema de agencia I.

En el contexto de las empresas familiares pueden darse otras tres fuentes de riesgo moral derivadas de la superposición institucional entre la familia y el negocio, lo que las diferencia de las empresas no familiares (Bammens *et al.*, 2010). En primer lugar, la tendencia a perseguir objetivos familiares no económicos, como mantener el control de la empresa, su supervivencia, su independencia financiera, la armonía familiar, …, en detrimento de los intereses de los accionistas no familiares (McVey *et al.*, 2005; Voordeckers *et al.,* 2007; Jones *et al.*, 2008;). En segundo lugar, la tendencia parental a actuar de acuerdo con motivos altruistas, lo que está relacionado con el riesgo de problemas de autocontrol exacerbados por este altruismo (Schulze *et al.* ,2001). Y tercero, los problemas de riesgo moral que surgirán de la divergencia de intereses dentro del seno de la familia.

No obstante, de acuerdo con diversos autores (Becker, 1974; Jensen y Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Daily y Dollinger, 1992), las empresas familiares se caracterizan por unos problemas de agencia netos menores que las empresas no

familiares. Esta proposición ha sido contrastada y confirmada por Chrisman *et al.* (2004). En el contexto de las empresas cotizadas, también han sido demostrados los efectos netos positivos derivados de la presencia de la familia propietaria (Anderson y Reeb, 2003; Villalonga y Amit, 2006), donde el solapamiento institucional entre la familia y el negocio es gestionado adecuadamente y las desventajas asociadas a la participación familiar son superadas por sus beneficios, en contra de lo que ocurre en las empresas familiares no cotizadas[25] (Sciascia y Mazzola, 2008).

En contra de la Teoría de Agencia, que propone que aquellos en una posición de poder y que poseen mayor información utilizarán estas ventajas en detrimento de los agentes con una posición más débil, la Teoría del Servidor establece que los directivos son personas de confianza y, por tanto, buenos gestores de los recursos que se les encomiendan (Donaldson y Davis, 1994). Ambas teorías no tienen por qué ser mutuamente excluyentes, sino que cada una puede ser más aplicable en determinados contextos y situaciones (Davis *et al.*, 1997). Desde este punto de vista, los altos niveles de alineamiento de objetivos favorecerán las relaciones establecidas por la Teoría del Servidor, mientras que los niveles bajos de alineamiento serán consistentes con las predicciones de la Teoría de Agencia (Jaskiewicz y Klein, 2007). De acuerdo con estos argumentos, diversos autores han concluido que la Teoría del Servidor es adecuada para ser aplicada en el ámbito de las empresas familiares, caracterizadas por filosofías de gestión orientadas a la participación, una alta identificación con los valores de la empresa, poca dependencia del poder institucional y alta valoración de la realización personal y social de sus integrantes (Anderson y Reeb, 2003; Chrisman *et al.*, 2004; Corbetta y Salvato 2004b; Lane *et al.*, 2006; Miller y Le Breton-Miller 2006; Pieper, 2010).

Teniendo en cuenta lo anterior, se espera que los miembros familiares tengan un comportamiento altruista hacia los demás como resultado de las obligaciones familiares que forman parte del orden normativo moral en la mayoría de culturas

[25] Las tres fuentes de riesgo moral que pueden asociarse al solapamiento entre la familia y el negocio, anteriormente mencionadas, son más características de las empresas familiares no cotizadas que de las cotizadas (que la familia persiga sus propios intereses no económicos en detrimento de los intereses de los accionistas no familiares; la tendencia parental a actuar de acuerdo con motivos altruistas; y los problemas de riesgo moral que surgirán de la divergencia interna de intereses dentro del seno de la familia).

(Schulze *et al.*, 2001; Chrisman *et al.*, 2010; Huybrechts *et al.*, 2011). Los propietarios familiares, generalmente ajenos a visiones cortoplacistas, utilizan su influencia para beneficiar a todos los agentes involucrados en la empresa. Dado que su riqueza económica, su carrera profesional y su honor personal, así como los de sus descendientes, están en juego, se encuentran muy comprometidos con la supervivencia en el largo plazo y la reputación de sus empresas (Le Breton-Miller y Miller, 2009). En este contexto, el altruismo conduce a una transferencia de conocimiento sobre el negocio basado en la experiencia de generación en generación, lo que incrementa la cooperación y la comunicación en el seno de la empresa y reduce los costes de agencia (Schulze *et al.*, 2003).

Por otro lado, la efectividad de la función de supervisión depende del acceso a la información (Boone *et al.*, 2007) y los consejos demasiado independientes tienen costes en términos de información. Diversos estudios muestran que las empresas familiares revelan menos información a terceras partes ajenas a la familia (Lane *et al.*, 2006; Cheng, 2008;). En este contexto, una menor supervisión se ve compensada por un mayor flujo de información (Donaldson y Davis, 1991; Davis *et al.*, 1997). En cambio, dadas las mayores asimetrías informativas, una mayor supervisión reducirá los costes de agencia en una menor proporción que en las empresas no familiares (Chen y Nowland, 2010). Además, los propietarios familiares asocian una pérdida de control y discrecionalidad con consejos muy independientes, por lo que algunas empresas familiares tienden a elegir consejeros que no son realmente independientes, sino que tienen relaciones de amistad o contractuales con la empresa o sus miembros, comprometiendo la independencia de los consejos y reduciendo los beneficios de la supervisión (Chen y Nowland, 2010). Como Lane *et al.* (2006) reconocen, la independencia es un estado irrelevante para conseguir comportamientos responsables en las empresas familiares.

Por otra parte, el comportamiento del servidor se espera que prevalezca en las empresas familiares, pero los métodos que son efectivos para controlar o motivar a los directivos oportunistas no lo son para motivar a un servidor (Muth y Donaldon, 1998; Jaskiewicz y Klein, 2007). Según Anderson y Reeb (2004), el comportamiento pro-organizacional de los miembros de la familia hace que las empresas familiares

sean más efectivas creando riqueza que las no familiares. Cualquier forma de control directo o indirecto reducirá la motivación de los servidores, afectando negativamente a su comportamiento pro-organizacional y conduciendo a pérdidas en términos de creación de riqueza.

Al enfatizar la actitud pro-organizacional entre los miembros de la organización empresarial y el papel del consejo en apoyarlos, la Teoría del Servidor resta importancia a la función supervisora del consejo y se centra en su función de asesoramiento (Davis *et al.*, 1997; Gubitta y Gianecchini, 2002; Bammens *et al.*, 2010).

Las regulaciones en materia de gobierno corporativo generalmente recomiendan prácticas similares para todas las empresas. La tendencia generalizada es la adopción de una perspectiva de agencia que ha llevado a enfatizar la función supervisora del consejo de administración y ha desembocado en recomendaciones normativas de que los consejos deben ser independientes. Las estructuras de liderazgo no duales, los consejos grandes y la presencia mayoritaria de consejeros independientes favorecen la independencia del consejo (véase el capítulo 2 para una discusión amplia y detallada al respecto). Desde el punto de vista de la Teoría del Servidor el control puede ser contraproductivo y las estructuras organizativas que favorecen el control directivo resultan preferibles sobre las que limitan el poder directivo. Las estructuras de liderazgo no duales, los consejos grandes y una mayoría de consejeros independientes podrían reducir el comportamiento servidor de las empresas familiares (Jaskiewicz y Klein, 2007), por lo que serían preferibles consejos más pequeños, estructuras de liderazgo duales y una mayoría de consejeros ejecutivos que favoreciesen la función asesora del consejo frente a la de supervisión (Gubitta y Gianecchini, 2002; Daily *et al.,* 2003; Corbetta y Salvato, 2004b).

La mayor parte de estudios empíricos previos han analizado de forma unilateral los beneficios de la independencia de los consejos fundamentada en su función supervisora (Adams *et al.*, 2010) y, por tanto, han contrastado la existencia de relaciones lineales entre las características demográficas del consejo y el desempeño de la empresa. Estos trabajos asumen que no existe un nivel óptimo de independencia o que, en caso de existir, se sitúa en niveles extremos (Chen y

Nowland, 2010). La existencia de argumentos teóricos contrapuestos y la heterogeneidad de resultados nos hacen sospechar la existencia de relaciones no lineales entre las variables de gobierno y el desempeño de la empresa. Así, consideramos tanto los beneficios como los costes asociados a la independencia del consejo e integramos los argumentos de las teorías de Agencia y Servidor.

Nuestra premisa básica es que el grado de alineación de intereses y los problemas de agencia afectan al óptimo de independencia del consejo, utilizado como indicador del nivel de supervisión. En particular, proponemos que los costes y beneficios asociados a la independencia del consejo, serán contingentes al tipo de accionista controlador, utilizado como proxy de la alineación de intereses (Aguilera y Jackson, 2003; Huse, 2005). Altos niveles de alineación de intereses y bajos costes de agencia netos, que asumimos son característicos de los accionistas familiares, serán más consistentes con las estructuras de gobierno prescritas por la Teoría del Servidor (consejos más dependientes). Menores niveles de alineación de intereses y mayores costes de agencia netos, que asumimos son característicos de los accionistas de control no familiares, serán más consistentes con las estructuras de gobierno prescritas por la Teoría de Agencia (consejos más independientes). La utilización de tres indicadores de la independencia del consejo da lugar a tres hipótesis de contraste:

Hipótesis 1: El punto de inflexión en el que la relación no lineal entre el tamaño del consejo y el desempeño de la empresa cambia de positivo a negativo es menor en las empresas familiares que en las no familiares.

Hipótesis 2: El punto de inflexión en el que la relación no lineal entre la proporción de consejeros independientes y el desempeño de la empresa cambia de positivo a negativo es menor en las empresas familiares que en las no familiares.

Hipótesis 3: En las empresas familiares, los beneficios asociados a las estructuras de liderazgo duales superan los costes y el efecto entre la dualidad del CEO y el desempeño de la empresa es positivo. Lo contrario ocurre en las empresas no familiares.

Análisis empírico

El análisis empírico se lleva a cabo utilizando una muestra de 247 empresas cotizadas de España, Portugal e Italia durante el período 2003-2007, cada una de las cuales tiene un accionista de control mayoritario para cuya identificación se ha utilizado la metodología de las cadenas de control (La Porta *et al.* 1999), que ha sido explicada en el segundo apartado del presente capítulo. Estos países han sido seleccionados porque su sistema legal se encuadra dentro de la tradición legal de la c*ivil law* (véase el capítulo 1).

El contraste de hipótesis se ha llevado a cabo a través de un modelo de regresión múltiple jerárquica por pasos con el estimador de mínimos cuadrados ordinarios. Para la estimación de los efectos moderadores hemos seguido las metodologías propuestas por Aiken y West (1991) y Marquardt (1980), lo que ha hecho necesario centrar las variables independientes con el fin de minimizar la correlación entre éstas y sus respectivos términos interactivos. Por último, para establecer los puntos óptimos de las relaciones cuadráticas especificadas se ha calculado la primera derivada del desempeño de la empresa en función de cada una de las variables independientes. De esta forma se han obtenido los puntos de inflexión en los que las relaciones entre los indicadores de independencia del consejo y el desempeño de la empresa cambia de positivo a negativo.

Variable dependiente: Las relaciones de agencia tienen un gran impacto en las tasas de crecimiento de la empresa (Jensen y Meckling, 1976), lo que nos lleva a definir nuestra variable dependiente como el desempeño estratégico, medido a través del crecimiento de las ventas, variable que ha sido recomendada por diversos investigadores tanto del campo de la empresa familiar (Schulze *et al.*, 2001; Chrisman, *et al.*, 2009) como no familiar (Amason *et al.*, 2006; Titus *et al.*, 2010), que refleja el cumpliento de los objetivos económicos de la empresa y que es considerada como una variable innovadora con respecto a otras más ampliamente utilizadas en la literatura (Chrisman *et al.*, 2004; Chrisman, *et al.*, 2009). Según señalan Titus *et al.* (2010), son varias las ventajas asociadas a esta medida de desempeño empresarial. En primer lugar, el crecimiento es un indicador de la eficiencia con la que la empresa explota sus actuales y nuevas oportunidades de

negocio. Además, es un reconocido generador de ventajas competitivas que puede contribuir a la viabilidad sostenible de la organización. Las medidas de crecimiento tienden a ser más realistas que las de desempeño basadas en indicadores de eficiencia como la rentabilidad económica. Por último, el crecimiento de las ventas presenta la ventaja de estar libre de distorsiones provenientes de la apropiación de rentas por parte de los stakeholders de la empresa. En particular, la medida elegida es el crecimiento de largo plazo de las ventas, que es un indicador esencial de la supervivencia de la empresa y preferido sobre las medidas de corto plazo (Schulze *et al.*, 2001; Chrisman *et al.*, 2004; Chrisman *et al.*, 2009). Además, los mayores determinantes de los atributos característicos de un coportamiento de servidor (altruismo, confianza, contratos relacionales y objetivos empresariales no económicos) tardan un tiempo relativamente largo en mostrar sus efectos sobre el desempeño empresarial. En este sentido, la literatura relacionada con la empresa familiar señala que las ventajas asociadas a la participación activa de la familia en el negocio deben ser medidas en el largo plazo, de acuerdo también con los horizontes de inversión mayores que caracterizan a los accionistas familiares (James, 1999; Corbetta y Salvato, 2004)**.** Teniendo en cuenta todos los argumentos expuestos, se calcula la media del crecimiento de las ventas durante el período 2004-2007 (Amason *et al.*, 2006; Titus *et al.*, 2010). Además, la variable es ajustada por sector y país (Baysinger y Butler, 1985; Villalonga y Amit, 2006; Miller *et al.*, 2007; Christensen *et al.*, 2010; Titus *et al.*, 2010).

Variable independiente: independencia del consejo de administración, aproximada a través de tres medidas, el tamaño del consejo, la proporción de consejeros independientes y la dualidad del CEO.

Variable moderadora: identidad del accionista de control, diferenciando entre accionistas familiares y no familiares (inversores institucionales, bancos, entes públicos, empresas no financieras).

Variables de control: tamaño, endeudamiento y edad de la empresa.

Resultados

Los resultados para el primer indicador de independencia, el tamaño del consejo de administración, no son los esperados, puesto que su relación con el crecimiento de largo plazo de las ventas es positiva y no está moderada por la identidad del accionista de control. De acuerdo con este resultado, un mayor número de consejeros mejora el desempeño estratégico de las empresas con estructura de propiedad concentrada. Un consejo de administración más amplio requiere que el CEO invierta más tiempo y esfuerzo en conseguir consenso para llevar a cabo una determinada acción. En los consejos grandes, la influencia del poder del CEO se diluye y es más difícil que éste ejerza su dominio. Un mayor número de consejeros implica también una mayor capacidad supervisora y un mayor capital humano a disposición del consejo. El resultado obtenido pone de relieve que, para las empresas de nuestra muestra, todos estos beneficios superan los potenciales problemas de coordinación, comunicación y flexibilidad en la toma de decisiones asociados con los consejos de mayor tamaño.

En cuanto al segundo indicador de independencia, los resultados son consistentes con nuestra hipótesis, mostrando una relación cuadrática entre la proporción de consejeros independientes y el crecimiento de largo plazo de las ventas que es moderada por la identidad del accionista controlador. Esta relación no lineal pone de relieve que existe un nivel óptimo de independencia en términos de la composición del consejo, que refuerza el argumento de que, en aras a conseguir un mejor desempeño empresarial, es mejor contar con una adecuada combinación de consejeros ejecutivos e independientes que una excesiva independencia. Sin embargo, existen diferencias significativas en las curvas en forma de U invertida obtenidas. El punto de inflexión en el que la relación cambia de positiva a negativa es alcanzado antes cuando el accionista de control es familiar, situándose el nivel óptimo de independencia en torno a al 28%, frente al 41% cuando la identidad del accionista de control no es familiar. Además, para los niveles bajos de consejeros independientes (antes del óptimo), las empresas familiares consiguen mayores incrementos en las ventas que las no familiares. En esta situación, el conocimiento profesional aportado por los independientes, que cuentan con habilidades y experiencias que no tienen los

miembros de la familia, puede resultar crucial para la las empresas familiares (Jones *et al.*, 2008). Análogamente, cuando la proporción de independiente es alta (después del óptimo), las reducciones que un consejero independiente adicional provoca en las ventas también son mayores en las empresas familiares. Por tanto, aunque ambos tipos de accionistas de control incorporan en sus consejos proporciones similares de consejeros independientes (en torno al 30%) su contribución al desempeño estratégico es diferente.

Aunque las recomendaciones de buen gobierno enfatizan la necesidad de contar con una mayoría de independientes, una elevada independencia es percibida como un mecanismo de control por los accionistas familiares, lo que repercute negativamente en su actitud de servidor y disminuye su motivación y compromiso con la empresa. Por tanto, sólo cuando los niveles de independencia son bajos, los resultados son consistentes con la Teoría de Agencia, y contar con una mayoría de ejecutivos, como plantea la Teoría del Servidor, mejora el desempeño estratégico de las empresas familiares (Sundaramurthy y Lewis, 2003). Este resultado también refuerza el papel de los consejeros ejecutivos como proveedores de conocimiento necesario para el asesoramiento efectivo.

En cuanto al tercer indicador de independencia del consejo, aunque los resultados muestran que la relación entre la estructura de liderazgo y el crecimiento de las ventas no está moderada por la identidad del accionista de control, los resultados son reveladores, ya que dicha relación es positiva, tanto para los accionistas familiares como no familiares, contrariamente a los preceptos de la Teoría de agencia y consitente con la Teoría del Servidor. Por tanto, las empresas de la muestra se benefician del liderazgo claro y no ambiguio proporcionado por la concentración de poderes (Braun y Sharma, 2007).

Aunque las hipótesis de contraste han sido sólo parcialmente confirmadas, en general los resultados apuntan que el nivel de independencia óptimo del consejo (como indicador del nivel de supervisión) es menor cuando el accionista de control es familiar.

Por último, los resultados muestran que, al margen del efecto moderador que la identidad del accionista de control ejerce sobre la relación entre la independencia del consejo y el desempeño estratégico, no existen diferencias de partida en el crecimiento de las ventas entre las empresas familiares y no familiares de la muestra.

Conclusiones

Este trabajo pone de relieve la importancia de contextualizar el estudio de la eficiencia del consejo de administración como mecanismo de gobierno empresarial. En concreto, hemos modelizado el efecto de la independencia del consejo sobre el crecimiento de largo plazo de las ventas en un entorno de propiedad concetrada, el sur de Europa, como una relación que dependerá de la identidad del accionista de control, diferenciando entre accionistas de control familiares y no familiares.

Aunque las recomendaciones de buen gobierno relativas al consejo de administración están actualmente basadas en la Teoría de Agencia, esta investigación contribuye a demostrar que en el contexto de los grandes accionistas de control familiares, en el que la alineación de intereses entre la propiedad y la dirección es alta y en el que los problemas de agencia netos son menores que en el contexto de otros grandes accionistas de naturaleza no familiar, una mayor independencia del consejo no es la mejor solución al problema de gobierno corporativo. En este sentido, las estructuras de gobierno basadas en la Teoría del Servidor, que enfatizan el control directivo sobre el control del consejo de administración y reconocen como función más importante de este último el asesoramiento en lugar de la supervisión, son más eficientes en términos de un mayor crecimiento de largo plazo de las ventas. Por tanto, es necesario considerar no sólo los beneficios asociados a una mayor supervisión por parte del consejo, sino también sus costes. La introducción de más mecanismos de control en las empresas familiares puede afectar negativamente el comportamiento de servidor de los accionistas familiares, reduciendo el nivel de alineación de intereses que les caracteriza. Por tanto, parece que los mecanismos que son efectivos para controlar a los directivos oportunistas no lo son para controlar o motivar el comportamiento de un servidor. Para favorecer el crecimiento de largo plazo de las ventas los accionistas deben elegir un consejo menos independiente, que

no supervise muy activamente y que se centre más en tareas de asesoramiento. En este sentido, los resultados de esta investigación apuntan a una menor proporción de consejeros independientes y a estructuras de liderazgo duales.

Nuestro trabajo contribuye a la corriente investigadora que señala que ninguna teoría puede, de forma unilateral, explicar la naturaleza de la relación entre el gobierno y el desempeño corporativo (Le Breton-Miller y Miller, 2009). Contar con una mayoría de consejeros independientes y con estructuras de liderago duales no parece ser una buena solución de gobierno en el contexto de las empresas del sur de Europa analizadas. Cuando el accionista de control es familiar, las estructuras óptimas de gobierno parecen ser las que enfatizan el poder directivo (consejos menos independientes). Cuando el accionista de control no es familiar, las estructuras que promueven el poder del consejo (mayor independencia) sólo reciben apoyo parcial.

En resumen, dado que los problemas de agencia y la alineación de obejtivos varían dependiendo del contexto, la soluciones de gobierno también han de ser diferentes. Las reformas llevadas a cabo en los países del sur de Europa parecen estar fuertemente influenciadas por las prácticas implantadas en Reino Unido y Estados Unidos para las empresas de propiedad accionarial dispersa (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004). Urge, por tanto, incorporar el contexto en el diseño de soluciones efectivas de gobierno.

Aunque todas las empresas de la muestra tienen una estructura de propiedad concentrada, la identidad de los accionistas de control de la submuestra de empresas no familiares es muy heterogénea (inversores institucionales, bancos, el estado, empresas no financieras). Esta heterogeneidad puede estar sesgando los resultados para este grupo de empresas. Por tanto, es necesario ampliar la presenta investigación en arasa aestablecer conclusiones más robustas acerca de la prevalencia de las proposiciones de la teoría de agencia o del servidor.

4.2. Artículo original

BOARD INDEPENDENCE AND FIRM PERFORMANCE IN SOUTHERN EUROPE: A CONTEXTUAL AND CONTINGENCY APPROACH

Rebeca García-Ramos & Myriam García Olalla

Abstract

This study analyses whether or not the effect of board independence on a firm's strategic performance is moderated by family involvement in ownership and control. Moderation of the board's size and the independent director ratio are tested under quadratic specifications. The effect of CEO duality with family involvement on long-term sales growth is also measured. The empirical analysis is conducted in the Southern European context using a sample of publicly traded firms that have concentrated ownership structures. The main findings indicate that when nonlinearities are considered, family involvement moderates the relationship between the independent director ratio and firm performance. The optimal proportion of independent directors is lower in family businesses than in non-family ones. However, the results fail to support nonlinearities for board size. We find positive linear relationships between both board size and CEO duality with firm performance, which are not moderated by family involvement.

Keywords: board independence, family ownership and control, strategic performance, long-term sales growth, Southern Europe, agency theory, stewardship theory

INTRODUCTION

The optimal corporate governance structure depends, among other factors, on the costs and benefits of governance practices, which vary between contexts (Boone, Field, Karpoff & Raheja, 2007; Coles, Daniel & Naveen, 2008; Linck, Netter & Yang, 2008). Contingency and contextual perspectives are needed to assess the relationship between corporate governance and firm performance to demonstrate that in some contexts, certain board designs may be recommended, but in other contexts, other designs may be more suitable (Andrés & Rodríguez, 2011; Crossland & Hambrick, 2007; Minichilli, Zattoni, Nielsen & Huse, 2012).

A key aspect of firm governance is ownership structure, including the typology of the firm's shareholders (Bammens, Voordeckers & Van Gils, 2010; La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999; Maury, 2006; Thomsen & Pedersen, 2000). As Erakoviç & Overall (2010) note, the relationship between the board and the owners in family businesses (FBs) versus non-family businesses (NFBs) is an important contingency variable.

Considering these potential relationships, the goal of this study is to assess whether or not the optimal level of board monitoring is lower for FBs than for NFBs. To this end, we adopt a contingency approach in which the impact of board independence (as a proxy for board monitoring) on a firm's strategic performance is considered to vary, depending on the context under analysis, particularly in terms of family involvement in ownership and control. Due to lower net agency costs and higher goal alignment between owners and managers in publicly traded FBs compared with NFBs (Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006), our basic premise is that the benefits and costs of board independence vary across firms, depending on family involvement, and thus the governance mechanisms should differ between these types of firms (Bartholomeusz & Tanewski, 2006; Chen & Nowland, 2010).

These findings suggest that reconsideration and reshaping of widely held and traditionally evidenced beliefs regarding the empirical links between board independence and performance. Those beliefs, based on agency theory, lead to the postulate that more independent boards are always an adequate solution for corporate governance. We propose that board independence is limited in its effect on firm performance and that stewardship-based corporate governance structures may result in better performance. The current study uses board size, the independent director ratio and CEO duality as proxies for board independence, and it considers nonlinearities in the relationship between board independence and firm performance. Such nonlinear specification enables the reconciliation of inconsistent research outcomes by clarifying whether the relationship of our independent variables with firm performance is positive or negative. The moderation test allows examination of whether or not the context under analysis (family involvement) leads to changes in the inflection points at which the relationships switch from positive to negative.

Data from Southern European businesses enables us to analyse the impact of corporate governance on firm performance in a context in which the legal protection of minority shareholders is low, ownership concentration is high, and a significant number of firms are owned and controlled by family groups (La Porta et al., 1999; Rajan & Zingales, 2002)[1].

To pursue our objectives, this article will proceed as follows: in the next section, we review previous research and subsequently offer hypotheses. In the third section, we define the sample, variables and methodology. The results, conclusions and implications of the study are discussed in the final sections.

THEORETICAL FRAMEWORK

The importance of the board's monitoring role is grounded in agency theory, which is based on the premise that there is an inherent conflict between the interests of a firm's owners and managers that arises from the separation of company ownership and control (Fama & Jensen, 1983; Shleifer & Vishny, 1997). Agency theory implies that adequate monitoring mechanisms need to be established to protect shareholders from opportunistic behaviours on the part of management to maximise their own self-interest. From this perspective, the main function of the board of directors is consequently to reduce the principal-agent conflict between managers and shareholders (Jensen & Meckling, 1976).

In publicly traded FBs, controlling family shareholders have strong incentives to monitor management to protect family wealth (Anderson & Reeb, 2003; Barontini & Caprio, 2006; McVey, Draho & Stanley, 2005), thereby mitigating theclassical agency problem (Agency Problem I) (Villalonga & Amit, 2006). In these firms, the family's participation in ownership and management results in lower goal divergence between owners and managers (Jaskiewicz & Klein, 2007). Another type of agency cost, however, can be higher within publicly traded FBs relative to their non-family counterparts. Concentrated family ownership and control brings about the risk of abuse of power and the extraction of private benefits at the expense of non-family minority shareholders (Agency Problem II) (Villalonga & Amit 2006). If the large shareholder is not a family (e.g., institutional investors, holding companies, banks, the state), the private benefits of control are diluted among several independent owners. As a result, the large shareholder's incentives for expropriating minority shareholders are small, but so are its incentives for monitoring the managers. Thus, we revert to Agency Problem I. In contrast, if the large shareholder is a family, it has greater incentives for both expropriation

[1] In Northern Europe, the processes of corporate governance reform have advanced the protection of minority shareholders and shareholding has indeed become more distributed and international.

and monitoring, which are thereby likely to lead the Agency Problem II to overshadow Agency Problem I.

Nevertheless, according to some scholars (Becker, 1974; Daily & Dollinger, 1992; Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976), FBs should be characterised by lower net agency problems than NFBs. This hypothesis has been tested and confirmed by Chrisman, Chua & Litz (2004). The net positive effects induced by the presence of the owning family have been proved in public companies (Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006), where the institutional overlap between family and business is often carefully managed and the disadvantages of family involvement are overpowered by its benefits, contrary to what occurs in privately held FBs[2] (Sciascia & Mazzola, 2008).

In contrast to agency theory, which suggests that those in a position of power and who hold superior information will use these advantages to exploit others, stewardship theory posits that managers are essentially trustworthy individuals and are therefore good stewards of the resources entrusted to them (Donaldson & Davis, 1994). As Davis, Schoorman & Donaldson (1997) note, the agency and stewardship theories do not seem to exclude each other; each theory is more applicable to certain settings and situations. High levels of goal alignment favour stewardship-based relationships whereas lower or absent levels of goal alignment support the predictions of agency theory (Jaskiewicz & Klein, 2007). Based on this argument, scholars have identified stewardship theory as being potentially highly applicable to the realm of FBs, which are characterised by involvement-oriented management philosophies, strong firm identification, low reliance on institutional power and personal and social fulfilment (Anderson & Reeb, 2003; Chrisman et al., 2004; Corbetta & Salvato 2004b; Lane, Astrachan, Keyt & McMillan, 2006; Miller & Le Breton-Miller 2006; Pieper, 2010). From this perspective, family members are expected to be altruistic towards each other, as a result of kinship obligations that are part of the axiomatically binding normative moral order in most cultures (Chrisman, Kellermanns, Chan & Liano, 2010; Huybrechts, Voordeckers, Lybaert & Vandemaele, 2011; Schulze et al., 2001). Family owners, free from short-term financial market demands, use their influence to benefit all the organisation's stakeholders. They are emotionally committed to the long term survival and reputation of their firms because their fortunes, careers and personal honour, as well as that of their children and ancestors, are at stake (Le Breton-Miller & Miller, 2009). In this context, altruism leads to a transfer of experience-based knowledge about the business from generation to generation, increasing cooperation and communication within the company and reducing agency costs (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003). Therefore FBs, which are characterised by high goal alignment between owners and managers, might require less control from a board than NFBs (Muth & Donaldson, 1998; Sundaramurthy & Lewis, 2003).

Steward behaviour can allow governance mechanisms, such as boards, to serve different functions and roles (Lane et al., 2006). By emphasising the potential for pro-organisational attitudes among organisational decision-makers and the board's role in supporting them, stewardship theory essentially redirects the focus from board monitoring to board advising[3] (Bammens et al., 2010; Davis et al., 1997; Gubitta & Gianecchini, 2002).

[2] Within privately held FBs, three other sources of moral hazard can be derived from the institutional overlap between family and business, which sets them apart from their non-family counterparts (Bammens et al., 2010): (1) the owning-family's pursuit of its own non-economic interests, which refers to the threat of owning-families pursuing non-economic family objectives (e.g., maintaining control of the company, firm survival, financial independence, family harmony) to the detriment of non-family stakeholders' interests (Jones, Makri & Gómez-Mejía, 2008; McVey et al., 2005; Voordeckers, Van Gils & Van den Heuvel, 2007); (2) the parental tendency to act in accordance with altruistic motives, which relates to the risk of self-control problems exacerbated by parental altruism (Schulze, Lubatkin, Dino & Bucchold,2001); and (3) the different nuclear family units' pursuit of their own interests, which refers to the moral hazard problems that may arise from intra-family interest divergence.

[3] Whereas agency theory is the single most important theory underlying the significance of board control, the board's advisory role can be said to have a multi-theory basis (Bammens at al., 2010).

From this perspective, the primary role of the board is to serve and advise, rather than to discipline and monitor, as prescribed by agency theory (Corbetta & Salvato, 2004a, 2004b; Le Breton-Miller & Miller, 2009). In this sense, Davis et al. (1997) argue that, in contrast to the viewpoint taken by agency theorists, the interests of managers and owners may actually be aligned. Hence governance devices designed and based on agency theory prescriptions may be redundant and even prove inefficient in FBs. Stewardship behaviour is expected to prevail in FBs, and effective methods to control or motivate an opportunistic manager may not be effective for controlling or motivating a steward (Muth & Donaldon, 1998; Jaskiewicz & Klein, 2007). The pro-organisational behaviour of family members leads FBs to be more effective wealth creators than NFBs (Anderson & Reeb, 2004). Any form of direct or indirect control may lower the motivation of stewards, negatively affecting their pro-organisational behaviour and leading to losses in terms of wealth creation.

Despite differences in the forms of agency costs among firms with different ownership and control structures and despite different conceptions of the behaviours of decision makers (economic perspective of agency theorists *versus* pro-organisational perspective of stewardship theorists), corporate governance regulations generally recommend the same corporate governance practices for all types of companies. A common theme is the agency theory perspective, which seeks to strengthen the monitoring role of boards and leads to normative recommendations that boards should be independent. Thus, boards should have a relatively large size, a majority of independent directors and non-dual leadership structures (Corbetta & Salvato, 2004a; Gubitta & Gianecchini, 2002; Zajac & Westphal, 1996a). Within stewardship theory, however, control is viewed as potentially counterproductive and organisational structures that facilitate managerial power are preferred over those designed to constrain managerial power (Donaldson & Davis, 1994). From this perspective, larger boards with more independent directors and non-dual leadership structures could potentially reduce the stewardship behaviour of FBs (Jaskiewicz & Klein, 2007). In keeping with these arguments, stewardship settings involve relatively small boards that accommodate a higher ratio of executive directors who take on more of an advising role[4] as well as dual leadership structures (Corbetta & Salvato, 2004b; Daily, Dalton & Rajagopalan, 2003; Gubitta & Gianecchini, 2002).

HYPOTHESIS DEVELOPMENT

Most previous empirical studies focus only on the benefits of independent boards on the basis of their monitoring function (Adams, Hermalin & Weisbach, 2010; Coles et al., 2008; Link et al., 2008), thus testing linear relationships between board characteristics and firm performance. These studies assume that the optimal level of monitoring occurs at extreme levels of independence or that no optimal level exists (Chen & Nowland, 2010). The presence of conflicting results, as well as the existence of contrary arguments in the literature, has led us to suspect the presence of non-linear relationships between corporate governance variables and firm performance. Therefore, in this study, we advance previous studies by considering both the benefits and cost of the monitoring board role, thus integrating the agency and the stewardship theories.

Our basic premise is that the level of goal alignment affects the relationship between board independence (as a proxy for board monitoring) and firm performance (Jaskiewicz & Klein, 2007). In keeping with these ideas, no single optimal structure will fit all firms.

[4] As Adam & Ferreira (2007) note, the board should decide to play one role over the other (monitoring *versus* advising). The more effort the board applies to its monitoring role, the less effort it applies to its advisory role. Close ties to agents in FBs encourage the provision of advice by boards (Corbetta & Salvato, 2004a).

Specifically, we propose that the benefits and costs of board monitoring are likely to be contingent on the type of controlling shareholder (as a proxy for goal alignment) (Aguilera & Jackson, 2003; Huse, 2005). Higher levels of goal alignment and lower net agency costs, which we assume occur in FBs, are expected to better reflect stewardship theory settings (board dependence). Lower levels of goal alignment and higher net agency costs, which we assume to apply to NFBs, are expected to reflect settings more reflective of agency theory (board independence). We develop our hypothesis by using three indicators of board independence, those being the board size, the independent directors ratio and the leadership structure.

Hypothesis on board size

With respect to board size, there is no consensus regarding the direction of the relationship between board size and firm performance (see the meta-analytic review of Dalton, Daily, Johnson & Ellstrand, 1999). The empirical literature provides some evidence of positive (Beiner, Drobetz, Schmid & Zimmermann, 2006; Setia-Atmaja, Tanewski & Skullyet, 2009), negative (Andrés, Azofra & López, 2005; Cheng, 2008; Kota & Tomar, 2010; Yermack, 1996) and non-significant (Bonn, 2004; Jaggi, Leung & Gul, 2009) relationships.

There are both advantages and disadvantages associated with larger or smaller boards. The CEO may find that a smaller board can be more manageable and more easily dominated due to the potential for social cohesion (Shaw, 1981), whereas a larger group of directors would require the CEO to invest more time and effort in building consensus for a given course of action. If the board is large, it is more independent in the sense that the CEO's influential power is diluted and it is more difficult for the CEO to be dominant (Muth & Donaldson, 1998). Larger boards may also provide advantages in terms of greater human capital (Pfeffer, 1972; Andrés & Rodríguez, 2011) and greater monitoring capacity (Jensen, 1993). However, oversized boards lead to increased costs associated with free-rider conflicts and problems related to coordination, control and flexibility in decision making, which negatively affect the effectiveness of board roles (Forbes & Milliken 1999; Jensen, 1993; Lipton & Lorsch, 1992). Directors on a smaller board are more willing to participate in company affairs, have a clearer focus, build better relationships, cooperate more with directors (Eisenberg, Sundgren & Wells, 1998), agree on a particular outcome and engage in genuine interaction and debate (Firstenberg & Malkiel, 1994).

Therefore, considering both the benefits and costs associated to board size, we propose that the relationship between board size and firm performance is concave and has an interior maximum. This inflection point is reached when the marginal benefits of larger boards equals their marginal costs. Within the context of FBs, boards that are too large reduce the stewardship behaviour within the family and increase agency problems. Therefore the board becomes more a symbolic entity and less a part of the management process. Lane et al. (2006) suggest that small boards may be more desirable, since larger boards may inhibit full family participation and individual responsibility. Larger boards in FBs will be associated with less cohesion among directors and can thereby impair board-monitoring ability (Corbetta & Salvato, 2004). Other possible negative effects of larger boards include the possibility of FBs coming to be intimidated by boards; the establishment of merely cosmetic boards; and expense of board member remuneration, which most FBs would be reluctant to bear (Sacristán & Gómez, 2009). In summary, as a result of the moderating influence of family involvement, we expect the benefits of larger boards in FBs to be overtaken by their costs, even when FB boards are smaller than NFB boards:

Hypothesis 1: The inflection point at which the non-linear relationship between board

size and firm performance turns from positive to negative will be smaller in FBs than in NFBs.

Hypothesis on independent directors

With regard to the impact of independent directors on firm performance, there are both benefits and costs associated with having more independent directors. Empirical research is far from conclusive, as shown by Dalton's, Daily's, Ellstrand's & Johnson's, meta-analysis (1998). Various studies provide evidence of positive (Baysinger & Butler, 1985; Pearce & Zahra, 1992; Daily & Dalton, 1993), negative (Bhagat & Bolton, 2008; Klein, Shapiro & Young, 2005; Muth & Donaldson, 1998) and non-significant (Hermalin & Weisbach, 1991; Villalonga & Amit, 2006) impacts of independent directors on firm performance.

Independent directors most effectively engage in monitoring on boards because they have few conflicts of interest (Jensen, 1993). Viewed from an agency perspective, executive directors may have varying objectives as a result of private motivations and their lack of independence from the CEO (Dalton et al., 1999; Zajac & Westphal, 1996b). Independent directors are more likely to support shareholder interests, reduce the influence of management on the board, exert control and monitor the execution of firm responsibilities (Fama & Jensen, 1983). Independent director appointments can also be relevant to the advisory role of the board, because such directors can provide comprehensive and complementary external knowledge (mostly based on university training and external work experience) that can be used by management teams in formulating and implementing strategies (Daily & Dalton, 1993). However, a board made up entirely of independent directors could not efficiently work to their combined capacity because of its lack of experience and knowledge of key aspects of the firm and its environment. Such a board would have difficulty acquiring this necessary firm-specific knowledge (Ford, 1992; McVey et al., 2005).

Stewardship theory provides a different perspective, by suggesting that directors and managers are not opportunistic and self-serving, but are motivated to act in the best interests of their organisations and to maximise shareholder wealth by improving organisational performance (Donaldson & Davis, 1991). Executive directors are thus seen as highly valuable to boards, because they spend their working lives at the company they direct. They have experience with business operations and are therefore expected to have greater firm-specific knowledge related to company operations than independent directors (Fama & Jensen 1983). This experience and knowledge leads to better decision making (Bonn, 2004; Christensen, Kent & Stewart, 2010; Donaldson & Davis, 1991) and allows boards to efficiently provide advice (Carpenter & Westphal, 2001; Raheja, 2005). Executive directors also facilitate the transfer of information between the board and the management team (Donaldson & Davis, 1991). Therefore, according to stewardship theory, less independent boards are expected to be associated with superior financial performance. Effectiveness of monitoring relies on access to information (Boone et al., 2007) and independence (as a proxy for monitoring) has costs in terms of information.

Considering both the benefits and costs associated to independent directors, we propose that the relationship between the independent directors ratio and firm performance is concave and has an interior maximum[5]. This inflection point is reached when the marginal benefit of more independent directors (and less executive directors) equals its marginal cost. Within the context of FBs, several studies show that FBs disclose less information to independent parties (external to the family) (Cheng, 2008; Lane et al., 2006). This higher information asymmetry leads board independence to reduce agency costs by a smaller amount

[5] Because the maximisation of firm performance requires a board to perform effectively in all areas, an appropriate mix of executive and independent directors may be optimal (Baysinger & Butler, 1985).

in FBs than in NFBs (Chen & Nowland, 2010). Moreover, family owners associate a loss of control and discretion with very independent boards, and FBs tend to choose directors who are not truly independent (due to friendly or contractual relationships with the company), thus compromising board independence and reducing the benefits of monitoring (Chen & Nowland, 2010). As Lane et al. (2006) note, independence status is largely irrelevant to achieving accountability in FBs. Finally, too many independent directors reduce the stewardship behaviour of family members, thus worsening the firm performance. Based on these arguments, our second hypothesis is as follows:

> **Hypothesis 2:** The inflection point at which the non-linear relationship between the ratio of independent directors and firm performance turns from positive to negative will be smaller in FBs than in NFBs.

Hypothesis on leadership structure

Whether or not the role of the chairperson of the board should be separate from the role of the CEO has also been debated. Although a number of empirical studies have provided important insights into the relationship between leadership structure and performance, their results are also far from conclusive, as the meta-analytic review of Dalton et al. (1998) demonstrates. There is evidence that CEO duality has positive (Donaldson & Davis, 1994; Finkelstein & D'Aveni, 1994; Kota & Tomar, 2010), negative (Coles, McWilliams & Sen, 2001; Rechner & Dalton, 1991) and non-significant (Baliga, Moyer & Rao, 1996; Brickley et al., 1997; Jackling & Johl, 2009) effects on firm performance. A recent meta-analysis conducted by Rhoades, Rechner & Sundaramurthy (2001) indicates that leadership matters and the authors provide support for the contingency view that the context moderates the relationship between CEO duality and firm performance.

On the one hand, agency theorists argue that if the same person performs both roles, it can lead to the inefficient supervision of opportunistic behaviour by management and an increase in CEO entrenchment (Daily & Dalton, 1993; Jensen, 1993). The separation of the roles increases board independence because it dilutes the power of the CEO and increases the board's ability to properly execute its oversight role.

On the other hand, stewardship theorists argue that CEO duality is expected to positively affect firm performance because managers are inherently trustworthy and are good stewards of company resources (Donaldson & Davis, 1991, 1994) rather than opportunistic individuals. In addition to financial incentives, managers are also motivated by such non-financial motives as job satisfaction, advancement and recognition, respect for authority and work ethic. They seek intrinsic satisfaction by performing challenging work. Moreover, because supporters of stewardship theory advocate that the interests of managers are aligned with those of the owners, they believe that CEO duality could promote unified and strong leadership with a clear sense of strategic direction (Braun & Sharma, 2007; Davis et al., 1997). As Adams & Ferreira (2007) suggest, if the CEO is also the chairperson of the board, specific knowledge about the business, as well as its strategic direction and investment opportunities, will be made available to directors, allowing them to more effectively provide advice, facilitating timely and optimal decisions (Brickley, Coles & Jarrell, 1997) and improving firm performance (Donaldson & Davis, 1991).

Stewardship behaviour is expected to prevail in FBs, and effective methods to control or motivate an opportunistic manager may not be effective for controlling or motivating a steward (Muth & Donaldon, 1998; Jaskiewicz & Klein, 2007). The pro-organisational behaviour of family members leads FBs to be more effective wealth creators than NFBs (Anderson & Reeb, 2004). Any form of direct or indirect control, such as non-CEO duality, may lower the motivation of stewards, negatively affecting their pro-organisational behaviour

and leading to losses in terms of wealth creation. Within the context of FBs, CEO duality is more likely to lead to situations in which the benefits that result from information flow, as well as unity in decision-making, exceed the drawbacks of agency problems (Davis et al., 1997; Donaldson & Davis, 1991). The third hypothesis is stated as follows:

> **Hypothesis 3:** In FBs, the benefits associated with dual leadership structures will outweigh their associated costs and the effect of CEO duality on performance will be positive. The opposite is expected in NFBs.

RESEARCH METHODOLOGY

Data and sample

The empirical analysis is conducted on data from a sample of publicly traded firms from Spain, Portugal and Italy, regarding the period from 2003 to 2007. We chose these countries because their legal systems were developed within the tradition of French civil law. Due to its lower protection of shareholder interests, both the ownership concentration and the proportion of family controlling shareholders tend to be higher in countries with this type of legal system than in countries whose legal systems originatie from common law or Scandinavian or German civil law (La Porta et al., 1999).

We constructed a database of FBs and NFBs operating in the selected countries. This database was manually compiled, based on information provided by Bureau Van Dyjk, a supplier of data on ownership structures, and public information on significant shareholders published by stock market regulators and/or company websites. Managerial and board information was collected from firms' financial and corporate reports. We used the Amadeus Database and the financial reports released by firms as sources of financial data.

We used the control chain methodology to identify the owners of firms (La Porta et al., 1999). Because our aim was to obtain a sample that was as homogeneous as possible, thus allowing us to link observed differences to the identities of the controlling shareholders, rather than to the level of property rights concentration, we only included firms with an ultimate owner. We considered a company to have an ultimate owner if the main shareholder directly or indirectly held a percentage of the company greater than or equal to 25% (García-Ramos & García Olalla, 2011)[6]. On the basis of these criteria, all the firms in our sample have a concentrated ownership structure. We divided the sample into two groups: FBs and NFBs. It should be noted that firms that are majority owned by a single individual were excluded from the sample. By adopting this criterion, we avoid the risk of classifying firms that are owned and run by an individual entrepreneur (those termed lone founder businesses by Miller, Le Breton-Miller, Lester & Canella (2007)) as FBs because typical FBs are characterised as organisations that are usually controlled and managed by several family members (Miller et al., 2007; Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007). The main shareholders in NFBs are institutional investors, holding companies, the state, banks, etc., but not families; in FBs the main shareholder is a family. Moreover, for a firm to be included in the final sample of FBs, we required family members to not only collectively control at least 25% of property rights but also be actively involved in controlling and/or managing the firm. With the application of these criteria, we ensured that our subsample of FBs had a family character in terms of management control and that family influences were present at the highest managerial levels. Moreover, we only included those firms for which

[6] We chose this threshold for two reasons. First, whereas the existing literature focusing on the US context used levels of 10% and 20%, we tried to adjust to the more concentrated ownership structures present in most Southern European countries. Second, we sought to maintain consistency with the official definition of a FB in Europe as approved in 2008 by two international institutions representing FBs: the European Group of Owner Managed and Family Enterprises (GEEF) and the Board of the Family Business Network.

information was available on all the considered variables over the entire four-year period. After these filters were applied, the number of companies included in the sample was 247, of which 87 were FBs and 160 were NFBs.

Variables and method

Dependent variable

Consistent with Jensen & Meckling's (1976) assertion that agency relationships within the firm have a strong impact on its growth rate and following other studies of FBs (Schulze et al., 2001; Chrisman, Chua & Kellermanns., 2009) and NFBs (Amason, Shrader & Tompson, 2006; Titus, Covin & Slevin, 2010), we define strategic performance in terms of sales growth[7], which is assumed to reflect the fulfilment of the economic goals of the firm (Chrisman et al., 2004).

In particular, we used long-term sales growth as our dependent variable. A firm's sales growth rate is essential for long-term survival and profitability; therefore, long-term sales growth is a better measure of performance than short-term sales growth (see, Chrisman et al., 2004; Chrisman et al., 2009; Schulze et al., 2001). Moreover, the main determinants of stewardship behaviours (trust, altruism, relational contracts and non-financial family goals) take a relatively long time to exert their effects on firm performance. This is in line with the FB literature (James, 1999), which suggests that advantages related to family involvement should be measured over long time spans given the long-term orientation of most FBs. Hence, long-term sales growth may be a better dependent variable than short-term sales growth in models that aim to explain the determinants of value-enhancing organisational behaviour in FBs (Corbetta & Salvato, 2004a).

The average sales growth of each firm was calculated for the four years between 2004 and 2007 (Amason et al., 2006; Titus et al., 2010). Because sales revenues over the four calendar years were positively skewed, we used logarithms to minimise the skewness. Thus, the sales growth variable was measured by the differences in the logarithm of total sales revenue from one year to another (Chrisman et al., 2009). To account for differing growth rates in the industries and countries represented in the sample, the 4-year average industry growth rate per country was subtracted from each firm's 4-year average growth rate. This created a relative sales growth rate figure, controlling for industry and country, that was used as the dependent variable (Baysinger & Butler, 1985; Christensen et al., 2010; Miller et al., 2007; Villalonga & Amit, 2006; Titus et al., 2010). In Table 1, we present the sample distribution by country and by industry.

Insert Table 1 about here

We incorporated industry effects because sector heterogeneity might affect firm performance due to differences regarding, for instance, the level of business risk, competition within the sector, industry standards, economies of scale or competitive intensity (Andrés et al., 2005; Braun & Sharma, 2007; Jackling & Johl, 2009). We adopted the Standard Industrial Classification of Economic Activities[8] (2003).

[7] This variable is a desirable performance metric for several reasons (Titus et al., 2010). First, growth is an indicator of the effectiveness with which firms exploit current or new product-market opportunities. Moreover, growth is a recognised generator of organisational slack, which can serve as a buffer against environmental shocks and thereby contribute to sustained organizational viability. Finally, growth-related measures tend to be more readily available and reliable than efficiency-focused performance measures such as ROA. For instance, sales growth has the advantage of being free of distortion through the appropriation of rents by a firm's stakeholders.

[8] We omitted the financial sector because its corporate governance mechanism is highly specific and has its own regulation. Due to the relatively small number of companies in our sample, some industries are represented by a few companies per country. Related to this issue,

Country effects were incorporated because there is evidence to suggest that country-specific factors, such as political and institutional factors, may affect firm performance relationships (Andrés et al., 2005; Guest, 2008). For instance, recent empirical evidence indicates that international differences in growth and productivity are related to differences in political, institutional and legal environments--that is, to the governance infrastructure of a country. Country effects are relevant as long as firms can be substantially affected by institutional settings prevailing in different nations, which are heterogeneous (Crossland & Hambrick, 2007). Although the systems in Spain, Portugal and Italy originated from the same legal tradition and are therefore very similar in terms of culture and institutional setting, there are also differences in national-level regulations (Bertinelli & Chugh, 2009; Minichilli et al., 2012).

Independent variables[9]

Sales growth is regressed against the following variables, used as proxies for board monitoring:

- *Board size:* The total number of directors on the board of each company (Andrés et al., 2005; Huang, 2010; Kota & Tomar, 210).
- *Independent directors:* The independent director ratio – that is, the number of independent directors divided by the total number of directors on the board of each company (Chen & Nowland, 2010; Huang, 2010). Independent directors are those highlighted as "independent" in the companies' annual reports.
- *Leadership structure*: A dummy variable that takes a value of 1 when the CEO and the chairperson of the board is the same person and a value of 0 otherwise (Braun & Sharma, 2007; Kota & Tomar, 2010; Zajac & Westphal, 1996b).

Moderator variable

- *Family*: A dummy variable that takes the value 1 if the firm is a FB (see definition in the "data and sample" section) and 0 otherwise to control for differences in the *performance-board independence* relationship due to family ownership and control (Chrisman et al., 2009). The interaction variables were constructed by multiplying the *family* moderator variable by each of the independent variables.

Control variables[10]

Consistent with the work of Schulze et al. (2001, 2003) and others performing comparative studies (Chrisman et al., 2004; Chrisman et al., 2009), we controlled for age, size and debt in our analysis to avoid any bias in the results:

- *Firm size*: The natural logarithm of the value of total assets. Previous studies have found that organisational size is related to organisational performance for various reasons, including diversification, economies of scale and access to less expensive funding, among others, which suggests that size should be included as a control variable (Andrés et al., 2005; Cheng, 2008; Huang, 2010; Kota & Tomar, 2010).
- *Firm debt*: The ratio of total debt to total assets. This figure was included because firm debt provided a mechanism for curbing agency costs (Andrés et al., 2005; Cheng, 2008;

industries were defined somewhat broadly, at essentially the 1-digit SIC level, which may have had the effect of reducing the magnitude of observed industry effects.

[9] To be consistent with the long-term measure of the dependent variable, the average values of the independent variables over the period from 2004 to 2007 were used (Schulze et al., 2001).

[10] To be consistent with the long-term measure of the dependent variable, the average values of the control variables over the period from 2004 to 2007 were used (Schulze et al., 2001).

Jackling & Johl, 2009).

- *Firm age*: The natural logarithm of the number of years since the firm's founding. This figure was included to control for company life cycle and growth prospects (Anderson & Reeb, 2003; Forbes & Milliken, 1999; Miller at al., 2007).

We tested our hypothesis using an ordinary least squares (OLS) multiple regression model. It should be stressed that most of the papers on the role of the board of directors use this method. Furthermore, regression models are recommended for the analysis of moderating effects (Aiken & West, 1991; Marquardt, 1980). To ensure that the significance of the regression equation was not solely caused by the control variables, hierarchical regressions were run. Table 2 presents descriptive statistics for the sample and correlation matrix. Although the correlation coefficients are weak and do not violate the assumption of independence between the variables, the absence of multicolinearity was verified in each regression model for all variables including the interaction terms; no tolerance coefficient was close to 0 and no VIF coefficient was higher than 10, meaning that multicolinearity is not a significant problem in our sample (Myers, 1990). It must be noted that to minimise correlations between the independent variables and their interaction terms, prior to the computations involving the interaction terms, the independent variables were centred as recommended by Aiken & West (1991) and Marquardt (1980).

Insert Table 2 about here

Hypothesis 1 and Hypothesis 2 propose that the non-linear relationships between the independent variables and the dependent variable are contingent on the type of controlling shareholder. To test these hypotheses, we should derive the optimal levels of board size and independent directors at which firm performance is maximised depending on whether the firm is a FB or a NFB. To that end, we must obtain the first derivative of performance with respect to each of the board monitoring variables. Note that these are the inflection points at which the relation between board size and firm performance, as well as that between independent directors and firm performance, change from positive to negative. This step will only be possible if the results of the empirical analysis allow for it—that is, if the non-linear relationships are confirmed.

ANALYSIS AND RESULTS

Table 3 presents the results of the OLS regression models to evaluate the influence of board independence on the performance of the firms under consideration. Model 1 includes only the control variables. Model 2 incorporates the board independence and family influence variables. We also include the squares of the board size and independent director values to assess the existence of non-linear relationships with the dependent variable. Models 3-5 incorporate the interaction terms used to test our hypotheses.

Insert Table 3 about here

The regression models are all significant at the .001 level. Overall, the full regression model explains a modest amount of the variance in our dependent variable, sales growth (see adjusted R^2 on Table 3). Of the five models, Model 4 is the strongest.

Model 1 shows that two of the control variables under consideration are statistically

significant and thus are determined to affect sales growth: firm size and firm age have negative effects on sales growth (β = -.016 and $p < .05$; β = -.066 and $p < .001$). However, the contribution of firm debt is not statistically significant (β = -.006 and $p > .1$).

In Model 2, the results indicate that the impact of board size on sales growth is positive, as shown by the coefficient of board size (β = .031 and $p < .01$). The coefficient of board size^2 is negative but this relationship is not statisticallysignificant (β = -.001 and $p > .1$). As for the second independent variable, the significance of the positive and negative coefficients of independent directors (β = .337 and $p < .01$) and *independent directors*^{2} (β = -.521 and $p < .01$) show an inverted U-shaped relationship between the proportion of independent directors and firm performance. The result for the third independent variable indicates that dual leadership structure is positively related to sales growth (β = .111 and $p < .001$). Although our hypotheses are concerned only with the moderating influences of family involvement, we included the family variable in this model because family influence may directly affect performance (Anderson & Reeb, 2003; Chrisman et al., 2009). However, the coefficient for family was not statistically significant (β = -.020 and $p > .1$), indicating that family involvement, independent of the effects of the board of directors, entails no advantages or disadvantages for FBs in terms of sales growth.

Models 3, 4 and 5 show the moderating effects of family involvement.

Hypothesis 1 proposes that the inflection point at which the non-linear relationship between board size and firm performance turns from positive to negative will be smaller in FBs than in NFBs. Model 3 shows that the impact of board size on sales growth is positive, as shown by the coefficient of board size (β = .025 and $p < .05$). Although the coefficient of board size^2 is negative (β = -.001 and $p > .1$), this trend lacks statistical significance so does not allow us to confirm the expected non-linear relationship between board size and firm performance. As a consequence, it is not possible to derive the optimum board size. Moreover, the coefficient of the moderator term is not significant for board size (α = -.004 and $p > .1$) or *board size*^{2} (α = .001 and $p > .1$). Therefore, Hypothesis 1 was not supported; there is a positive relationship between board size and sales growth which is not moderate by family involvement.

Hypothesis 2 defends that the inflection point at which the non-linear relationship between the independent director ratio and firm performance turns from positive to negative will be smaller in FBs than in NFBs. In Model 4, the results indicate that the contribution of independent directors to sales growth is non-linear. The significance of the positive and negative coefficients of *independent directors* (β = .670 and $p < .001$) and *independent directors*^{2} (β = -.820 and $p < .001$) show an inverted U-shaped relationship between the proportion of independent directors and firm performance. Moreover, results indicate a significant interaction between independent directors and family influence. The coefficients of the moderator terms show that the incremental effect for FBs with respect to NFBs is positive and significant for independent directors (α = .612 and $p < .01$) and is negative and significant for independent directors^2 (α = -1.096 and $p < .01$). As these results indicate, family involvement moderates the inverted U-shaped relationship between independent directors and sales growth. Following the procedures by Aiken & West (1991) to plot the interaction effects, we optimally derive the inflection points at which the relation between independent directors and sales growth turns from positive to negative in FBs and NFBs. Overall, the optimal level of independent directors that maximises firm performance is approximately 27.92% in FBs and 40.87% in NFBs. These findings regarding inflection points lend support to Hypothesis 2.

Hypothesis 3 proposes that in FBs the benefits associated with dual leadership

structures will outweigh their associated costs and the effect of CEO duality on performance will be positive, whereas the opposite is expected in NFBs. Model 5 indicates that dual leadership structure is positively related to sales growth ($\beta = .116$ and $p < .001$) and that the interactive effect between leadership structure and family influence is not statistically significant ($\alpha = .042$ and $p > .1$). Because family involvement does not moderate the relationship between leadership structure and sales growth, which is positive for both FBs and NFBs, Hypothesis 3 was not supported. These results are examined in greater depth in the following section.

DISCUSSION

The results for board size were not as expected. As we have previously explained, without a nonlinear relationship between board size and firm performance, Hypothesis 1, which states that the inflection point of the non-linear relationship will be reached at a lower level of board size for FBs than for NFBs, is not supported—that is,the benefits associated with larger boards will be offset by drawbacks at a lower board size in FBs than in NFBs. The analysis shows that board size has a positive impact on sales growth. Moreover, the relationship between board size and firm performance is not moderated by family involvement in the business. This finding implies that sales growth in both NFBs and FBs increases according to board size, suggesting that for firms in our sample, larger boards are better for improving strategic performance. A larger group of directors would require the CEO to invest more time and effort in building consensus for a given course of action. With larger boards, the CEO's influential power is diluted and it is more difficult for the CEO to dominate. More directors on the board also imply greater monitoring capacity and more human capital. If a positive relationship between board size and firm performance exists, for both FBs and NFBs in our sample, all of these benefits appear to be higher than costs derived from problems with coordination, communication and flexibility in decision making associated with larger boards[11].

The results for independent directors were as expected. Our study highlights the moderating effect of family involvement on the relationship between independent directors and sales growth. As shown in Figure 1, the contribution of independent directors to firm performance is non-linear for both FBs and NFBs. This finding indicates that there is an optimal level of board monitoring in terms of board composition and reinforces the argument that an adequate combination of executives and independent directors is better than excessive independence as a means of helping firms to achieve better performance. However, there are significant differences between the two inverted U-shaped curves. The inflection point at which the relationship turns from positive to negative is reached at a lower level in FBs. More specifically, while sales growth in FBs is increasing in independent directors up to an optimum level of 27.92%, the overall inflection point for NFBs is close to 40.87%. Moreover, while pre-optimum level (low level of independent directors) benefits for FBs are higher than in NFBs, so are the costs beyond the optimum level (high levels of independent directors). Thus, although both FBs and NFBs incorporate similar proportions of independent directors (approximately 30%) into their boards, their contribution to sales growth is not the same.

[11] It must be noted that the positive relationship between board size and firm performance that our analysis reports is not at all contrary to our expected non-linear relationship (Coles et al., 2008). If we calculate the inflection point of the curve for board size (although the board size squared is not significant), in the aggregate, the optimum board size that maximises firm performance is approximately 15 members. The mean board size of our sample is 9,17 (see Table 2). If deviations in the board size from the optimum are not random, but firms have a smaller than optimal board size, then only a part of the objective function is observed (left of the peak), preventing the negative relationship beyond the optimum from being empirically observed.

Insert Figure 1 about here

As we stated in the theoretical section of this paper, both independent and executive directors are necessary for effective board performance. However, although good governance recommendations essentially advocate having a majority of independent directors (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004), having a majority of insiders is more desirable in FBs because having too many independent directors is perceived as a control mechanism and will lower the motivational levels of stewards. This finding reinforces the hypothesis that the knowledge provided by executive directors to a board is particularly important for the achievement of better performances in FBs, in which the knowledge and experience of family directors contribute to the effective performance of the board's advisory role. Thus, the results only support the agency theory in the presence of low levels of independent directors and, consistent with stewardship theory, having a majority of insiders on the board has a positive effect on the performance of a FB (Sundaramurthy & Lewis, 2003). At low levels of board independence, the professional knowledge of independent directors with functional skills and experience that are lacking in the family may be essential for FBs (Jones et al., 2008). This idea may explain why the slope of the curve is higher in FBs at low levels of board independence.

With regard to leadership structure, although we found that the effect of CEO duality on sales growth is not moderated by family involvement in the business, the results are quite revealing. The positive effect of CEO duality on long-term sales growth indicates the validity of stewardship theory over agency theory in both FBs and NFBs. Therefore, shareholders in our sample may benefit from the clear and unambiguous leadership afforded by a combined CEO-chairperson (Braun & Sharma, 2007) as stewardship theorists suggest, whereas the notion of separating leadership roles in a manner consistent with agency theory is not supported by the data in this study.

Even though our specific hypotheses received mixed support, the findings of this study tend to support the contention that the performance of FBs is better when board independence (as a proxy of board monitoring) is lower compared to NFBs, as our general hypothesis proposed. Finally, our results suggest that excluding the effects of board independence (as a proxy for board monitoring), the FBs and NFBs in our sample exhibit similar strategic performance as measured by long-term sales growth.

CONCLUSIONS

This paper highlights the importance of suitably contextualising any assessment of a board of directors as a business governance mechanism. We adopt a contingency approach wherein the impact of board independence, as a proxy for board monitoring, on firm performance in Southern Europe, is observed as a relationship that varies depending on family involvement in ownership and control.

Recommendations regarding governance mechanisms are currently based on agency settings. However, the results of this research show that in FBs, where levels of goal alignment between owners and managers are expected to be higher than in NFBs, more independent boards are not the best solution for corporate governance, and stewardship theory-based governance mechanisms, which essentially redirect the board's focus from monitoring to advising (Adams et al., 2010; Bammens et al., 2010), lead to better corporate performance. Therefore, this research emphasises the need to consider not only the benefits of

board independence but also its costs. The introduction of more formal monitoring settings into FB structures may negatively affect their steward behaviour and business culture, reducing the level of goal alignment (Corbetta & Salvato, 2004a). Strategic performance in FBs is better when monitoring by the board is lower compared to NFBs, suggesting that what works well to control or motivate an opportunistic manager may not work well to control or motivate a steward. To encourage long-term sales growth maximisation, shareholders may optimally elect a less independent board that does not monitor intensively. Indeed, fewer independent directors and dual leadership structures are associated with better FB performance in our sample.

Moreover, our findings support agency theory at low levels of board independence and stewardship theory when the proportion of independent directors surpasses 27.92%. This finding is important because in some cases, firms may demonstrate strong agency and stewardship characteristics in different contexts, which may create some challenges (Le Breton-Miller & Miller, 2009). This detail makes it even more obvious that no single theory is able to fully determine the nature of the relationship between corporate governance and performance. However, agency propositions advocating a majority of independent directors as well as non-dual leadership structures appear to be somewhat implausible in the high-ownership concentration context of Southern Europe. Among FBs, the governance structures that lead to better performances are those that empower management control (dependent boards). In our sample of NFBs, which also have concentrated ownership structures, governance solutions that empower board control (independent boards) are only partially supported. The most unexpected result for this group of firms shows that dual leadership structures improve long-term sales growth.

In summary, our results show that because agency problems and goal alignment vary depending on context, corporate solutions should also be different. Our main conclusion is that board independence (as a proxy for board monitoring) must be limited depending on the benefits and costs of board monitoring in each context. The reforms related to boards of directors being discussed in Southern European countries may be heavily influenced by those introduced in the US and the UK for widely held firms without recognising that the separation of ownership and control is not a problem in the Southern European context, except in a very small number of companies (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004). Consequently, many of the recommendations may actually be harmful or inefficient for Southern European firms that have concentrated ownership structures, particularly FBs. Our findings have implications for the development of codes of good governance, which we believe should not be homogeneous but instead should adapt to the very diverse body of listed companies, especially FBs (Navarro & Ansón, 2009).

Although the firms in our NFB subsample have concentrated ownership structures, they represent a very heterogeneous group in terms of the identities of their major shareholders (institutional investors, holding companies, banks, the state, etc.). Therefore, further research is needed to establish clearer conclusions about the prevalence of agency or stewardship propositions.

Acknowledgements

The authors acknowledge the Editor-in Chief of the Journal of Management and Organization, Peter Galvin, Ph.D., and three anonymous reviewers for their helpful comments and recommendations as well as for their constructive criticism of the manuscript. All errors are our responsibility.

References

Adams RB & Ferreira D (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance,* 62(1): 217-250.

Adams RB, Hermalin BE & Weisbach MS (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1): 58-107.

Aguilera RV & Cuervo-Cazurra A (2004). Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studies*, 25(3): 415-443.

Aguilera RV & Jackson G (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3): 447–65.

Aiken LS & West SG (1991). *Multiple regression: Testing and interpreting interactions*. SAGE Publications. Newbury Park, CA.

Amason AC, Shrader RC & Tompson GH (2006). Newness and novelty: Relating top management team composition to new venture performance. *Journal of Business Venturing*, 21: 125– 148.

Anderson RC & Reeb DM (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly,* 49(2): 209-2037.

Anderson RC & Reeb DM (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P500. *The Journal of Finance,* 58(3): 1301-1328.

Andrés P & Rodríguez JA (2011). Corporate boards in high-tech firms. *The Spanish Review of Financial Economics,* 9: 69–79.

Andrés P, Azofra V & López F (2005). Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review,* 13(2): 197-210.

Baliga B, Moyer R & Rao R (1996). CEO Duality and firm performance: What's the fuss? *Strategic Management Journal*, 17(1): 41-53.

Bammens Y, Voordeckers W & Van Gils A (2010). Boards of directors in family businesses: a literature review and research agenda. *International Journal of Management Reviews,* 13(2): 134-152.

Barontini R & Caprio L (2006). The effect of family control on firm value and performance: evidence from Continental Europe. *European Financial Management,* 12: 689–723.

Bartholomeusz S & Tanewski GA (2006). The relationship between family firms and corporate governance. *Journal of Small Business Management*, 44(2): 245-267.

Baysinger BD & Butler HN (1985). Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1:101-124.

Becker GS (1974). A theory of social interactions. *Journal of Political Economy*, 82: 1063-1093.

Beiner S, Drobetz W, Schmid MM & Zimmermann H (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management,* 12: 249–283.

Bettinelli C & Chugh L (2009). Board of directors in Europe: A comparative law analysis. *International Review of Business Research Papers*, 5(2): 62-75.

Bhagat S & Bolton B (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance,* 14(3): 257-273.

Bonn I (2004). Board structure and firm performance: Evidence from Australia. *Journal of Managemet & Organization*, 10(1): 14-24.

Boone AL, Field LC, Karpoff JM & Raheja CG (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85: 66-101.

Braun M & Sharma A (2007). Should the CEO also be chair of the board? An empirical examination of family-controlled public firms. *Family Business Review,* 20(2): 111-126.

Brickley JA, Coles JL & Jarrell G (1997). Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3: 189–220.

Carpenter MA & Westphal JD (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal*, 44(4): 639-660.

Chen E & Nowland J (2010). Optimal board monitoring in family-owned companies: Evidence from Asia. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1): 3–17

Cheng S (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics,* 87: 157-176.

Chrisman JJ, Chua JH & Kellermanns F (2009). Priorities, resource stocks, and performance in family and non-family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(3): 739-760.

Chrisman JJ, Chua JH & Litz RA (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice,* 28(4): 335–354.

Chrisman JJ, Kellermanns FW, Chan KC & Liano K (2010). Intellectual foundations of current research in family business: An identification and review of 25 influential articles. *Family Business Review*, 23(1): 9 –26.

Christensen J, Kent P & Stewart J (2010). Corporate governance and company performance in Australia. *Australian Accounting Review,* 20(4): 372-386.

Coles JL, Daniel ND & Naveen L (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics,* 87(2): 329-356.

Coles JL, McWilliams V & Sen N (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management,* 27: 23–50.

Corbetta G & Salvato C A (2004a). The board of directors in family firms: One size fits all? *Family Business Review,* 17(2): 119-134.

Corbetta G & Salvato C A (2004b). Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on "Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence". *Entrepreneurship Theory and Practice,* 28(4): 355–362.

Crossland C & Hambrick DC (2007). How national systems differ in their constraints on corporate executives: a study of CEO effects in three countries. *Strategic Management Journal*, 28: 767–789.

Daily CM & Dalton DR (1993). Board of directors leadership and structure: control and performance implications. *Entrepreneurship Theory and Practice,* 17: 65-81.

Daily CM, Dalton DR & Rajagopalan N (2003). Governance through ownership: Centuries of practice, decades of research. *Academy of Management Journal*, 46: 115–158.

Daily CM & Dollinger MJ (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, 5(2): 117–136.

Dalton D, Daily C, Ellstrand A & Johnson J (1998). Board composition, leadership structure, and financial performance: Meta-analytic reviews and research agenda. *Strategic Management Journal*, 19: 269-291.

Dalton D, Daily C, Johnson JL & Ellstrand A (1999). Number of directors and financial performance: a meta-analysis. *Academy of Management Journal,* 42(6): 674-686.

Davis J, Schoorman D & Donaldson L (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review,* 22: 20-47.

Donaldson L & Davis JH (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1): 49-64.

Donaldson L & Davis JH (1994). Boards and company performance-research challenges the conventional wisdom. *Corporate Governance: An International Review,* 2: 151-160.

Eisenberg T, Sundgren S & Wells M (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48: 35-54.

Eisenhardt KM (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 4: 57–74.

Erakoviç L & Overall J (2010). Opening the 'black box': Challenging traditional governance theorems. *Journal of Management and Organization*, 16(2): 250-265.

Fama EF & Jensen MC (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2): 327-349.

Finkelstein S & D'Aveni RA (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal,* 37: 1079-1108.

Firstenberg PB & Malkiel BG (1994). The twenty-first century boardroom: Who will be in charge? *Sloan Management Review*, Fall: 27-35.

Forbes DP & Milliken FJ (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24: 489–505.

Ford RH (1992). *Boards of directors and the privately owned firm*. New York: Quorum Books.

Fraile IA & Fradejas NA (2012). The effect of the monitoring function and advisory function on board structure. *Revista Española de Financiación y Contabilidad-Spanish Journal of Finance and Accounting*, 41(153): 9-38.

García-Ramos R & García Olalla M (2011). The structure of board of directors in family versus non-family firms: Empirical evidence in Spain. *Revista Española de Financiación y Contabilidad-Spanish Journal of Finance and Accounting*, 40(149): 609-636.

Gómez-Mejía LR, Haynes K, Núñez-Nickel M, Jacobson K & Moyano-Fuentes J, (2007). Socioemotional wealth and business risk in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.

Gubitta P & Gianecchini M (2002). Governance and Flexibility in Family-Owned SMEs. *Family Business Review*, 15(4): 277-297.

Guest PM (2008). The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14: 51–72.

Hermalin BE & Weisbach MS (1991). The effect of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management,* 20: 101-112.

Huang CJ (2010). Board, ownership and performance. *Journal of Management & Organization*, 16: 219–234.

Huse M (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management,* 16: 65-79.

Huybrechts J, Voordeckers W, Lybaert N & Vandemaele S (2011). The distinctiveness of family-firm intangibles: A review and suggestions for future research. *Journal of Management & Organization*, 17: 268-287.

Jackling B & Johl S (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review,* 17: 492-509.

Jaggi B, Leung S & Gul F (2009). Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting Public Policy*, 28(4): 281-300.

James HS Jr. (1999). Owner as manager: Extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6: 41–56.

Jaskiewicz P & Klein SB (2007). The impact of goal alignment on board composition and board size in family businesses. *Journal of Business Research*, 60(10): 1080-108.

Jensen MC & Meckling WH (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.

Jensen M (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3): 481-531.

Jones CD, Makri M & Gómez-Mejía LR (2008). Affiliate directors and perceived risk bearing in publically-traded, family-controlled firms: The case of diversification. *Entrepreneurship Theory and Practice,* 32(6): 1007–1026.

Klein P, Shapiro D & Young J (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6): 769-784.

Kota H B & Tomar S (2010). Corporate governance practices in Indian firms. *Journal of Management & Organization,* 16 (2): 266–279.

Lane S, Astrachan J, Keyt A & McMillan K (2006). Guidelines for family business boards of directors. *Family Business Review,* 19 (2): 147-167.

La Porta R, López-de-Silanes F & Shleifer A (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance,* 54(2): 471-517.

Le Breton-Miller I & Miller D (2009). Agency vs. stewardship in public family firms: A social embeddedness reconciliation. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(6): 1169-1191.

Linck JS, Netter JM & Yang T (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics,* 87(2): 308-328.

Lipton M & Lorsch JW (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer,* 48(1): 59- 77.

Marquardt DW (1980). Comment: You should standardize the predictor variables in your regression models. *Journal of the American Statistical Association*, 75(369): 87-91.

Maury B (2006). Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance,* 12: 321–341.

McVey H, Draho J & Stanley M (2005). U.S. family-run companies- they may be better than you think. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4): 133-144.

Miller D & Le Breton-Miller I (2006). Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship and Capabilities. *Family Business Review*, 19 (1): 73-87.

Miller D, Le Breton-Miller I, Lester RH & Cannella AA (2007). Are family firms really superior? *Journal of Corporate Finance*, 13: 829–858.

Minichilli A, Zattoni A, Nielsen S & Huse M (2012). Board task performance: an exploration of micro and macro level determinants of board effectiveness. *Journal of Organizational Behavior,* 33(2): 193-215.

Moore MT (2002). Corporate governance: An experienced model. *Director's Monthly,* 26(3): 1–9.

Muth MM & Donaldson L (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1): 5-28.

Myers RH (1990). *Classical and modern regression with applications* (2nd ed.). Boston: PWS-Kent.

Navarro MS & Ansón SG (2009). Do families shape corporate governance structures? *Journal of Management & Organization*, 15(3): 327-345.

Newell R & Wilson G (2002). A premium for good governance. *McKinsey Quarterly,* 3: 20–23.

Pearce JA & Zahra SA (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29: 411-438.

Pfeffer J (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly,* 17: 218-229.

Pieper T (2010). Non solus: Toward a psychology of family business. *Journal of Family Business Strategy*, 1(1): 26-39.

Raheja CG (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* 40: 283-206.

Rajan RG & Zingales L (2002). *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*. University of Chicago, mimeo.

Rechner PL & Dalton DR (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal,* 12(2): 155-160.

Rhoades DL, Rechner PL & Sundaramurthy C (2001). A meta-analysis of board leadership structure and financial performance: Are two heads better than one? *Corporate Governance: An International Review,* 9(4): 311–19.

Sciascia S & Mazzola P (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review*, 21: 331-345.

Setia-Atmaja L, Tanewski JA & 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.

Shaw ME (1981). *Group dynamics: The psychology of small group behavior*. NewYork: McGraw-Hill.

Schulze WS, Lubatkin MH & Dino RN (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4): 473 – 490.

Schulze WS, Lubatkin MH, Dino RN & Bucchold AK (2001). Agency relationship in family firms: Theory and evidence. *Organization Science,* 12(2): 9-116.

Shleifer A & Vishny R (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52: 737-783.

Sundaramurthy C & Lewis MW (2003). Control and collaboration: Paradoxes of governance. *The Academy of Management Review,* 28(3): 397-415.

Titus VK Jr, Covin JG & Slevin DP (2011). Aligning strategic processes in pursuit of firm growth. *Journal of Business Research*, 65: 446-453.

Thomsen S & Pedersen T (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal,* 21: 689-705.

Villalonga B Amit R (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2): 385-417.

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): 137–15.

Yermack D (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics,* 40: 185-211.

Zajac EJ & Westphal JD (1996a). Director Reputation, CEO-Board Power, and the Dynamics of Board Interlocks. *Administrative Science Quarterly*, 41(3): 507-529.

Zajac EJ & Westphal JD (1996b). Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs. *The Academy of Management Journal,* 39: 64-90.

TABLE 1: SAMPLE DISTRIBUTION

Industry primary SIC codes	Spain	Portugal	Italy	Total firms
S1 Agriculture, forestry and fishing and S2 mining	3	0	0	3
S3 Construction	13	3	6	22
S4 Manufacturing	21	9	71	101
S5 Transportation, communication and public services	16	0	17	33
S6 Wholesale trade	4	0	6	10
S7 Retail trade	1	0	5	6
S8 Insurance and real estate	9	14	18	41
S9 Services	9	4	18	31
	76	**30**	**141**	**247**

TABLE 2: DESCRIPTIVE STATISTICS AND CORRELATIONS BETWEEN VARIABLES

	Mean	SD	1	2	3	4	5	6	7
1 Sales growth[a]	.14	.36							
2 Board size	9.17	3.50	.21 ***						
3 Independent directors	.30	.18	- .07	.17 **					
4 Dual leadership structure	.32	.42	.21 ***	.01	.09				
5 Firm size[a]	13.45	2.45	-.12 **	.38 ***	.02	-.14 **			
6 Firm debt	.58	.20	-.03	.07	.10 *	-.05	.39 ***		
7 Firm age[a]	3.24	.95	-.20 ***	.10	-.14 **	.00	.17 **	.10 *	
8 Family	.35	.47	.06	-.12 **	.04	.12 **	-.19 ***	-.03	-.00

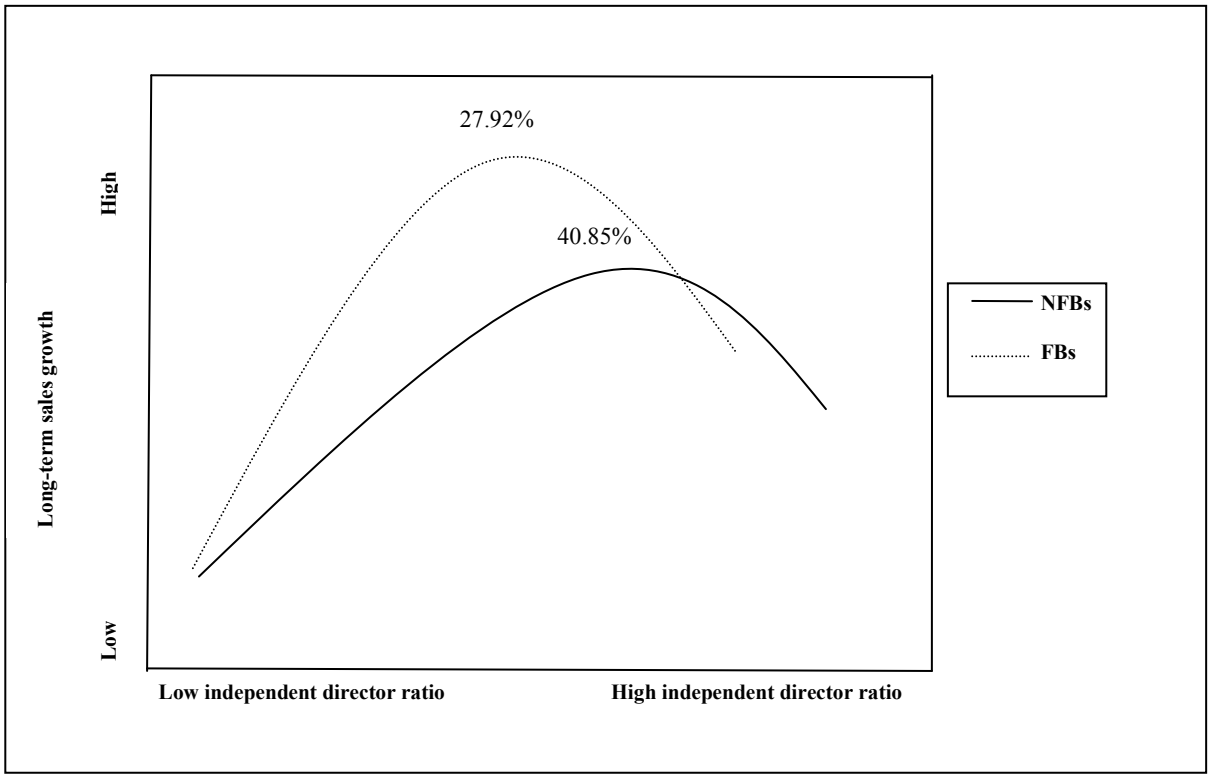
Spearman's rho
* p<.05; *** p<.001
[a] Logarithmised (ln).

TABLE 3: EMPIRICAL ANALYSIS RESULTS

Sales growth	**Model 1**	**Model 2**	**Model 3**	**Model 4**	**Model 5**
(Constant)	.530 ***	.299 **	.140 ***	.140 ***	.140 ***
Control variables					
Firm size	-.016 *	-.016 *	-.016 *	-.015 *	-.016 *
Firm debt	-.006	-.009	-.009	-.008	-.005
Firm age	-.066 ***	-.057 ***	-.056 ***	-.058 ***	-.057 ***
Independent variables					
Board size		.031 **	.025 *	.022 **	.023 *
Board size^2		-.001	-.001	-.001	-.000
Independent directors		.337 **	.494 **	.670 ***	.490 **
Independent directors^2		-.521 **	-.675 **	-.820 ***	-.681 **
Dual leadership structure		.111 ***	.110 ***	.117 ***	.116 ***
Family		-.020	-.022	-.023	-.023
Moderator variables					
Board size x Family			-.004		
Board size^2 x Family			.001		
Independent directors x Family				.612 **	
Independent directors^2 x Family				-1.096 **	
Dual leadership structure x Family					.042
Adjusted R^2	6.04 %	10.68 %	7.79 %	14.33 %	7.83 %
F	5.04 ***	6.12 ***	5.20 ***	6.72 ***	5.42 ***
N	247	247	247	247	247

Coefficients from the OLS regression are reported.. * $p < .05$ (two-tailed); ** $p < .01$ (two-tailed); *** $p < .001$ (two tailed).

FIGURE 1: INDEPENDENT DIRECTORS AND FIRM TYPE



The figure is not drawn to scale. In the aggregate, the independent director ratio that maximizes long-term sales growth is approximately 27.92% in FBs and 40.85% in NFBs. The cut-off points are derived following Aiken & West's (1991) procedures.

5. BOARD CHARACTERISTICS AND FIRM PERFORMANCE IN PUBLIC FOUNDER AND NONFOUNDER-LED FAMILY BUSINESSES

5.1. Resumen en español

Abstract

En este trabajo se analiza el efecto moderador que tiene la etapa generacional de la familia en la relación entre diversas características del consejo de administración y el desempeño de las empresas familiares cotizadas del sur de Europa. Además, se examina en qué medida las relaciones encontradas son consistentes con las recomendaciones de buen gobierno. Los resultados obtenidos ponen de relieve el efecto moderador que la presencia del fundador o de los descendientes ejerce sobre las relaciones analizadas, así como las limitaciones que presenta la Teoría de Agencia para explicar la realidad de las empresas familiares cotizadas.

Introducción

En el campo de estudio de las empresas familiares, las explicaciones teóricas ofrecidas hasta la fecha acerca de las estructuras de gobierno esperadas en función de la etapa generacional de la familia a cargo del negocio son escasas (Mishra, *et al.*, 2001; Schulze *et al.*, 2003; Lubatkin *et al.*, 2005; Miller *et al.*, 2011;) y poco se sabe de la relación entre los consejos de administración y dicha etapa generacional (Barontini y Caprio, 2006; Bammens *et al.*, 2008;). Teniendo en cuenta estas limitaciones teóricas, es importante señalar que a medida que las empresas evolucionan pueden ser necesarias distintas formas de gobierno (Filatotchev y Wright, 2005). Como señalan Zahra y Pearce (1989), la composición del consejo de administración es contingente a la etapa del ciclo de vida de la empresa, de tal forma que, en el caso particular de las empresas familiares, la generación que se encuentre al frente del negocio resulta una variable relevante de análisis, en tanto en cuanto puede determinar las necesidades de supervisión de la empresa (Gersick *et al.*, 1997; Astrachan *et al.*, 2002; Voordeckers *et al.*, 2007; Bammens *et al.*, 2008). La

naturaleza de las empresas familiares cambia a medida que la propiedad se va dispersando a través de las generaciones, dado que las necesidades de supervisión cambian al tiempo que lo hace la generación a cargo del negocio (Alderfer, 1988; Aronoff y Ward, 1995; Habbershon y Williams, 1999; Astrachan *et al.*, 2002; Lubatkin *et al.*, 2005; Voordeckers *et al.*, 2007; Bammens *et al.*, 2008;). Un consejo de administración bien estructurado puede ayudar a la empresa familiar a mantener su valor generación tras generación.

Teniendo en cuenta estos argumentos, el objetivo de este trabajo es determinar si existen diferencias significativas en la relación entre diversas características del consejo de admnistración y el desempeño de las empresas familiares en función de su etapa generacional, en particular según sea el fundador o los descendientes los que se encuentren al frente del negocio. Además, se analiza en qué medida las relaciones observadas son consistentes con las recomendaciones generales de buen gobierno para las empresas cotizadas. Para abordar estas cuestiones se utiliza una muestra de empresas familiares cotizadas del sur de Europa durante el período 2001-2007.

Marco teórico e hipótesis

La literatura que analiza los consejos de administración en las empresas familiares se ha desarrollado fundamentalmente al amparo de la Teoría de Agencia, según la cual cabe esperar que en estas empresas el problema de agencia entre la propiedad y la dirección no sea significativo (Habbershon y Williams, 1999; Schulze *et al.*, 2001; Anderson y Reeb, 2004; Villalonga y Amit, 2006). Los grandes accionistas familiares no se limitan sólo a participar en la propiedad de la empresa, sino que también suelen involucrarse activamente en su dirección y control (Corbetta y Tomaselli, 1996), y tienen fuertes incentivos para supervisar al equipo directivos en aras a proteger la riqueza familiar (Anderson y Reeb, 2003; McVey *et al.*, 2005; Barontini y Caprio, 2006). Sin embargo, el conflicto de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios puede ser superior en este tipo de empresas (Shleifer y Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 1999). El mayor poder y conocimiento de los grandes accionistas puede permitirles expropiar la riqueza de los accionistas minoritarios (Le Breton-Miller y Miller, 2009). Los grandes accionistas familiares pueden perseguir sus propios

beneficios económicos (a través de dividendos especiales, remuneraciones excesivas, actividades de tunelling) o no económicos (mantener el control familiar de la empresa, la supervivencia de la empresa, la independencia financiera, la armonía familiar) en detrimento de los accionistas minoritarios no familiares (Anderson y Reeb, 2004; Villalonga y Amit, 2006; Voordeckers *et al.*, 2007; Jones *et al.*, 2008; Bammens *et al.*, 2010).

Estos problemas de agencia y, por tanto, las necesidades de supervisión, dependen de la etapa generacional de la familia a cargo de la empresa (Habbershon y Williams, 1999; Bammens *et al.*, 2008; Miller *et al.*, 2008; Le Breton-Miller y Miller, 2009). En el contexto de las empresas familiares cotizadas, el paso generacional puede conducir a que la familia tengo un exceso de derechos de control sobre derechos de *cash-flow* a través, por ejemplo, del empleo de estructuras de propiedad piramidales (La Porta *et al.*, 1999; Mishra *et al.*, 2001; Morck y Yeung, 2003), lo que le permitirá obtener ganancias personales a expensas de los accionistas minoritarios (Miller *et al.*, 2008). Además, los problemas derivados del atrincheramiento de directivos familiares incompetentes que permanecen en su puesto aún obteniendo pésimos resultados empresariales suelen incrementarse en la segunda y posteriores generaciones (Gedajlovic *et al.*, 2004; Villalonga y Amit, 2006). El problema de agencia entre la propiedad y la dirección también se hace más severo después de la generación del fundador, a medida que la propiedad se dispersa entre diferentes ramas familiares (Le Breton-Miller y Miller, 2006; Miller *et al.*, 2008). El paso generacional conducirá, así mismo, a un aumento de los objetivos económicos de los miembros familiares, los cuales, cada vez menos comprometidos con la supervivencia de la empresa en el largo plazo y cada vez más centrados en las ganancias cortoplacistas, serán más propensos que el fundador a expropiar la riqueza de los accionistas no familiares (Bammens *et al.*, 2008).

Por otro lado, las relaciones de agencia en las empresas familiares se caracterizan por al altruismo parental, que genera lazos de confianza y compromiso hacia la familia y hacia la empresa y facilita la comunicación y la reciprocidad (Schulze *et al.*, 2003). El éxito en la implantación de prácticas de buen gobierno, independientemente de su efectividad, depende de la actitud y aptitud de los

miembros familiares, así como del grado de confianza, compromiso y cohesión que exista entre ellos (Habbershon y Williams, 1999). El altruismo parental puede promover los lazos familiares, lo que ayudará a alinear incentivos y reducir las asimetrías de información entre los agentes que toman las decisiones en el seno de la empresa, reduciendo, por tanto, los costes de agencia (Lubatkin *et al.*, 2005). Lambrecht y Lievens (2008) explican que en la primera generación, los consejos de administración de estas empresas suelen estar compuestos por familiares que comparten los mismos valores, coincidiendo sus interses con los del fundador. Sin embargo, a través de las generaciones la influencia del altruismo cambia, a medida que la propiedad se dispersa entre distintos miembros de la familia (Schulze *et al.*, 2001). Mientras que el altruismo parental supone para las empresas familiares de primera generación un incentivo importante para actuar en beneficio de la familia, la naturaleza del altruismo en las generaciones sucesivas hace que la alineación de intereses entre los distintos accionistas sea más difícil de conseguir. Cuando entre los miembros de la familia a cargo de la empresa no está el fundador ni el cabeza de familia, es más difícil que obtengan, bien a través de la cooperación o bien de la imposición, el apoyo necesario del resto de familiares para llevar a cabo inversiones y perseguir oportunidades que la familia a cargo del negocio considera adecuadas (Lubatkin *et al.*, 2005). A través de las generaciones el número de accionistas se va incrementando y los lazos familiares se van diluyendo. En este contexto, el altruismo proporciona a cada accionista familiar un incentivo para preservar la riqueza de su propio núcleo familiar, en lugar de la riqueza de la totalidad de la familia e incluso en contra del interés general de la empresa, lo que desemboca en un aumento de los problemas de agencia y, por tanto, de las necesidades de supervisión (Bammens *et al.*, 2010). Además, el número de accionistas familiares pasivos también tiende a aumentar a través de las generaciones, lo que generará nuevos conflictos de interés entre estos y los familiares con una participación activa en la empresa. A medida que la empresa pasa de la primera a las siguientes generaciones aumentarán las rivalidades entre los empleados familiares (Astrachan y Aronoff, 1998) y entre éstos y los no familiares (Gersick *et al.*, 1997; Dyer, 2003; Schulze *et al.*, 2001, 2003; Sonfield y Lussier, 2004).

Teniendo en cuenta los argumentos expuestos, el desarrollo de las hipótesis se sustenta en la idea de que la presencia del fundador o de los descendientes determinará las necesidades de supervisión de la empresa familiar. La premisa básica es que las necesidades de supervisión tendrán una influencia signficativa en la estructura del consejo (Huse, 2005; Voordeckers *et al.*, 2007). Las hipótesis desarrolladas se centran en distintas características del consejo que reflejan la motivación y habilidad de los consejeros para llevar a cabo su función de supervisión de forma eficiente. Esta eficiencia es aproximada a través del desempeño de la empresa, asumiendo que cuanto más efectivo sea el consejo en la supervisión de la actuación de la empresa, mejor gobernada estará, lo que se traducirá en un mejor desempeño corporativo (Zahra y Pearce, 1989; Dalton *et al.*, 1999). A diferencia de otros trabajos, se realiza un análisis integrado de cuatro características del consejo de administración.

De acuerdo con las recomendaciones de buen gobierno y con la perspectiva teórica de agencia, las cuales sugieren que los consejos pequeños supervisan mejor, la relación esperada entre el tamaño del consejo de administración y el desempeño de la empresa es negativa. Teniendo en cuenta que las empresas familiares lideradas por el fundador incurren en menos necesidades de supervisión que las lideradas por los descendientes, la primera hipótesis es la siguiente:

> *H1. El efecto negativo del tamaño del consejo sobre el desempeño de la empresa es más débil en las empresas familiares lideradas por el fundador que en las lideradas por los descendientes.*

En cuanto a la composición del consejo de administración, de acuerdo con las recomendaciones de buen gobierno y con la perspectiva teórica de agencia, las cuales sugieren que los consejeros independientes supervisan mejor que los ejecutivos, la relación esperada entre la proporción de consejeros independientes y el desempeño de la empresa es positiva. Teniendo en cuenta que las empresas familiares lideradas por el fundador incurren en menos necesidades de supervisión que las lideradas por los descencientes, la segunda hipótesis es la siguiente:

H2. El efecto positivo de los consejeros independientes sobre el desempeño de la empresa es más débil en las empresas familiares lideradas por el fundador que en las lideradas por los descendientes.

Respecto a la estructura de liderazgo de la empresa, de acuerdo con las recomendaciones de buen gobierno y con la perspectiva teórica de agencia, las cuales sugieren que la separación de las figuras del CEO y del presidente del consejo favorecen la labor supervisora del consejo de administración, la relación esperada entre la dualidad del CEO y el desempeño de la empresa es negativa. Teniendo en cuenta que las empresas familiares lideradas por el fundador incurren en menos necesidades de supervisión que las lideradas por los descencientes, la tercera hipótesis es la siguiente:

H3. El efecto negativo de la dualidad del CEO sobre el desempeño de la empresa es más débil en las empresas familiares lideradas por el fundador que en las lideradas por los descendientes.

De acuerdo con las recomendaciones de buen gobierno y con la perspectiva teórica de agencia, las cuales sugieren que los consejos más activos supervisan mejor, la relación esperada entre la frecuencia de las reuniones del consejo y el desempeño de la empresa es positiva. Teniendo en cuenta que las empresas familiares lideradas por el fundador incurren en menos necesidades de supervisión que las lideradas por los descencientes, la tercera hipótesis es la siguiente:

H4. El efecto positivo del número de reuniones del consejo sobre el desempeño de la empresa es más débil en las empresas familiares lideradas por el fundador que en las lideradas por los descendientes.

Análisis empírico

El análisis empírico se lleva a cabo utilizando una muestra de empresas familiares cotizadas de España, Portugal e Italia durante el período 2001-2007. Estos países han sido seleccionados porque su sistema legal se encuadra dentro de la tradición legal de la *Civil Law* (véase el capítulo I de la tesis doctoral).

Para la identificación de la propiedad familiar se ha utilizado la metodología de las cadenas de control (La Porta *et al.* 1999), que ha sido explicada en el segundo apartado del presente capítulo. Siguiendo esta metodología, se ha considerado que una empresa tiene un último propietario de naturaleza familiar si el último accionista a través del último eslabón de la cadena posee directa o indirectamente un 25% de la propiedad y es una familia. Mediante la identificación manual de los accionistas de la empresa se ha considerado la propiedad de distintos familiares de forma agregada. Para ser incluida en la muestra final se ha exigido, además de lo anterior, la participación activa de los miembros de la familia en los órganos de dirección y/o control de la empresa. Después de someter la muestra así seleccionada a diversos filtros, la muestra final está compuesta por 77 empresas familiares.

La técnica econométrica seleccionada es la regresión de panel dinámico. Se ha utilizado el estimador de sistema en dos etapas del método generalizado de los momentos (Arellano y Bond, 1991; Blundell y Bond, 1998), que permite tratar adecuadamente la heterogeneidad inobservable, es decir, aquellas características que la empresa mantiene a través del tiempo y que dan lugar a un comportamiento determinado estrechamente relacionado con la cultura de la empresa, que en el caso particular de las empresas familiares es conferido por la familia controladora y se pone de manifiesto en el proceso de toma de decisiones, repercutiendo, por tanto, en el desempeño corproativo. En segundo lugar, este estimador permite solventar mediante el empleo de instrumentos el problema de endogeneidad que afecta a las variables de gobierno corporativo utilizadas. Teniendo en cuenta que el tamaño de la muestra no es muy grande, se ha llevado a cabo la correción para muestras finitas propuesta por Windmeijer (2005), lo que permite mejorar la robustez de los resultados y elimina cualquier sesgo de subestimación de los errores estándar asintóticos.

Variable dependiente: desempeño financiero aproximado a través de la Q de Tobin.

Variables independientes: tamaño del consejo de administración, proporción de consejeros independientes, dualidad del CEO, frequencia de las reuniones del consejo de administración.

Variable moderadora: etapa generacional de la empresa, en concreto presencia del socio fundador o de los descendientes familiares.

Variables de control: retardo de la q de Tobin, tamaño de la empresa, endeudamiento de la empresa, dummies sectoriales, dummies anuales, dummies país.

Resultados

Los resultados obtenidos muestran cómo la etapa generacional de la empresa familiar modera la relación entre el tamaño del consejo de administración y el desempeño financiero. La relación para las empresas familiares lideradas por el fundador es negativa y, por tanto consistente con los preceptos de la Teoría de Agencia, lo que sugiere que en estas empresas, en las que el problema de agencia fundamental es aquel entre el accionista de control familiar y los accionistas minoritarios, los consejos pequeños supervisan mejor, que las relaciones en el seno del consejo son más fácilmente manejables cuando los consejos tienen un tamaño reducido, y que un menor número de consejeros puede ayudar a los propietarios familiares fundadores en la toma de decisiones de forma rápida y flexible. Los fundadores de las empresas familiares parecen no requerir más opiniones que las procedentes de los miembros de la familia o de otros miembros estrechamente vinculados a la organización o a la familia, en los que pueden confiar plenamente sin cuestionarse la forma en la que el fundador dirige la empresa.

Sin embargo, en las empresas familiares lideradas por las generaciones posteriores la relación observada muestra que un mayor número de consejeros mejora el desempeño financiero. Desde el punto de vista de la Teoría de Agencia este resultado indica que el beneficio derivado del aumento de la capacidad supervisora del consejo supera los costes asociados a los problemas de coordinación y comunicación asociados a los consejos grandes. Este resultado podría sugerir también que el consejo desempeña otras labores importantes en el seno de las empresas familiares, además de la supervisión, en concreto, el asesoramiento. En este sentido, es importante señalar que un elemento crucial que determina la capacidad potencial de un consejo para proporcionar asesoramiento es el número de consejeros, que es

considerado como una medida de capital humano (Hillman y Dalziel, 2003). Desde este punto de vista, cuantos más consejeros tenga el consejo, mayores serán sus conocimientos y habilidadese y mayores las interrelaciones con el exterior de la empresa (Corbetta y Salvato, 2004).

En cuanto a la composición del consejo, los resultados ponen de relieve que la etapa generacional de la empresa familiar influye en la relación entre la proporción de consejeros independientes y el desempeño corporativo. En las empresas familiares lideradas por el fundador, de forma consistente con los postulados de la Teoría de Agencia, una mayor proporción de consejeros independientes mejora el desempeño financiero. Sin embargo, en las empresas familiares lideradas por los descendientes, el efecto de los consejeros independientes sobre el desempeño financiero es negativo. Estos resultados sugieren que mientras en las empresas familiares de primera generación los independientes pueden suponer una forma de reducir el poder del fundador y aliviar los potenciales conflictos de interés entre éste y los accionistas minoritarios (Jaggi *et al.*, 2009), en las empresas familiares lideradas por los descendientes el papel de los consejeros ejecutivos toma mayor relevancia, gracias a su conocimiento específico sobre el negocio (Hillman y Dalziel, 2003; Raheja, 2005) y al aumento del conocimiento de los miembros familiares a través del paso generacional (Bammens *et al.*, 2008). En este contexto, pueden existir costes de agencia derivados de los conflictos de interés entre distintas ramas de la familia. Como señalan Harris y Raviv (2008), sin un adecuado conocimiento y comprensión de las dinámicas familiares, los consejeros independientes es más probable que exacerben las disputas en lugar de solucionarlas. Este resultado también podría indicar que, a través de las generaciones, los consejeros independientes son incorporados en los consejos de las empresas familiares básicamente como respuesta a las presiones procedentes de los distintos partícipes no familiares, como los accionistas minoritarios o los bancos, que tratan de preservar sus intereses financieros (Johannisson y Huse, 2000), así como en aras a adaptarse a las recomendaciones de buen gobierno. Así mismo, este resultado nos hace cuestionarnos si realmente los consejeros independientes de estas empresas cumplen con la condición de independencia con respecto a la empresa y su miembros (Corbetta y Salvato, 2004a).

Respecto a la estructura de liderazgo, los resultados obtenidos no son consistentes con la Teoría de Agencia y, por tanto, contradicen la recomendación de buen gobierno a favor de la separación efectiva de poderes entre el CEO y el presidente del consejo. En particular, el efecto de la dualidad de poder es positivo en las empresas familiares lideradas por los descendientes y no significativo en las lideradas por el fundador. Lane *et al.* (2006) afirman que la dualidad de poder resulta beneficiosa si la misma persona es capaz de desempeñar ambos puestos de forma efectiva, como parece ocurrir en nuestra muestra de empresas familiares, donde la dualidad no conduce a un exceso de poder por parte del CEO que perjudique a los accionistas. Estos resultados también sugieren que la dualidad de poder podría estar favoreciendo la función asesora del consejo, lo que explicaría la mejora del desempeño financiero, y es consistente con la Teoría del Servidor, según la cual la dualidad de poder afectará positivamente al desempeño empresarial (Davis *et al.*, 1997). La no significatividad en las empresas familiares lideradas por el fundador podría indicar que en estas sociedades existen otros mecanismos externos e internos que hacen de la dualidad un estado irrelevante (Baliga *et al.*, 1996).

Por último, los resultados muestran un efecto positivo del número de reuniones del consejo sobre el desempeño financiero de la empresa, y son, por tanto, consistentes con la Teoría de Agencia. Además, la relación es más débil en las empresas familiares lideradas por el fundador que en las lideradas por los descendientes, lo que sugiere que en las primeras existen otros mecanismos informales, como el consejo de familia o las reuniones y comidas familiares que son percibidas por los inversores como un mecanismo sustitutivo de las reuniones formales del consejo, restando importancia a estas últimas (Dana y Smyrnios, 2010). Las empresas familiares que son transferidas con éxito a la siguiente generación deben anticipar los efectos negativos que el altruismo puede causar en las relaciones familiares de segundo y posteriores niveles de consanguinidad. Para ello, deben evolucionar rápidamente hacia mecanismos de gobierno más formales para supervisar la actuación de los familiares activos y para definir el papel de los familiares pasivos y gestionar su relación con la empresa. A través de las generaciones, a medida que aumentan tanto el número de ramas familiares como de inversores externos a la familia, el negocio necesita un lugar formal en el que estén

representados los intereses de todos los accionistas de la empresa. En este contexto, serán más necesarias las reuniones formales del consejo, que irán relegando las reuniones familiares a un segundo plano.

Conclusiones

Este trabajo se encuadra dentro de una línea de investigación emergente que analiza los patrones gobierno de las empresas familiares a través de las generaciones. Los análisis llevados a cabo para una muestra de empresas familiares cotizadas de España, Italia y Portugal durante el períoddo 2001-2007 ponen de relieve que la etapa generacional modera la relación entre diversas características del consejo de administración relacionadas con las recomendaciones de buen gobierno y el desempeño financiero. En las empresas familiares, la implantación existosa de las prácticas de buen gobierno va a depender de la actitud y aptitud de los miembros familiares involucrados en la organización, así como de su nivel de confianza, compromiso y cohesión, aspectos que se ven influenciados por la presencia del fundador en el negocio.

Aunque la investigación sobre los consejos de administración en las empresas familiares se ha centrado tradicionalmente en la Teoría de Agencia, los resultados de este trabajo apuntan que dicha teoría es limitada a la hora de explicar la relación entre el consejo de administración y el desempeño de la empresa. En este sentido, nuestras conclusiones son consistentes con la nueva corriente investigadora que sostiene que ninguna teoría puede explicar de forma unilateral la relación entre el gobierno corporativo y el desmepeño de las empresas familiares, sino que es necesario aplicar aproximaciones multiteóricas (Chrisman *et al.*, 2009; Bammens *et al.*, 2010; Pieper, 2010) y considerar la relevancia de la función de asesoramiento.

El gobierno corporativo es fundamental para las empresas familiares cotizadas. Sin embargo, según los resultados obtenidos muchas de las actuales recomendaciones de buen gobierno estarían perjudicando el desempeño financiero de estas sociedades. A pesar de que las empresas familiares perciben el negocio como un legado que transmitir de generación en generación (Miller y Le Breton-Miller,

2006) y sus accionistas de control tienen horizontes temporales más alargados que los de las empresas no familiares (Anderson *et al.*, 2003; McVey *et al.*, 2005), son pocas las que resisten el proceso de sucesión y son transmitidas con éxito a la siguiente generación (Ward, 1987). Unas estructuras de gobierno adecuadas pueden ayudarlas a afrontar su momento más crítico, el cambio generacional y el proceso de sucesión, lo que contribuirá a su supervivencia. Por tanto, las reformas de buen gobierno deben incorporar aspectos contingentes como es la etapa generacional de la empresa familiar.

En resumen, dado que los problemas de agencia de la empresa familiar son contingentes a su etapa generacional, sus soluciones óptimas de gobierno también lo serán. Aunque es necesario seguir profundizando en el estudio del efecto del cambio generacional sobre el gobierno de las empresas familiares y hay que ser cautos a la hora de establecer prescripciones de gobierno para este tipo de sociedades, este trabajo supone una prueba más de que no deben existir pautas universales de buen gobierno. En nuestra muestra, las prescripciones de la Teoría de Agencia, acordes con las recomendaciones actuales de buen gobierno, parecen ser más adecuadas para las empresas familiares más jóvenes, lideradas por el fundador, en las que el problema de agencia básico se produce entre el accionista de control familiar y los accionistas minoritarios. A través de las generaciones, cuando son los descendientes los que están a cargo del negocio, las estructuras de gobierno óptimas parecen ser aquellas que refuerzan la capacidad directiva sobre la del consejo de administración, incorporando más consejeros ejecutivos y estructuras de liderazgo duales.

5.2. Artículo original

Journal of Family Business Strategy 2 (2011) 220–231

Contents lists available at SciVerse ScienceDirect

Journal of Family Business Strategy

journal homepage: www.elsevier.com/locate/jfbs

Board characteristics and firm performance in public founder- and nonfounder-led family businesses

Rebeca García-Ramos *, Myriam García-Olalla

Department of Business Administration, University of Cantabria, Spain

ARTICLE INFO

Article history:
Received 4 February 2011
Received in revised form 23 September 2011
Accepted 28 September 2011

Keywords:
Corporate governance
Publicly traded family businesses
Founder-led
Board of directors
Firm market performance

ABSTRACT

In this study, we examine whether the presence of a founder influences the relationship between the board of directors' characteristics and company performance in a sample of European, publicly traded, family firms. Our findings contradict the widespread belief that smaller and more independent boards as well as nondual leadership structures always lead to better firm performance, suggesting that agency theory is limited in its explanation of the relationship between board characteristics and firm performance. We find a positive effect of board size on business performance in nonfounder-led family firms and a negative effect of board size on founder-led family businesses. The presence of independent directors on the board has a positive effect on performance when a firm is run by its founder. However, when descendants lead the firm, the presence of independent directors has a negative effect on performance. Although the effect of board meetings on firm performance is positive, this relationship is weaker when the family business is run by its founder. Finally, CEO duality improves firm performance when descendants run the business, although CEO duality has no effect on performance when the firm is led by the founder.

© 2011 Elsevier Ltd. All rights reserved.

1. Introduction

In recent years, several recommendations have been made with regard to board structure for public corporations and have been written into codes of good corporate governance. A common theme in these recommendations is the agency theory perspective, which seeks to strengthen the role of monitoring boards. The emphasis of these codes on the monitoring function of boards is aligned with the focus of agency theory in much of the literature on boards of directors. However, the related empirical evidence is inconclusive and there is limited guidance for policymakers seeking to identify governance practices that result in more effective firm performance (Finegold, Hetch, & Benson, 2007).

A key aspect of firm governance is ownership structure, particularly the typology of the firm's shareholders (Bammens, Voordeckers, & Van Gils, 2010). The governance practices of family businesses (FBs) differ from those of non-FBs (Bartholomeusz & Tanewski, 2006). In recent years, numerous studies have analysed the distinctive features of the governance systems of these types of business (e.g., Anderson & Reeb, 2004; Arosa, Iturralde, & Maseda, 2010; Bartholomeusz & Tanewski, 2006; Corbetta & Montemerlo, 1999; Corbetta & Salvato, 2004; Davis & Pett, 2000; Lane, Astrachan, Keyt, & McMillan, 2006; Miller & Le Breton-Miller, 2006; Schulze, Lubatkin, Dino, & Bucchold, 2001; Van den Heuvel, Van Gils, & Voordeckers, 2006). However, theoretical explanations of expected governance patterns over generations are only beginning to emerge (Lubatkin, Schulze, Ling, & Dino, 2005; Miller, Le Breton-Miller, & Lester, 2011; Mishra, Randoy, & Jensen, 2001; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003) and little is known about the relation between boards of directors and family generations in charge of companies (Bammens, Voordeckers, & Van Gils, 2008; Barontini & Caprio, 2006). Given these limitations in theoretical knowledge, it is important to note that, as companies evolve, different forms of corporate governance may be needed (Filatotchev & Wright, 2005). As Zahra and Pearce (1989) first noted, board composition is contingent upon the current phase in a company's life cycle, so that, in the particular case of a FB, the family generation in charge of the business will be a relevant variable because it determines a FB's need for supervision (Astrachan, Klein, & Smyrnios, 2002; Bammens et al., 2008; Gersick, Davis, Hampton, & Lansberg, 1997; Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007). The nature of FB governance changes as ownership is dispersed over time and across generations because needs for supervision change, as does the generation in charge of the firm (Alderfer, 1988; Aronoff & Ward, 1995; Astrachan et al., 2002; Bammens et al., 2008; Habbershon & Williams, 1999;

* Corresponding author at: Department of Business Administration, University of Cantabria, Avenida de los Castros s/n, 39005 Santander, Cantabria, Spain. Tel.: +34 942 20 39 22; fax: +34 942 20 18 90.
E-mail address: rebeca.garciaramos@unican.es (R. García-Ramos).

1877-8585/$ – see front matter © 2011 Elsevier Ltd. All rights reserved.
doi:10.1016/j.jfbs.2011.09.001

Lubatkin et al., 2005; Voordeckers et al., 2007). A well-formed board can provide a FB with the edge needed to sustain value from one generation to the next.

Considering these prospective connections, the aim of this study is to determine whether there are significant differences in the relationship between a board of directors and firm performance that depend on the generational stage of the FB and, more specifically, on founder involvement in the business. In addition, we examine the extent to which the observed relationships are consistent with general good governance recommendations for listed companies. To explore these questions, we use a sample of European, publicly traded, family firms during the 2001–2007 period and compare those FBs led by their founders (FLFBs) with those not led by their founders but by descendants (NFLFBs). The European business sector enables us to analyse the impact of corporate governance on firm performance in a context characterised by high ownership concentration and the presence of family groups that remain in control of a significant number of firms, in contrast to the less amenable American and Anglo-Saxon markets.

The role of the founder in FBs is relatively underexplored in the corporate governance literature. By exploring the impact of the founder in the relationship between several board characteristics and firm performance, we attempt to expand the knowledge about corporate governance and to shed further light on differences in FBs over generations. The concerns of this study are particularly pertinent for FB owners, their advisors and regulatory bodies of corporate governance, as well as the scientific community in general. The results presented provide an overview of the relationship between a board and the performance of a FB dependent on whether it is led by its founder. The study provides insight into the proper understanding and design of the structures most suitable for boards of directors in order to maximise firm performance.

To pursue our objectives, this article will proceed as follows: in the next section, we adopt an agency theory approach in order to review the monitoring role of boards of directors in the context of FBs, focusing on the influence of founder involvement on agency problems. Hypotheses are subsequently offered. In the third section, we define the sample, variables and methodology used. The results, implications, main conclusions and limitations of the study are discussed in the final sections.

2. Agency problems, boards of directors and firm performance: theoretical background and hypothesis development

The most dominant direction in corporate governance research is that represented by agency theorists. Agency theory addresses the relationship between a principal (such as an owner), an agent and the contract that binds them (Jensen & Meckling, 1976). Economists study the problems that result from asymmetric information and from divergences of interest between the two parties. Such problems include, for example, a limited ability to select a reliable agent and to monitor and censure his/her performance (Fama & Jensen, 1983). From an agency theory perspective, a primary task that the board of directors should perform as an internal administrative body is the monitoring of management on behalf of shareholders, since effective monitoring can improve firm performance by reducing agency costs (Eisenhardt, 1989; Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993; Jensen & Meckling, 1976).

The literature on boards of directors in FBs has primarily focused on agency issues, from which we can infer that FBs need not incur significant owner–manager agency costs (Habbershon & Williams, 1999; Schulze et al., 2001). Families who own businesses do not confine themselves to simple ownership; they tend to manage and to assume a governing role (Corbetta & Tomaselli, 1996). In a general context of concentrated family ownership and nonseparation of ownership and management, the strong alignment of interests between owners and managers reduces the agency costs arising from the need to establish mechanisms for the supervision of the management team. Moreover, in publicly traded FBs, family block holders have strong incentives to monitor management in order to protect family wealth (Anderson & Reeb, 2003; Barontini & Caprio, 2006; McVey, Draho, & Stanley, 2005), thereby mitigating or reducing the classical agency problem between owners and managers (Anderson & Reeb, 2004; Jaggi, Leung, & Gul, 2009; Villalonga & Amit, 2006).

However, agency problems emerge not only from owner–manager conflict but also from the owner–owner conflict stemming from the divergent interests of majority and minority shareholders (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Shleifer & Vishny, 1997). Publicly traded FBs also hold contracts with other, nonfamily shareholders. Major owners may act as de facto agents for minority owners, but because of their superior power and knowledge, they may be able to exploit minority owners (Le Breton-Miller & Miller, 2009). Family interests may dominate over the interests of minority nonfamily shareholders, since the concentration of personal and family wealth in owner-managed firms usually creates a preference for income and wealth preservation over other dimensions of firm performance such as maximisation of dividend payments to outside shareholders (Filatotchev & Wright, 2005). Therefore, family influence needs to be balanced with board structures that limit the family's discretion over firm resources and with the danger of the expropriation of firm wealth (Anderson & Reeb, 2004). With respect to the latter, two sources of agency problems can be identified (Bammens et al., 2010): the owning family's pursuit of its own economic interests and the owning family's pursuit of its own noneconomic interests.

The owning family's pursuit of its own economic interests brings about the risk of power abuse and the extraction of private economic benefits through special dividends, excessive compensation, tunnelling activities and the like (Anderson & Reeb, 2004) at the expense of nonfamily minority shareholders (Villalonga & Amit, 2006). The second concern refers to the threat of owning families pursuing noneconomic family objectives, such as maintaining control of the company, firm survival, financial independence and/or family harmony, to the detriment of nonfamily stakeholders' interests (Jones, Makri, & Gomez-Mejia, 2008; McVey et al., 2005; Sharma, Chrisman, & Chua, 1997; Voordeckers et al., 2007). Compared with the focus on the risk within private FBs that owning families will pursue noneconomic interests that detract from economic firm performance, research on the public setting of FBs shifts its concern to the expropriation of economic benefits (Bammens et al., 2010; Le Breton-Miller & Miller, 2009). This fact reflects the tendency for privately held FBs to be used as vehicles for sustaining a family's transgenerational economic and socio-emotional needs. In contrast, in publicly traded FBs, the distance between the family and the business can grow and the family incentive to exploit rather than nurture the business can become quite real (Miller, Le Breton-Miller, & Scholnicket, 2008; Morck & Yeung, 2003).

Considering these agency issues, scholars have emphasised the value of boards that reduce information asymmetries and that set limits on familial decision-makers' discretion (Anderson & Reeb, 2004; Schulze et al., 2001). These agency problems and needs for supervision depend on the generational stage of the family in charge of the business (Bammens et al., 2008; Habbershon & Williams, 1999; Le Breton-Miller & Miller, 2009; Miller et al., 2008). Within the context of publicly traded FBs, over generations, families often obtain control significantly in excess of their cash

flow rights because of their participation in management and their use of mechanisms such as pyramid structures and dual-class voting shares (La Porta et al., 1999; Mishra et al., 2001; Morck & Yeung, 2003), allowing family members to reap personal rewards at the expense of the business (Miller et al., 2008). Moreover, problems of entrenchment in which incompetent family managers keep their jobs despite very poor performance can also increase, particularly in generations that follow the founder generation (Gedajlovic, Lubatkin, & Schulze, 2004; Villalonga & Amit, 2006). Owner–owner and owner–manager conflicts are also more apt to occur among older FBs in which ownership is diffused across different branches of the family (Le Breton-Miller & Miller, 2006; Miller et al., 2008). Such conflicts may deplete resources and erode competitiveness. In addition, over generations, the economic objectives of family members may increase and family members who are less compromised by long-term performance can become more likely than the founder to expropriate nonfamily shareholders' wealth (Bammens et al., 2008).

Fama and Jensen (1983), as well as De Angelo and De Angelo (1985), suggest that founder involvement in the FB reduces agency costs and allows improved monitoring of the firm's managers. Agency relations in FLFBs are characterised by parental altruism, which generates ties of trust and commitment to the family and to the firm and facilitates communication and reciprocity (Habbershon & Williams, 1999; Schulze et al., 2003). The successful implementation of practices of good governance, no matter how useful such practices might be considered to be, is conditional on the attitudes and aptitudes of family members as well as on the extent of their mutual trust, commitment and cohesion (Habbershon & Williams, 1999). Parental altruism can promote a family bond, which can in turn help to align incentives and reduce information asymmetries among the key decision makers of a firm, thereby reducing the cost of governance (Lubatkin et al., 2005). Lambrecht and Lievens (2008) have explained that in the course of setting up FLFBs, boards of directors often comprise family members who share the same values and perspectives. Their interests also thus coincide with those of the founder of the FB. Dyer (1988) found that 80% of FLFBs had a paternalistic management culture and style characterised by hierarchical relationships, top management control of power and authority and close supervision.

However, the influence of altruism changes over time as ownership becomes dispersed among family members across generations (Lubatkin et al., 2005; Schulze et al., 2001). Over time, family relationships change, mainly because expanding ties lead to the entry of new owners through succession and ownership becomes more dispersed (Bammens et al., 2008; Habbershon & Williams, 1999). Whereas parental altruism gives FLFBs a powerful incentive to take actions that they believe would benefit the nuclear family, the nature of altruism in NFLFBs makes this alignment of interest among shareholders much more difficult to obtain. When the family members in charge of the company consist of neither the founder of the FB nor the head of the family, they are less able to obtain, either by cooperation, co-option or edict, the necessary support from the other family shareholders in order to make investments and pursue opportunities that the family members in charge believe to be best for the firm (Lubatkin et al., 2005). As Lubatkin et al. (2005) note, over generations, altruism provides each family shareholder with an incentive to place his/her own nuclear household's welfare ahead of the welfare of his/her extended family members (and even ahead of the firm). Therefore, as the number of generations involved in the business increases, the number of shareholders rises and ties to past generations and to the family are steadily lost. In this context, especially over generations, agency problems can emerge in the form of moral hazard problems that arise from intra-family divergences of interest derived from the different nuclear family units' pursuit of their own interests (Bammens et al., 2010), thus increasing the need for monitoring by the board of directors.

Furthermore, the number of passive family shareholders typically increases over generations, which may lead to a new conflict of interests. Whereas passive shareholders usually prefer the maximisation of dividend payments in the short term (Bammens et al., 2008), active family members tend to emphasise long-term performance (Schulze et al., 2003). In addition, these companies are prone to conflicts arising from rivalries among family employees (Astrachan & Aronoff, 1998) and between family and nonfamily employees (Gersick et al., 1997) as they progress through generational stages (Dyer, 2003; Schulze et al., 2001, 2003; Sonfield & Lussier, 2004). Commitment decreases as family management is diluted by nonfamily management (Habbershon & Williams, 1999) and ownership becomes dispersed across different branches of the family (Le Breton-Miller & Miller, 2006).

Given these observations, the development of our hypotheses is based on the idea that the question of whether the FB is led by the founder determines the firm's needs for monitoring by its board. Because agency problems will change from the founder's generation to the next generations (Bammens et al., 2008; Habbershon & Williams, 1999), we expect the relationship between board characteristics and firm performance to do so as well. As Zahra and Pearce (1989) first noted, board composition is contingent upon the phase a company occupies in its life cycle; thus, in the particular case of a FB, the family founder's presence in the business will serve as a relevant variable in the analysis (Astrachan et al., 2002; Bammens et al., 2008; Voordeckers et al., 2007).

Our basic premise is that the need for monitoring by the board of directors can have a significant influence on board structure (Huse, 2005; Voordeckers et al., 2007). Thus, the hypotheses developed focus on several measures that have been used as proxies of such a structure: size, independence, leadership structure and board activity. These features reflect the motivation and ability of directors to perform their supervisory roles effectively. In line with previous empirical literature, we measure this efficiency with the company's performance, assuming that the more efficient the board is in supervising the management team, the better the firm will be governed, thus resulting in better overall performance (Dalton, Daily, Johnson, & Ellstrand, 1999; Zahra & Pearce, 1989).

Taking into account the above arguments that suggest that FLFBs need supervision by their boards less than do NFLFBs (Aronoff & Ward, 1995; Habbershon & Williams, 1999), we developed this study in order to empirically test each of the four board characteristics under consideration. Unlike previous studies of boards of directors in FBs, our proposed model takes into account these four characteristics in an integrative way and tests the extent to which they are correlated to firm performance by attending to whether the FB is led by its founder.

2.1. Hypothesis on board size and FB performance

It has been argued that board size affects the monitoring ability of boards. Although larger boards are often believed to be more capable of monitoring the actions of top management because it is more difficult for them to be dominated by CEOs (Jensen, 1993), there are disadvantages associated with larger boards, such as the decreased ability of the board to control management (Eisenberg, Sundgren, & Wells, 1998), poorer communication and decision making (John & Senbet, 1998), poorer processing of information (Huther, 1997) and longer time to make decisions (Vafeas, 1999). Although a greater number of directors results in increased supervision, the benefits are outweighed by such costs as free-rider conflicts and problems of coordination, control and flexibility in

decision making, which negatively affect board supervisory role effectiveness and result in poorer firm performance (Cheng, 2008; Eisenberg et al., 1998; Jensen, 1993; Lipton & Lorsch, 1992). Generally, when boards become too large, agency problems increase and the board becomes more of a symbolic entity and less of a part of the management process. Although empirical evidence is far from conclusive (see, e.g., the meta-analytic review of Dalton et al., 1999), the results presented by Andrés, Azofra, and López (2005), Cheng (2008) and Yermack (1996), among others, that have found a negative relationship between board size and firm performance have been interpreted by many scholars to provide the necessary empirical support for the notion that smaller boards monitor better. Corporate governance recommendations are also consistent with this approach.

Within the context of FBs, Lane et al. (2006) suggest that small boards may be more desirable, since larger boards may inhibit full family participation and individual responsibility. Larger boards in FBs will be associated with less cohesion among directors and can thereby worsen board-monitoring ability (Corbetta & Salvato, 2004). Other possible negative effects of larger boards include the possibility of FBs becoming intimidated by boards, the establishment of merely cosmetic boards and board member remuneration as an expense most FBs would be reluctant to bear (Sacristán & Gómez, 2009).

According to good governance recommendations and to this agency theory approach (both of which suggest that small boards monitor better) and bearing in mind that FLFBs are in less need for control by the board than are NFLFBs, our first hypothesis is formulated as follows:

H1. The negative effect of board size on firm performance is weaker for FLFBs than for NFLFBs.

2.2. Hypothesis on board independence and FB performance

From an agency theory perspective, independent outside directors are those who fill the control role of boards most efficiently as a result of the minor conflicts of interests that they face. Their main contribution is their ability to remain independent while overseeing operating matters, protecting the assets of the firm and holding the managers accountable to the firm's various key stakeholders in order to ensure the future survival and success of the enterprise (Gabrielsson & Huse, 2005). Whereas executive directors may have varying objectives as a result of private motivations and their lack of independence from the CEO (Dalton et al., 1999), independent outside directors are more likely to support shareholder interests, to exert control and to monitor the execution of firm responsibilities. Thus, taking into account the board role of monitoring, the expected relationship between company performance and board independence is positive. Although empirical evidence offers no conclusive determination about whether independent outside directors have an impact on firm performance (Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998), a more independent board is a common prescription in corporate governance codes around the world. Some of the previous empirical literature supports this idea (e.g., Anderson & Reeb, 2004; Chen & Hsu, 2009; Chen & Jaggi, 2000).

In the particular case of FBs, there are ongoing debates but only inconclusive empirical research on the value of outsiders as members of boards of directors (Arosa et al., 2010; Jones et al., 2008; Schulze et al., 2001; Schwartz & Barnes, 1991). While the empirical study by Ward and Handy (1988) supports their inclusion, Ford (1988) disputes it. Greater commitment and value overlap in FBs will reduce, though obviously not eliminate, the need for board independence (Corbetta & Salvato, 2004). Oversight by an independent board of directors is required to protect the interests of the minority nonfamily shareholders (Anderson & Reeb, 2004; Miller & Le Breton-Miller, 2006). Because of their objectivity, impartial views and professional competencies, independent directors can also mediate family disputes and conflicts between family and nonfamily members (Johannisson & Huse, 2000; Voordeckers et al., 2007; Ward, 1987), which tend to become more common over generations. Moreover, boards need to monitor managerial behaviour so as to ensure that the best interests of the extended family are being served and reduce information asymmetries between the various family branches (Gabrielsson & Huse, 2005).

According to good governance recommendations and to the agency theory approach, both of which support the assertion that independent boards monitor better, and bearing in mind that FLFBs are in less need for monitoring, we formulate the second hypothesis as follows:

H2. The positive effect of board independence on firm performance is weaker for FLFB than for NFLFBs.

2.3. Hypothesis on CEO duality and FB performance

Duality occurs when one individual holds the two most powerful posts on the board of directors, namely, those of CEO and chairperson. Under agency theory, it would be anticipated that the separation of the chairperson and CEO roles would lead to greater scrutiny of managerial behaviour (Lorsch & MacIver, 1989). This nonduality permits the board of directors, as representatives of the shareholders, to effectively monitor and control the actions of executives who act as self-interested managers on the board and can lead to higher performance (Rechner & Dalton, 1991).

In the absence of a nondual structure, agency theorists argue that shareholders suffer from a lack of separation of decision management and control. Baliga, Moyer and Rao (1996) view this power concentration as one that impedes the supervisory ability of the board because its leader faces a significant conflict of interest. Combining the roles of CEO and chairperson is generally a sign of a dominant CEO that leads to an enhancement of CEO entrenchment (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993), and this, in turn, raises agency costs for the firm and decreases business performance (Fama & Jensen, 1983; Finkelstein & D'Aveni, 1994; Rechner & Dalton, 1991; Rhoades, Rechner, & Sundaramurthy, 2001). In these arguments, governance codes consistently call for the positions of the chairperson of the board and the CEO to be held by different individuals. Although a number of empirical studies have provided important insights into the relationship of leadership structure to performance, results have been far from conclusive (Dalton et al., 1998; Rhoades et al., 2001).

Nonduality may represent an important monitoring check in situations where the interests of minority shareholders can be secondary to those of the controlling family (Braun & Sharma, 2007). Agency theorists are suspicious that the family's hold over the firm's resources and decisions may represent the source of failure for outside shareholders. As such, the presence of nonduality as a monitoring device ought to play a crucial role in protecting minority shareholders from wealth expropriation by the family. From this perspective, we would expect the separation of the CEO and board chairperson to represent an important check in the executive suites: the decision-making processes would not be dominated by a single individual, and governing members would therefore be less inclined to weigh only the concerns of the family at the expense of the interests of nonfamily shareholders. These split roles allow broader representation of the family at the top level and, therefore, are likely to encourage a consideration of the strengthening of long-term relationships in public markets. Furthermore, because the FB identity causes the family to associate firm performance more closely with its reputation and standing in

society (Anderson, Mansi & Reeb, 2003; De Angelo & De Angelo, 1985; Ward, 1987), we would expect the attainment of a nondual structure to signal the family's awareness of noncontrolling shareholder interests. Even though the family as a whole has de facto control, there is room for dissension and alternative points of view in such cases, and it is more likely that the interests of nonfamily shareholders will not go unheeded. We expect, therefore, that lack of duality in FBs will be beneficial for the performance in public markets. In the absence of split leadership roles, the combination of duality and expropriation of wealth by large shareholders in publicly traded FBs may compound the agency costs borne by nonfamily shareholders (Braun & Sharma, 2007). The requirement of the occupation of the CEO and board chair positions by different persons is a useful tool of governance as the risk of family entrenchment increases (Braun & Sharma, 2007).

According to good governance recommendations and to an agency theory approach (both of which suggest that non-CEO duality improves the supervisory board role) and bearing in mind that FLFBs are in less need for monitoring, we offer the following hypothesis:

H3. The negative effect of CEO duality on firm performance is weaker for FLFBs than for NFLFBs.

2.4. Hypothesis on board activity and FB performance

As several authors have suggested (Brick & Chidambaran, 2010; Conger, Finegold, & Lawler, 1998; Vafeas, 1999), one way to proxy board activity (the dynamics of decision making) is through the annual frequency of board meetings. Vafeas (1999) was one of the earliest authors to argue that the frequency of board meetings is an important board attribute that can have important implications for firm performance. Board meetings can be considered a measure of the effectiveness of monitoring and, therefore, of influencing firm performance. Board meetings provide greater opportunity to discuss and exchange views on how to supervise the management team (Conger et al., 1998), so we would expect that a positive relationship between the frequency of meetings by the board and the firm's performance would be indicated. Brick and Chidambaran (2010), among others, have found evidence supporting this relationship. Consistent with these arguments, publicly declared regulations of corporate governance can increase pressure upon firms to include more active boards.

Within the context of FBs, the empirical evidence is still scarce and purely descriptive. Nielsen and Frishkoff (1991) have concluded that the annual number of meetings appears to be greater in those boards that have no active participation of family members. Leon-Guerrero, McCann, and Haley (1998) and Van den Berghe and Carchon (2002) have found that, over generations, the frequency of board meetings increases. One aspect that may explain the intensity of the effect of board activity on firm performance is the existence of other complementary or substitute governance mechanisms (Vafeas, 1999). In FLFBs, informal instruments such as the family council, meals and family gatherings provide good mechanisms for sharing knowledge among family members and for addressing issues concerning the operation of the business (Habbershon & Astrachan, 1997; Habbershon & Williams, 1999). In this context, family meetings would be expected to be used more often than formal meetings by the board (Astrachan & Kolenko, 1994). Family councils are generally studied and discussed as a family governance mechanism in large families and very large FBs, and family meetings are advocated as ways of minimising agency issues and reducing agency costs in FBs. They are one of the practices most often suggested to FBs (Dana & Smyrnios, 2010). The perception of shared beliefs may be an important stimulant of collective family activity and these family meetings may increase perceived agreement among family members (Habbershon & Astrachan, 1997). FBs that are successfully transferred into the next generation should anticipate the dysfunctional effects that altruism can cause in sibling and cousin relationships. They should move quickly to set up formal governance mechanisms to monitor the conduct of employed relatives and to define the role of nonemployed family members as well as manage their relationship with the firm. Over generations, when there are more family branches involved in the firm (and also more outside investors), conflicts are expected to increase, and the business needs a formal place where the interests of all shareholders can be represented. In this context, the number of family meetings may decrease (Astrachan & Kolenko, 1994), and it may be necessary to hold more formal meetings in order to effectively address the board's role in control.

According to good governance recommendations and an agency theory approach (both of which suggest that more active boards monitor better) and bearing in mind that FLFBs are in less need of monitoring and that family meetings are more frequent in FLFBs than in NFLFBs, we propose the following hypothesis:

H4. The positive effect of board activity on firm performance is weaker for FLFBs than for NFLFBs.

3. Research design: data, variables and analysis

3.1. Sample selection and sources of information

The empirical analysis we conducted was based on an unbalanced panel of nonfinancial[1] Spanish, Portuguese and Italian publicly traded FBs during the 2001–2007 period. We chose these countries because of the *French Civil Law* origin of their legal systems, which means that their corporate governance model is characterised by a high ownership concentration (higher than in countries whose legal systems had their origins in other traditions, because of the lower protection of shareholders' interests in the former) and the presence of family that serve to control shareholders in a large number of companies (La Porta et al., 1999). Our starting point has been the construction of a database of FBs operating in the three selected European countries. It was drawn up mainly by hand-based on information supplied by Bureau Van Dijk on ownership structures and on public information about significant shareholders available from the regulators of the stock market and/or on company websites. Information on management and boards was taken from firms' financial and corporate reports. For financial and market data, we used the Amadeus Database and the financial reports of the firms and stock exchanges of the three countries considered.

3.2. Classifying family businesses

First, to determine family ownership we used control chain methodology (La Porta et al., 1999) to identify the ultimate owner of the firm. In our analysis of the whole control chain, we considered a firm to have an ultimate owner of a family nature if the main shareholder, through the control chain, directly or indirectly held a percentage of ownership equal to or higher than 25%[2] and was a family member. In addition, to classify the firm as a

[1] We omitted the financial sector, since its corporate governance is highly specific and has its own regulation.

[2] Although the existing literature has usually used a 10% or 20% level, in this study we chose 25% for two reasons: first, to adjust it to the more concentrated ownership structures in the countries under consideration (La Porta et al., 1999), and second, to adjust it to the official definition of a FB, approved on 7 April 2008 by two international institutions representing the FB, the European Group of FBs in Belgium and the Board of the FB Network in Italy.

Table 1
Sample distribution by country and sectorial classification.

	FBs	Founder led FBs	Nonfounder led FBs
Country classification			
Spain	34	44.12%	55.88%
Portugal	5	60.00%	40.00%
Italy	38	65.79%	34.21%
Total	77	55.84%	44.16%
Sectorial classification. Primary SIC codes			
S3 Construction	10.89%	6.90%	16.10%
S4 Manufacturing	39.60%	28.40%	53.00%
S5 Transportation, communication and public services	5.94%	3.70%	8.90%
S6 Wholesale trade	3.96%	8.40%	.00%
S7 Retail trade	2.97%	5.20%	.00%
S8 Insurance and real estate	20.79%	22.50%	18.40%
S9 Services	15.85%	24.90%	3.60%

Table 2
Descriptives and correlations.

	Mean	SD	1	2	3	4	5	6	7	FIV
1. Tobin's Q	1.36	.71								
2. Board size	8.35	3.62	.15**							1.46
3. Board independence	.31	.18	.15**	.29**						1.20
4. Board activity	7.47	3.99	−.07	.02	−.11					1.32
5. CEO duality	.48	.50	.18**	−.07	.15**	−.10				1.14
6. Firm's size	12.83	2.37	−.06	.44**	.08	.44**	−.34**			1.80
7. Firm's debt	.60	.21	−.12**	.30**	−.05	.38**	.08	.37**		1.38
8. Founder	.56	.50	.31**	.00	.11**	.09	.10*	−.17**	−.03	1.07

* $p < .05$.
** $p < .01$.

FB, it was not sufficient for it to be a family-owned firm. We required family members to be participants in the management team and/or in the board of directors of the firm. Moreover, there had to be at least two different relatives involved in the firm's ownership, management and/or board of directors. If the firm did not meet these three conditions, it was not included in the final sample. With the application of these criteria, we ensured that our subsample of FBs had a family character in terms of management control and the existence of family ties in the management positions of highest responsibility. Using these criteria, 101 firms were classified as FBs.[3] This initial sample was filtered to remove those for which no information was available for all the variables considered or for a sufficient number of years according to the econometric technique used.[4] This reduced the final sample to 77 FBs. These firms were divided into two groups according to whether they were headed by a founder. We considered a company to be a FLFB only if it was 30 years old or less (Fernández & Nieto, 2001); otherwise, it was classified as a NFLFB. Table 1 shows the sample distribution by country and by activity sector.

3.3. Dependent variable

Our dependent variable was **firm performance**, which we measured by using the firm's market-to-book value ratio (book value of total assets, minus the book value of common equity, plus the market value of common equity, divided by the book value of total assets) as the proxy for **Tobin's Q**. There was no need to log-transform the variable given its distribution (see Table 2 for further details).

[3] The initial sample was composed of 305 firms, 101 of which were classified as FBs. Further information about the sample selection and country distribution not presented here for reasons of space is available upon request from the authors.

[4] We needed available data for at least five consecutive years from 2001 to 2007 in order to test the second order serial correlation (Arellano and Bond, 1991), an analysis fundamental for guarantying the robustness of the estimations made via the GMM System methodology.

3.4. Explanatory variables

As explanatory variables, we used **board size** (the total number of directors on the board), **board independence** (the proportion of independent directors defined as the number of independent directors out of the total number of directors on the board), **CEO duality** (a dummy variable that takes the value "1" when the CEO and the Chairperson of the board are the same person and "0" otherwise) and **board activity** (the number of meetings held each year by the board of directors).

3.5. Control variables

We included variables that influenced the performance of the firm's value to avoid any bias in the results: the lag value of Tobin's Q (**lag Q**), **firm's size** (the natural logarithm of the total value of assets), **firm's debt** (is the quotient between total debt and assets), year factors (**year**$_x$: a dummy variable, with "x" ranging from 1 to 6, that takes the value of "1" when the sample observation corresponds to year "x" and "0" otherwise), country factors (**country**$_Y$: a dummy variable, with "y" ranging from 1 to 2, that takes the value "1" when the firm belongs to country "y" and "0" otherwise) and industry level factors (**sector**$_z$: a dummy variable, with "z" ranging from 1 to 6, that takes the value "1" when the firm belongs to sector "z", and "0" otherwise).

3.6. Moderator variable

According to our hypotheses, the effect of corporate governance on firms' performance will be different for each of the two groups of firms under consideration, FLFBs and NFLFBs. Therefore, a variable representing the founder nature of the FBs was included in the model's specification interactively (**founder**: a dummy variable that takes the value "1" if the FB is led by its founder and "0" otherwise).

Table 3
Results of panel data regression models.

	I	II	III	IV
Constant	−.463*	1.104***	1.425***	.482***
Control variables				
Lag Q	1.292***			.687***
Firm's size	−.023*			−.006*
Firm's debt	−.079†			−.050†
$Year_x$	Yes***			Yes***
$Country_y$	Yes†			Yes†
$Sector_z$	Yes***			Yes***
Independent variables				
Board size		.036***		.011**
Board independence		−.282***		−.094*
CEO duality		.128***		.201***
Board activity		.001*		.009***
Moderator variables				
Board size × Founder			−.025***	−.046***
Board independence × Founder			.649***	1.068***
CEO duality × Founder			−.087**	−.283***
Board activity × Founder			−.004*	−.004**
F-tests				
$Year_x$ *F*-test (6)	9.45***			131.29***
$Country_y$ *F*-test (2)	.67†			1.40†
$Sector_z$ *F*-test (6)	3.01***			9.41***
Board size + (Board size × Founder) *F*-test				24.43***
Board independence + (Board independence × Founder) *F*-test				59.25***
CEO duality + (CEO duality × Founder) *F*-test				.94
Board activity + (Board activity × Founder) *F*-test				6.51**
JOINT *F*-test	3.96***	4.21***	8.18***	366.74***
Instruments validity test				
Hansen test χ^2	1.87	39.67	23.38	54.24
Autocorrelation tests				
AR(1)	−3.41**	−2.32*	−2.06	−2.87**
AR(2)	1.42	−.80	−.63	.81

* $p < .05$.
** $p < .01$.
*** $p < .001$.
† $p < .1$.
Yes: inclusion of dummy variables (see *F*-test for significance level).

3.7. Method

Our database combines observations of the same firm at different points in time, so we opted to estimate a dynamic panel data model (Arellano & Bond, 1991; Blundell & Bond, 1998). Specifically, our hypotheses were tested via the Two Steps System Estimator of the Generalized Method of Moments (GMM).[5]

The steps undertaken in running the regression are as follows. First, we entered the control variables. In step two, we entered the independent variables related to the board of directors. In the third step, we presented the moderator term of the founder influence in the relationship between board characteristics and firm performance. Finally, we showed the model with the control variables, the independent variables and the moderator terms.

4. Results

Table 2 shows the descriptive statistics for the sample. As shown in Table 2, the correlation coefficients are weak and do not violate the assumption of independence between the variables. To test for multicollinearity, the Variance Inflation Factor (VIF) was calculated for each independent variable. The results indicate that all the independent variables had VIF values of less than 10 and that there are therefore not problems of multicollinearity (Myers, 1990).

Table 3 presents the results of the panel data regression models to evaluate the influence of board composition on the performance of FBs. Model I is the base model into which we entered the set of control variables. The JOINT *F*-test shows that the regression model was significant ($F = 3.96$ and $p < .001$). All the control variables under consideration were statistically significant and thus were determined to affect Tobin's Q. The lag value of Tobin's Q had a positive effect on firm performance ($\beta = 1.292$ and $p < .001$), while the effects of firm size and the use of debt had negative effects ($\beta = -.023$ and $p < .05$; $\beta = -.079$ and $p < .1$). Time, country and sector effects are also influencing firm performance, as it is shown in their *F*-tests ($F = 9.45$ and $p < .001$, $F = .67$ and $p < .1$, $F = 3.01$ and $p < .001$).

[5] This method was chosen because it has two core advantages. First, it allows us to deal accurately with unobservable heterogeneity (i.e., those specific features of the firm that are maintained over the years and that give rise to a particular behaviour closely linked to the company's culture, which in FBs is instilled by the controlling family and manifests itself in the decision-making process and consequently in firm performance). Second, the GMM allows us to solve the problem of the endogeneity of the variables related to the board of directors (Hermalin & Weisbach, 2003) by using instruments. To avoid this problem, as suggested by Blundell & Bond (1998), when deriving the system estimator used in our paper, we have used the lags of the independents variables as instruments. Since our sample size is not very large, we have used the procedure suggested by Windmeijer (2005) that improves the robustness of our results and avoids any potential downward bias in the estimated asymptotic standard errors.

In model II, we entered the independent variables to determine the direct effect of board characteristics on firm performance. The statistically significant variables affecting Tobin's Q were determined to be board size, board independence, CEO duality and board meetings. The JOINT *F*-test showed that the regression model was significant ($F = 4.21$ and $p < .001$). Our results indicate that there is a positive significant relationship between board size and firm performance ($\beta = .036$ and $p < .001$), a relationship not supportive of the negative relation expected by agency theory predictions. Neither the results regarding board independence nor CEO duality were as predicted by agency theory. From these results, we can determine that there is a significant negative effect of the proportion of independents on firm performance ($\beta = -.282$ and $p < .001$) and a significant positive effect of CEO duality on firm performance ($\beta = .128$ and $p < .001$). Finally, in a determination in line with agency theory predictions, we found a significant positive effect of board activity on firm performance ($\beta = .001$ and $p < .05$).

We also produced an estimation of model III in which we entered the moderator effect for the four board characteristics under consideration. The dummy variable founder takes the value 1 for FLFBs and 0 for NFLFBs. The coefficients of the interactions terms (direct variable × founder) thus represent the incremental effect that each of the four characteristics of the board under consideration (size, independence, CEO duality and activity) has on the performance of FLFBs with respect to the reference group of NFLFBs. All the interaction terms were determined to be significant, suggesting that the relationship of board characteristics to firm performance is influenced by the presence of the founder in the FB. The JOINT *F*-test showed that the regression model was significant ($F = 8.18$ and $p < .001$). The interaction term for board size had a negative effect on firm performance ($\beta = -.025$ and $p < .001$). The interaction term for board independence had a positive effect on firm performance ($\beta = .649$ and $p < .001$). The interaction term for CEO duality had a negative effect on firm performance ($\beta = -.087$ and $p < 0.05$). Finally, the interaction term for board activity had a negative effect on firm performance ($\beta = -.004$ and $p < .1$).

Finally, we estimated model IV, in which we entered the control variables, the independent variables and the moderator effect. This model confirms the above results and allows us to see the effect of board characteristics on firm performance for the two subgroups of the FBs. The coefficients for each subgroup are the result of the sum of the coefficient for the direct variable plus the moderator effect (direct variable + (variable × founder)). The dummy variable *founder* takes the value 1 for FLFBs and 0 for NFLFBs. The coefficients of the direct variables therefore represent the effect of board characteristics on the performance of the NFLFBs. The coefficients of the interactive variables (direct variable × founder) include the incremental effects of each of the four characteristics of the board under consideration (size, independence, CEO duality and activity) on the performance of FLFBs with respect to the reference group, the NFLFBs. The coefficient for the FLFBs equals the sum of the coefficient for the NFLFBs plus the interactive effect.

According to this final model, there is a positive effect of board size on the performance of NFLFBs ($\beta = .011$ and $p < .001$). The moderator term shows that the incremental effect for FLFBs with respect to NFLFBs is negative and significant ($\beta = -.046$ and $p < .001$). Therefore, the coefficient for FLFBs ($\beta = .011 + (-.046) = -.035$) shows that there is a negative effect of board size on firm performance, which the *F*-test shows to be significant ($F = 24.43$ and $p < .001$). We conclude that when the FB is led by its founder, an additional director on the board reduces firm performance, while when the FB is led by descendants, an additional director improves firm performance. These results do not support hypothesis H1, which established that the negative relationship between board size and firm performance is higher for NFLFBs than for FLFBs.

With respect to the proportion of independents on the board, the effect on firm performance is also different for the two subgroups of FBs. Contrary to the predictions of agency theory, there was a negative effect of independents on firm performance for NFLFBs ($\beta = -.094$ and $p < .05$). The moderator terms show that the incremental effect for FLFBs with respect to NFLFBs is positive and significant ($\beta = 1.068$ and $p < .001$). Therefore, the coefficient for FLFBs ($\beta = -.094 + 1.068 = .974$) shows that, in support of agency theory, the *F*-test shows that there is a significant positive effect of independents on firm performance ($F = 59.25$ and $p < .001$). We may thus conclude that, when the FB is run by its founder, the presence of independents on the board improves business performance, while when the FB is led by descendants, independents on the board reduces business performance. Considering these results, we reject hypothesis H2, which stated that the positive effect of independents on firm performance would be higher for NFLFBs.

The effect of CEO duality on firm performance also changes depending on the presence of the founder in the FB. Accordingly, there is a significant positive relationship for NFLFBs ($\beta = .201$ and $p < .001$). However, the significant incremental effect for FLFBs with respect to NFLFBs was negative ($\beta = -.283$ and $p < .001$), and the final coefficient for FLFBs ($\beta = .201 + (-.283) = -.082$) was not significant ($F = .94$ and $p > .1$), so we were unable to confirm a relationship between the dual leadership structure and the performance of FBs led by their founders. According to these results, we must reject hypothesis H3, which projected that the negative effect of CEO duality on firm performance would be higher for NFLFBs than for FLFBs.

Finally, the presence of the founder in the FB also moderates the effect of board activity on the firm's performance. This relationship for NFLFBs was positive and significant ($\beta = .009$ and $p < .001$). The incremental effect for FLFBs with respect to NFLFBs was negative and significant ($\beta = -.004$ and $p < .001$), and the final coefficient for FLFBs ($\beta = .009 + (-.004) = .005$) was smaller than that for NFLFBs and significant ($F = 6.51$ and $p < .01$). Therefore, while meetings by the board improve the firm's performance when the FB is led by the founder or by descendants, the effect is lower for the former, allowing us to confirm hypothesis H4, which projected that the positive effect of meetings on firm performance would be higher for NFLFBs than that for FLFBs.

These findings are robust to the inclusion of the control variables, confirming the results reported in model I. The JOINT *F*-test for all independent variables shows that the regression model was significant ($F = 366.74$ and $p < .001$). The Hansen test[6] confirmed the validity of the instruments we used to avoid the problem of endogeneity ($H = 54.24$ and $p > .1$). We also calculated first- and second-order correlation tests (AR1 and AR2). As expected in our construction, the error term showed some degree of first-order serial correlation (AR1 = −2.87 and $p < .01$), although this correlation does not invalidate our results.[7] The error term does not show second-order serial correlation (AR2 = .81 and $p > .1$), and the GMM estimations are therefore consistent.[8]

[6] The Hansen test uses a null hypothesis of "the instruments as a group are exogenous". Therefore, the higher the *p*-value of the Hansen statistic, the better. In all our models the Hansen test was insignificant, so we cannot reject the null hypothesis of exogeneity; our instruments are valid, and there is no relation between the instruments and the error term.

[7] Given the use of first-difference transformations, we expected some degree of first-order serial correlation, although this correlation does not invalidate our results. See Arellano and Bond (1991) for further explanation of this relationship.

[8] The consistency of the GMM estimations depends critically on the absence of second-order serial autocorrelation. See Arellano and Bond (1991) for further explanation of this relationship.

If we split the sample into two groups (FLFBs and NFLFBs), the results are similar (not shown).

5. Discussion

We did not find a robust relationship between board size and firm performance; thus, hypothesis H1 is not accepted. On the one hand, the results for the FBs led by their founders support the agency proposition that small boards monitor better. This finding, which is consistent with that of Yermack (1996), among others, suggests that in those FBs where the main agency problem is between the large family blockholder and minority shareholders, smaller boards lead to better firm performance, that board member interrelationships can be more easily managed in smaller boards and that smaller boards can help founding family owners make decisions more quickly and be more flexible. Founders of FBs seem to want no more assistance from a board than formal approval, and they appear not to want opinions more diverse than those provided by subordinate family members or close advisers who can be trusted to raise no fundamental questions about the direction in which the founder is taking the business. On the other hand, the findings for FBs led by descendants show that an additional board member improves firm performance. Given this revelation, in those NFLFBs that do not face conflicts among family members or among family and nonfamily members, larger boards do not decrease flexibility in decision making but, rather, lead to improvements in firm performance. This result may also suggest that the board of directors perform other important roles in addition to that of monitoring, particularly advisory roles. With this in mind, it is important to note that a significant determinant of a board's potential to provide a company with advice is the number of directors, which is considered to be a proxy of human capital (Hillman & Dalziel, 2003). The larger the board, the wider will be the provision of both skills and interorganisational links to the firm (Corbetta & Salvato, 2004).

With respect to the proportion of independents on the board, the results are also not robust, and thus, hypothesis H2 is not supported. Although the findings for FBs led by their founders are consistent with the agency propositions that independent boards monitor better and, as a consequence, improve firm performance, in FBs led by descendants, independence worsened business performance. Taking into account the behavioural differences between FBs led by their founders and those run by subsequent generations, in the former, independent directors are more involved in their work on the board and seem to perform their monitoring function more effectively. While in FBs led by their founders, independent directors can potentially play an influential role in moderating family power, alleviating conflicts among the shareholder groups and reducing agency threats for minority shareholders (Chen & Jaggi, 2000; Jaggi et al., 2009), the results for FBs run by descendants suggest the relevance of executive directors because of their specific knowledge about the business (Hillman & Dalziel, 2003; Huse, 1994; Raheja, 2005; Sundaramurthy & Lewis, 2003) and the greater knowledge acquired by family members involved in the business over generations (Bammens et al., 2008; Cabrera-Suárez, De Saá-Pérez, & García-Almeida, 2001). This result may also indicate that, over generations, independent directors are included on publicly traded FB boards primarily in response to pressures from nonfamily stakeholders such as investors and banks, who are attempting to safeguard their financial interests (Johannisson & Huse, 2000). This finding also leads us to question whether independent directors actually comply with the condition of independence with respect to the company and its members. Although independent directors are, by definition, those who are not related to the management team nor to control equity groups but who are, theoretically, nominated for their high professional skills, the fact is that this is not always true (Corbetta & Salvato, 2004). Because many family owners perceive a loss of control and discretion when incorporating outside directors onto their boards (Schulze et al., 2001), they tend to choose as independent directors people who are not truly independent. Thus, in this scenario, although independent directors are not family members, they might have a friendly or contractual relationship with the company or its founder; thus, board independence would be compromised, and the supervisory board role would not be performed effectively by independents (Chen & Jaggi, 2000; Corbetta & Salvato, 2004; Jones et al., 2008). In light of our obtained results, we suggest that there is a lower effectiveness provided by independent directors in the monitoring of NFLFBs in relation to FLFBs. In a similar light, Lane et al. (2006) proposed that independent status is largely irrelevant to achieving accountability in FBs and that therefore a board of owners may be beneficial. Harris and Raviv (2008) even stated that without an adequate understanding of family dynamics, outside directors are more likely to exacerbate rather than resolve family disputes. This negative relationship that has been reported for NFLFBs is consistent with the previous findings of Agrawal and Knoeber (1996), Klein, Shapiro, and Young (2005) and Mishra et al. (2001), among others.

Regarding leadership structure, our results contradict the expected relationship proposed by the agency approach and by good governance recommendations. Since the observed relationship between CEO duality and firm performance is positive for FBs run by descendants and nonsignificant for FBs led by their founders, we are forced to reject hypothesis H3. The results support the idea that nonduality as a governance mechanism may be superfluous in firms where the family exerts de facto control over firm resources. In NFLFBs, outside shareholders seem to benefit from the clear and unambiguous leadership afforded by a combined CEO-chair (Braun & Sharma, 2007). This finding is consistent with that of Dalton et al. (1998), among others. As Lane et al. (2006) note, the roles of chairperson and CEO should be combined only when a single person can perform the two jobs effectively, as seems to occur in our sample of FBs, whereas the CEO may be able to carry on both roles without causing an imbalance of power. Although duality may increase the potential for managerial abuse, it does not appear to lead to tangible manifestations of that abuse in public controlled FBs in our sample. This finding may also indicate that, in publicly traded FLFBs, other internal and external control mechanisms exist that render leadership status relatively unimportant (Baliga et al., 1996). These results also suggest that CEO duality may play an important role for the advisory board and are consistent with the position of stewardship theorists, who argue that CEO duality can be expected to affect firm performance positively (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997).

Concerning board activity, our results show a positive relationship between the frequency of meetings by the board and the firm performance, supporting the agency theory proposition. Because the relationship is weaker for FBs led by their founders, we can accept hypothesis H4. This result may suggest that, in FLFBs, other informal instruments such as the family council or meals and family gatherings are perceived by investors as a substitutive mechanism for formal meetings by boards, a perception that might downplay the importance of formal meetings of the board (Dana & Smyrnios, 2010). As Habbershon and Astrachan (1997) have asserted, a perception of shared beliefs may serve as an important stimulant for collective family activity, and thus, over generations, informal instruments can be expected to weaken because of the expansion of family ties and an increase in nonfamily members involved in the business. In this context, board meetings increase the efficiency of the supervisory board roles and, consequently, firm performance increases. Moreover, as

more nonfamily members become involved in the business, board meetings can effectively balance the perspectives of both family and business (Alderfer, 1988) and ensure that the interests of all shareholders are represented (Voordeckers et al., 2007). The study of this dimension and its effect on company performance can have important implications for corporate governance because it would be easier and less costly to adjust this rate in order to improve board efficiency and (as a result) business performance rather than to change the size, composition or leadership structure of the board.

6. Conclusions

As a component of an emerging and growing body of literature that analyses governance patterns in FBs over generations, this study contributes to the existing research through a cross-country and multi-year analysis on boards of directors' influence on firm performance. The main issue highlighted is that the relationship between several board characteristics and firm performance in our sample depends on whether the founder is involved in the FB. With this study, we attempted to expand current knowledge about corporate governance and to shed further light on differences in FBs over generations in their governance systems. In FBs, the successful implementation of practices such as boards of directors is conditioned on the attitudes and aptitudes of family members as well as the levels of their mutual trust, commitment and cohesion, features that are influenced by the presence of the founder in the firm.

Although the literature on boards of directors in FBs has primarily focused on agency issues (Johannisson & Huse, 2000), this study confirms that agency theory is limited in its explanation of the relationship between boards of directors and firm performance. The findings of this study add further to the view that no single theory explains the nexus between corporate governance and performance in FBs, which suggests a need to apply a multitheoretical approach (Bammens et al., 2010; Chrisman, Chua & Kellermanns, 2009; Chrisman, Chua & Sharma, 2003; Corbetta & Salvato, 2004; Pieper, 2010) and to extend this analysis beyond the traditional board role of monitoring in order to consider the significance of the advisory role. The recognition of these two roles will have important implications for the design of the structure of governing bodies, because recommendations with regard to board structure are usually based solely on agency issues. The future extensions of this study might consist of further analysis of the question of whether the presence of the founder in a FB influences the advisory board role. Integrating these two board tasks will allow theoretical accounts of firm governance not only to more accurately reflect the real world but also to overcome the theoretical weaknesses associated with the choice of one approach over another.

Indeed, contrary to the predictions of agency theory, smaller and independent boards seem not to be useful for solving agency problems in FBs led by descendants. Likewise, this study provides some support for some aspects of agency theory when FBs are led by their founders. In this sense, smaller and more independent boards improve firm performance in FLFBs. The suggestion of separating leadership roles in a manner consistent with agency theory, however, was not supported. For instance, we did not find evidence of powerful CEOs in a duality role that led to a detrimental effect on performance. In FBs run by descendants, the positive effect of CEO duality suggest that outside shareholders may benefit from the clear and unambiguous leadership afforded by a combined CEO-chair. In FBs led by their founders, our results support the idea that nonduality as a governance mechanism is superfluous in firms in which the family exerts de facto control over firm resources. This paper also supports agency theory in terms of the association between the frequency of board meetings and performance. Evidence in this direction would suggest that increasing meeting frequency is one fairly inexpensive way for FBs to increase firm performance (Vafeas, 1999). Because meetings by the board seem to be more important in NFLFBs, our findings suggest the relevance of other alternative informal proceedings, such as family meetings, in FLFBs.

The topic of this study is particularly pertinent to FBs' owners, their advisors and regulatory bodies of corporate governance, as well as the scientific community in general. Corporate governance, which ensures transparency and accountability for all stakeholders, is decisive for FBs. However, considering our observed results, FBs have to attend to the implementation of only those measures that lead to better firm performance because of their specific characteristics (in particular the generations in charge of the business). The application of our findings may involve the development of better practices of governance for publicly traded FBs, since many of the most popularised corporate governance recommendations may turn out to be detrimental to these types of firms. We believe that codes of good governance should not be homogeneous but, rather, adaptable to the heterogeneity of listed companies and, more specifically, to FBs' differences. In this sense, our results contradict the widespread belief that smaller, more independent and more active boards, as well as an effective separation of the figures of the CEO and the chairperson of the board, always lead to an improvement in firm performance. Founding family ownership will remain an important issue in the corporate governance reform movement.

To sum up, because agency problems are different for FLFBs and NFLFBs, corporate solutions should also be different. Agency propositions seem to be more plausible for those younger FBs run by the founder. In this context, the main problem is that of agency conflict between the family controlling blockholder and the minority shareholders, and governance architecture consistent with good governance recommendations (smaller and more independent boards) may hold a spurious relationship with improvements on firm performance. In FBs run by descendants, however, the government structures leading to better performance are those that reinforce their management capacity (by incorporating executive directors instead of independents) or allow for less conflict among family members (larger board size) or the existence of a clear family group of control (CEO duality).

This paper is not without limitations, and those limitations should be taken into account when interpreting its results. It must be acknowledged that this analysis is limited to publicly traded FBs operating within the tradition of *French Civil Law*. Further research is needed to test whether the same conclusions can be applied to different countries and different legal systems, as well as to what extent these results are robust for different definitions of a FB and for privately held FBs (Miller, Le Breton-Miller, Lester, & Cannella, 2007). In addition, we have not distinguished the different types of FBs depending on the number of family members involved in ownership, management and control. The future extension of this research might be aimed at adding more variables in order to calculate the effects of different degrees of family involvement in the company. Another limitation (because of the difficulty of the accessibility of the data) consists of the question of our definition of whether the FB is run by the founder or by descendants, since in our study we found it necessary to consider a company to be a FLFB if it was 30 years old or less (and a NFLFB otherwise) (Fernández & Nieto, 2001).

Future research might produce further insights into the theoretical investigation of boards from the resource-based view of the firm (Gabrielsson & Huse, 2005) and from the point of view of stewardship theory (Davis et al., 1997), both of which are concerned with the actual content of board advice, are considered to have an increasing relevance in the FB field and can complement, rather than replace, agency propositions (Chrisman

et al., 2005, 2009; Mazzi, 2011; Miller & Le Breton-Miller, 2006). While an integrative conceptual model is outside the scope of this empirical paper, the hypotheses and questions we have produced, in combination with their relation to agency theories, represents a fruitful area for future research.

Acknowledgements

The authors acknowledge the Associate Editor of the Journal of Family Business Strategy, Dr. T.M. Zellweger, and three anonymous reviewers for their useful comments and recommendations. We also want to thank Professors Dr. C.J. Vázquez Ordás and Dr. J.M. Montes-Peón for their helpful comments. All errors are our responsibility.

References

Agrawal, A., & Knoeber, R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 13*(3), 377–397.
Alderfer, C. P. (1988). Understanding and consulting to family business boards. *Family Business Review, 1*, 249–261.
Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance, 58*(3), 1301–1328.
Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly, 49*, 209–237.
Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics, 68*, 263–285.
Andrés, P., Azofra, V., & López, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review, 13*(2), 197–210.
Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies, 58*, 277–297.
Aronoff, C. E., & Ward, J. L. (1995). Family-owned businesses: A thing of the past or a model of the future? *Family Business Review, 8*(2), 121–130.
Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2010). Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms. *Journal of Family Business Strategy, 1*(4), 236–245.
Astrachan, J., & Aronoff, C. E. (1998). Succession issues can signal deeper problems. *Nation's Business, 86*(5), 72–74.
Astrachan, J., Klein, S., & Smyrnios, K. (2002). The F-PEC scale of family influence, a proposal for solving the Family Business definition problem. *Family Business Review, 15*(1), 45–58.
Astrachan, J., & Kolenko, T. A. (1994). A neglected factor explaining family business success: Human resource practices. *Family Business Review, 7*, 251–262.
Baliga, B., Moyer, R., & Rao, R. (1996). CEO Duality and firm performance: What's the fuss? *Strategic Management Journal, 17*(1), 41–53.
Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2008). Boards of directors in family firms: A generational perspective. *Small Business Economics, 31*, 163–218.
Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2010). Boards of directors in family businesses: A literature review and research agenda. *International Journal of Management Reviews* doi:10.1111/j.1468-2370.2010.00289.x.
Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management, 12*, 689–723.
Bartholomeusz, S., & Tanewski, G. A. (2006). The relationship between family firms and corporate governance. *Journal of Small Business Management, 44*(2), 245–267.
Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics, 87*, 111–143.
Braun, M., & Sharma, A. (2007). Should the CEO also be chair of the board? An empirical examination of family-controlled public firms. *Family Business Review, 20*(2), 111–126.
Brick, I. E., & Chidambaran, N. K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance, 16*, 533–553.
Cabrera-Suárez, K., De Saá-Pérez, P., & García-Almeida, D. (2001). The succession activity from a resource- and knowledge-based view of the family firm. *Family Business Review, 14*(1), 37–48.
Chen, H. L., & Hsu, W. T. (2009). Family ownership, board independence, and R&D investment. *Family Business Review, 22*, 347–362.
Chen, C. J. P., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy, 19*(4-5), 285–310.
Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics, 87*, 157–176.
Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2003). Current trends and future directions in family business management studies: Toward a theory of the family firm. Written as part of Coleman Foundation White Paper Series. Available at http://www.usasbe.org/knowledge/whitepapers/index.asp.
Conger, J., Finegold, D., & Lawler, E., III (1998). Appraising boardroom performance. *Harvard Business Review, 76*, 136–148.
Corbetta, G., & Montemerlo, D. (1999). Ownership, governance, and management issues in small and medium-size family businesses: A comparison of Italy and the United States. *Family Business Review, 12*(4), 361–374.
Corbetta, G., & Salvato, C. A. (2004). The board of directors in family firms: One size fits all? *Family Business Review, 17*(2), 119–134.
Corbetta, G., & Tomaselli, S. (1996). Boards of directors in Italian family businesses. *Family Business Review, 9*(4), 403–421.
Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Board composition, leadership structure, and financial performance: Meta-analytic reviews and research agenda. *Strategic Management Journal, 19*, 269–291.
Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal, 42*(6), 674–686.
Dana, L., & Smyrnios, K. (2010). Family business best practices: Where from and where to? *Journal of Family Business Strategy, 1*(1), 40–53.
Davis, P. S., & Pett, T. L. (2000). Governance and goal formation among family business: A resource dependency perspective. *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation, 1*(3), 137–149.
Davis, J., Schoorman, D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review, 22*, 20–47.
De Angelo, H., & De Angelo, L. (1985). Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics, 14*(1), 33–69.
Dyer, W. G. (2003). The family, the missing variable in organizational research. *Entrepreneurship Theory and Practice, 27*(4), 401–416.
Dyer, W. G. (1988). Culture and continuity in family firms. *Family Business Review, 1*(1), 37–50.
Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics, 48*, 35–54.
Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review, 14*, 57–74.
Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics, 26*(2), 327.
Fernández, Z., & Nieto, M. J. (2001). Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses, some influential factors. *Family Business Review, 18*(1), 77–88.
Filatotchev, I., & Wright, W. (2005). *The life cycle of corporate governance*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
Finegold, D., Hecht, D., & Benson, G. (2007). Corporate boards and company performance: Review of research in light of company reforms. *Corporate Governance: An International Review, 15*, 865–878.
Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal, 37*, 1079–1108.
Ford, R. H. (1988). Outside directors and the privately owned firm: Are they necessary? *Entrepreneurship Theory and Practice, 13*(1), 49–57.
Gabrielsson, J., & Huse, M. (2005). Outside directors in SME boards: A call for theoretical reflections. *Corporate Board: Role, Duties & Composition, 1*, 28–37.
Gedajlovic, E. R., Lubatkin, M. H., & Schulze, W. S. (2004). Crossing the threshold from founder management to professional management: A governance perspective. *Journal of Management Studies, 41*, 988–1012.
Gersick, K. E., Davis, J. A., Hampton, M. M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation, life cycles of the family business*. Cambridge, MA: Harvard Business School Press.
Habbershon, T. G., & Astrachan, J. H. (1997). Research note: Perceptions are reality – How family meetings lead to collective action. *Family Business Review, 10*(1), 37–52.
Habbershon, T. G., & Williams, M. L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review, 12*, 1–26.
Harris, M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *The Review of Financial Studies 21(4) 1797-1832.*
Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Board of directors as an endogenously determined institution. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 9*, 1–20.
Hillman, A. J., & Dalziel, T. D. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *The Academy of Management Review, 28*, 383–396.
Huse, M. (1994). Board-management relations in small firms: The paradox of simultaneous independence and interdependence. *Small Business Economics Journal, 6*, 55–72.
Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management, 16*, 65–79.
Huther, J. (1997). An empirical test of the effect of board size on firm efficiency. *Economics Letters, 54*, 259–264.
Jaggi, B., Leung, S., & Gul, F. (2009). Family control, board independence and earnings management. Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting and Public Policy, 28*(4), 281.
Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance, 48*(3), 481–531.
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.
Jones, C. D., Makri, M., & Gomez-Mejia, L. R. (2008). Affiliate directors and perceived risk bearing in publically-traded, family-controlled firms: The case of diversification. *Entrepreneurship Theory & Practice, 32*(6), 1007–1026.

Johannisson, B., & Huse, M. (2000). Recruiting outside board members in the small family business: An ideological challenge. *Entrepreneurship & Regional Development, 12*(4), 353–378.
John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance, 22*, 371–403.
Klein, P., Shapiro, D., & Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review, 13*(6), 769–784.
Lambrecht, J., & Lievens, J. (2008). Pruning the family tree: An unexplored path to family business continuity and family harmony. *Family Business Review, 21*, 295–313.
Lane, S., Astrachan, J., Keyt, A., & McMillan, K. (2006). Guidelines for family business boards of directors. *Family Business Review, 19*(2), 147–167.
La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance, 54*(2), 471–517.
Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2006). Why do some family businesses out-compete? Governance long-term orientation and sustainable capability. *Entrepreneurship Theory and Practice, 30*(6), 731–746.
Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2009). Agency vs. stewardship in public family firms: A social embeddedness reconciliation. *Entrepreneurship Theory and Practice, 33*(6), 1169–1191.
Leon-Guerrero, A. Y., McCann, J. E., & Haley, J. D. (1998). A study of practice utilization in family businesses. *Family Business Review, 11*, 107–120.
Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer, 48*(1), 59–77.
Lorsch, J. W., & MacIver, E. (1989). *Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
Lubatkin, M. H., Schulze, W. S., Ling, Y., & Dino, R. D. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior, 26*, 313–330.
Mazzi, C. (2011). Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy, 2*(3), 166–181.
McVey, H., Draho, J., & Stanley, M. (2005). U.S. family-run companies – They may be better than you think. *Journal of Applied Corporate Finance, 17*(4), 134–143.
Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, Stewardship and Capabilities. *Family Business Review, 19*(1), 73–87.
Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H. (2011). Family and lone founder ownership and strategic behaviour: Social context, identity, and institutional logics. *Journal of Management Studies, 48*(1), 1–25.
Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella, A. A., Jr. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance, 13*(5), 829–858.
Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses. *Journal of Management Studies, 45*(1), 51–78.
Mishra, C. S., Randoy, A., & Jensen, J. I. (2001). The effect of funding family influence on firm value and corporate governance. *Journal of International Financial Management and Accounting, 12*(3), 235–259.
Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice, 27*(4), 367–382.
Myers, R. H. (1990). *Classical and modern regression with applications* (2nd ed.). Boston: PWS-Kent.
Nielsen, J. F., & Frishkoff, P. A. (1991). Boards of directors in the family-owned business. *Akron Business and Economic Review, 22*(3), 88–96.
Pieper, T. M. (2010). Non solus: Toward a psychology of family business. *Journal of Family Business Strategy, 1*(1), 6–39.
Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis 40 pp. 283–206.*
Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal, 12*(2), 155–160.
Rhoades, D. L., Rechner, P. L., & Sundaramurthy, C. (2001). A meta-analysis of board leadership structure and financial performance: Are two heads better than one? *Corporate Governance: An International Review, 9*(4), 311–319.
Sacristán, M., & Gómez, S. (2009). Do families shape corporate governance structures? *Journal of Management & Organization, 15*(3), 327–345.
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*, 473–490.
Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Bucchold, A. K. (2001). Agency relationship in family firm. Theory and evidence. *Organization Science, 12*(2), 9–116.
Schwartz, M. A., & Barnes, L. B. (1991). Outside boards and family business: Another look. *Family Business Review, 4*(3), 269–285.
Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (1997). Strategic management of the family business: Past research and future challenges. *Family Business Review, 10*(1), 1–35.
Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance, 52*, 737–783.
Sonfield, M., & Lussier, R. (2004). First, second and third generation family firms: A comparison. *Family Business Review, 17*, 189–202.
Sundaramurthy, C., & Lewis, M. W. (2003). Control and collaboration, paradoxes of governance. *The Academy of Management Review, 28*(3), 397–415.
Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics, 53*, 113–142.
Van den Berghe, L. A., & Carchon, S. (2002). Corporate governance practices in Flemish Family Businesses. *Corporate Governance: An International Review, 10*, 225–245.
Van den Heuvel, J., Van Gils, A., & Voordeckers, W. (2006). Board roles in small and medium-sized family businesses: Performance and importance. *Corporate Governance: An International Review, 14*, 467–485.
Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics, 80*(2), 385–417.
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), 137–215.
Ward, J. (1987). *Keeping the family business healthy. How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership*. Jossey-Bass.
Ward, J., & Handy, J. (1988). A survey of board practices. *Family Business Review, 1*, 289–308.
Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics, 126*, 25–51.
Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics, 40*, 185–211.
Zahra, S., & Pearce, J. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management, 15*, 291–334.

CONCLUSIONES

"He aprendido que el mundo quiere vivir en la cima de la montaña, sin saber que la verdadera felicidad está en la forma de subir la escarpada".

Gabriel García Márquez

1. CONCLUSIONES GENERALES ACERCA DEL BUEN GOBIERNO
2. CONCLUSIONES GENERALES ACERCA DE LA INVESTIGACIÓN SOBRE EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN
3. CONCLUSIONES DE LOS ANÁLISIS EMPÍRICOS
4. IMPLICACIONES
5. LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN
   5.1. El papel de los inversores institucionales como segundos accionistas mayoritarios
   5.2. Índice de buen gobierno, inversores institucionales e inversores familiares
   5.3. El efecto moderador de las estructuras de propiedad piramidales en la efectividad del consejo de administración

1. CONCLUSIONES GENERALES ACERCA DEL BUEN GOBIERNO

La investigación llevada a cabo en este trabajo nos ha permitido identificar los fundamentos que conducen a la adopción de buenas prácticas y su relación empírica con el desempeño de la empresa. Los escándalos financieros en los que se han visto involucradas grandes empresas internacionales durante las últimas décadas han puesto en cuestión la efectividad de las prácticas actuales de gobierno, impulsadas desde el ámbito regulatorio y apoyadas por parte de la investigación académica existente, que enfatizan la labor supervisora del consejo de administración y promoviendo su independencia, dirigidas a la creación de un modelo de mercado orientado hacia las mejores prácticas que conduzcan a una mayor transparencia y divulgación de información financiera. Aunque deseable en cuanto a la forma, esta inclinación hacia el modelo de mercado en todas las situaciones podría ser errónea en cuanto al fondo, debido a su excesiva confianza en los preceptos de la Teoría de la Agencia.

El diseño actual de las buenas prácticas de gobierno ignora la existencia de diferentes contextos bajos los cuales desarrollan su actividad las empresas. En este sentido, los defensores del modelo de mercado centran su atención en las estructuras accionariales dispersas, atomizadas e inactivas, sin contemplar la existencia de contextos en los que la separación entre la propiedad y la dirección no es una realidad. Sin embargo, a pesar de la existencia de diferentes contextos, las regulaciones en materia de gobierno tienden a ser homogéneas para todas las empresas. Aunque cada vez más empresas se adaptan a las recomendaciones de buen gobierno, muchas otras continúan alejadas de los modelos universales prescritos. La aproximación de "cumplir o explicar" permite el no cumplimiento, mientras que el cumplimiento no garantiza una estructura corporativa óptima. La adopción de las recomendaciones conlleva costes de implantación, por lo que parece razonable que las empresas esperen beneficios derivados de su implantación. La investigación en este sentido apunta que los países de la *civil law* parece que adoptan las recomendaciones, más que por razones de eficiencia, por razones de legitimidad institucional.

Los cambios en las prácticas de gobierno requieren modificaciones regulatorias y, por tanto, un acuerdo entre la élite política y el sector empresarial. Las prácticas iniciales de gobierno tienen efectos distributivos y crean grupos de interés que apoyan el *statu quo*, de tal forma que los organismos nacionales suelen ser reacios a las presiones externas para la adopción de prácticas de gobierno más efectivas si no perciben beneficios privados de control. Aunque estas dinámicas no pueden evitar la introducción de códigos de buen gobierno, sí que pueden ralentizar su adopción. A pesar de que parte de la investigación empírica apoya la idea de que las prácticas de gobierno afectan a la competitividad de las empresas, sus resultados y su valor de mercado y, en consecuencia tienen un impacto sobre la economía y la sociedad en su conjunto, la dirección de dicho efecto continua siendo un tema controvertido.

Las nuevas corrientes de investigación sugieren que el diseño de buenas prácticas debe incorporar una visión de los partícipes en la empresa más allá de la meramente económica y oportunista contemplada por la Teoría de Agencia, como la

visión humana ofrecida por la Teoría del Servidor. Análogamente, el consejo de administración no debe ser definido únicamente como un organismo supervisor, sino que ha de incorporarse su función como proveedor de recursos y asesoramiento. Según cuál sea el contexto en el que la empresa desarrolle su actividad, habrá que valorar qué comportamiento de los agentes y qué función del consejo predomina. En este sentido, el gobierno de la empresa no debe ser entendido únicamente como un mecanismo disciplinario centrado en la supervisión de comportamientos oportunistas, sino que debe promover la colaboración entre los propietarios, directivos y consejeros en el proceso de toma de decisiones. El diseño de un gobierno eficiente no debe basarse en uno u otro enfoque, sino optar por una visión integrada de ambos. Las teorías del Servidor y de Recursos y Capacidades, que enfatizan los comportamientos proactivos de los agentes económicos y la importancia del conocimiento, no sólo son compatibles con la concepción tradicional de la Teoría de Agencia respecto al papel del gobierno corporativo, sino que se complementan de forma tal que se incrementa su poder explicativo y su adaptabilidad a los diferentes contextos existentes. No se trata de desdeñar el problema que generan los conflictos de interés en el seno de la empresa, sino de introducir nuevas dimensiones que contribuyan a una visión más realista de las relaciones empresariales y, por tanto, faciliten el diseño de un gobierno corporativo óptimo.

2. CONCLUSIONES GENERALES ACERCA DE LA INVESTIGACIÓN SOBRE EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

La pluralidad de argumentos teóricos que explican los costes y beneficios asociados a distintas características del consejo de administración, unido a la falta de evidencia empírica concluyente acerca de la relación entre dichas características y el desempeño de la empresa, hacen necesario seguir profundizando en el conocimiento de estas cuestiones en aras a conseguir un gobierno empresarial eficiente.

La revisión de las investigaciones previas centradas en el consejo de administración nos ha permitido identificar una serie de limitaciones. En primer lugar, la mayor parte de trabajos se ha centrado en los mercados anglosajones,

encuadrados en la tradición de la *common law*, lo que hace difícil que los resultados puedan extrapolarse y generalizarse al contexto europeo, perteneciente a la *civil law* y donde la protección que la ley otorga a los inversores es mucho menor.

En segundo lugar, la Teoría de Agencia ha sido la corriente teórica dominante, pese a su capacidad limitada para explicar el gobierno en contextos diferentes al descrito por Berle y Means (1932). El consejo de administración ha sido contemplado mayoritariamente como un ente meramente supervisor y apenas se ha prestado atención a su importancia para la provisión de recursos y asesoramiento. La llamada a la incorporación de nuevas perspectivas teóricas no ha hecho sino contribuir aún más al debate existente. Así, aunque algunos trabajos han comenzado a utilizar la Teoría del Servidor o la de Recursos y Capacidades, han tratado de explicar el gobierno empresarial desde una única aproximación teórica. Por tanto, al igual que el enfoque de agencia, han conducido a un conocimiento incompleto de las funciones del consejo y su relación con el desempeño. Las escasas investigaciones que han adoptado enfoques multiteóricos, lejos de ofrecer una visión integradora de las proposiciones de las distintas teorías, las han contemplado como mutuamente excluyentes y han tratado de concluir la prevalencia general de una u otra, ignorando los aspectos contingentes y contextuales que permiten su complementaridad y apoyando la prescripción de pautas universales de gobierno. Asumir que los propietarios, directivos y consejeros siempre tendrán un comportamiento homogéneo y, por tanto, el consejo de administración siempre deberá funcionar igual, lleva al diseño de prácticas de gobierno que ignoran aspectos relativos a la propia empresa (como su tamaño, sector de actividad, edad, estructura de propiedad) y al entorno en el que ésta opera (como el país y entorno legal e institucional) que son cruciales para la consecución de soluciones eficientes en esta materia.

Aunque desde un punto de vista teórico parece obvio que el gobierno corporativo debe ser concebido como un concepto dinámico que puede variar en el tiempo, asumir la prevalencia de una u otra teoría también supone desdeñar dicha naturaleza dinámica. En este sentido, las prácticas de gobierno que pudieron funcionar en el pasado, ahora podrían ser inadecuadas, insuficientes, e incluso meramente reactivas. Así mismo, aunque teóricamente se acepta la

complementariedad entre los distintos mecanismos de gobierno a disposición de la empresa, la adopción de enfoques teóricos unilaterales no contempla esta complementariedad, lo que puede conducir a conclusiones erróneas.

En definitiva, las líneas de investigación deben contribuir al abandono de prescripciones universales de buen gobierno y tender a la adopción de un argumento más realista que enfatice "la no existencia de estructuras óptimas de buen gobierno, sino que diferentes diseños podrán resultar adecuados en función del contexto de análisis".

3. CONCLUSIONES DE LOS ANÁLISIS EMPÍRICOS

Un elemento fundamental del gobierno corporativo es la estructura de propiedad de las grandes empresas cotizadas, la cual varía entre países y está estrechamente relacionada con el origen del sistema legal. En esta tesis doctoral hemos analizado sus dos dimensiones fundamentales, el grado de concentración y la identidad de los accionistas, centrando nuestro estudio en un contexto encuadrado dentro de la tradición legal de la *French civil law*.

El análisis para el período 2001-2010 de una muestra de casi 300 empresas no financieras cotizadas de España e Italia nos ha permitido constatar la relevancia, persistencia y relativa estabilidad de las estructuras de propiedad concentradas en ambos países durante los años analizados, en línea con otros estudios previos (La Porta *et al.*, 1999; Díaz, 2000; Volpin, 2002; Santana-Martín y Aguiar, 2006; Enriques y Volpin, 2007). Siguiendo la metodología de las cadenas de control hemos identificado al último propietario de las empresas, cuya identidad clasificamos en cinco categorías: familias (alrededor del 60% de los casos analizados) e individuos (alrededor del 10%), entidades financieras (alrededor del 10%), empresas no financieras (alrededor del 9,50%), entes públicos (alrededor del 8%) e inversores institucionales (2,50%). Cabe destacar el predominio de los accionistas de control familiares y la caída de los entes públicos y las entidades financieras como últimos propietarios. En cambio, las empresas no financieras han incrementado su presencia

debido, entre otros motivos, al aumento de la propiedad cruzada entre las empresas cotizadas, que tratan así de lograr fines estratégicos y de diversificación, así como a la mayor presencia en el mercado bursátil de subsidiarias de las grandes sociedades (García-Castro y Aguilera, 2013). Los inversores institucionales también han incrementado su presencia, mientras que los accionistas familiares e individuos se han mantenido constantes a lo largo del período. Un denominador común para todos los años analizados es que la concentración de la propiedad en manos del primer accionista ha sido elevada, en torno al 50% (el mínimo exigido para ser incluido en la muestra es del 20%). La estabilidad temporal en el nivel de concentración es consistente con la tendencia seguida en otros países de Europa (García-Castro y Aguilera, 2013).

Respecto a los segundos accionistas mayoritarios, su nivel de propiedad oscila entre un 3 y un 10%. Aunque de acuerdo con la OCDE (2011) el peso de los inversores institucionales como porcentaje del PIB se ha estancado en España y ha descendido en Italia con respecto a otros países, nuestros resultados ponen de relieve el aumento de los inversores institucionales como segundos y terceros accionistas de las empresas de nuestra muestra, que se configuran, por tanto, como importantes suministradores de capital externo en las sociedades cotizadas (Ferreira y Matos, 2008; Bennett *et al.*, 2003; Guy *et al.*, 2013).

La literatura *law & finance* enfatiza la importancia que tiene para el desarrollo económico la protección de los derechos de los inversores proporcionada por las leyes e instituciones. La capacidad de la empresa para captar recursos externos y crecer depende, entre otros factores, de la separación efectiva que exista entre la propiedad y el control sin que dicha separación conduzca a una expropiación de los derechos de los propietarios por parte de los directivos. Una mejor protección reduce el riesgo de expropiación y permite una mayor separación entre la propiedad y el control empresarial. En los países en los que la protección legal es baja, como en el sur de Europa, son frecuentes las estructuras de propiedad concentradas como mecanismo para resolver el problema de la discrecionalidad directiva, puesto que los grandes accionistas tienen fuertes incentivos para supervisar a la dirección. Por otro lado, esta concentración de la propiedad propicia la aparición de un nuevo problema

de agencia, ya que los intereses del accionista de control no suelen estar alineados con los de los minoritarios; el primero puede atrincherarse y expropiar los intereses de los segundos. En este sentido, la evidencia empírica corrobora que las estructuras de propiedad piramidales son frecuentes en el sur de Europa, presentes en alrededor del 40% de las empresas de nuestra muestra y especialmente prevalentes cuando la identidad del accionista de control es familiar. El argumento tradicional que se ha utilizado para explicar la existencia de estas estructuras es que permiten la separación de la propiedad y el control y, por tanto, el atrincheramiento del accionista de control (La Porta *et al.*, 1999; Volpin, 2002; Peng y Yiang, 2010). La elevada separación encontrada en una parte significativa de las empresas analizadas parece apoyar esta idea. El accionista mayoritario consigue el control sobre una elevada proporción de la empresa con una pequeña inversión de capital. Sin embargo, en un 7% de las empresas analizadas se observa una pequeña discrepancia entre los derechos de propiedad y control, lo que sugiere que existen otros motivos, además de la desviación del criterio una acción – un voto, que llevan a la aparición de pirámides. En este sentido, parece que algunos accionistas optan por tener el control de grupos empresariales a través de las estructuras piramidales en lugar de poseyendo directamente acciones de cada empresa (estructuras horizontales) debido a ventajas de rentabilidad y financiación (Almeida y Wolfenzon, 2006). La elección de estructuras horizontales o piramidales parece estar estrechamente relacionada con la protección legal del inversor. Una baja protección conlleva una elevada desviación de flujos de efectivo y, en caso de existir restricciones financieras, las pirámides facilitan la inversión.

Los análisis empíricos realizados en las tres publicaciones presentadas en el capítulo 3 permiten extraer una serie de conclusiones acerca de la relación entre el consejo de administración, la estructura de propiedad y el desempeño empresarial.

El objetivo del primer artículo, titulado "Estructura del consejo de administración en la empresa familiar *versus* no familar: Evidencia empírica en España", es analizar la influencia de la dimensión cualitativa de la estructura de propiedad, en particular de la identidad familiar del accionista de control mayoritario, sobre la configuración óptima del consejo de administración, así como el efecto que

dicha configuración tiene en la creación de valor de la organización. La técnica econométrica utilizada, el estimador de sistema del Método Generalizado de los Momentos, aplicada para un panel de empresas españolas familiares y no familiares cotizadas en el período 2001-2007, nos ha permitido solventar el tradicional problema de endogeneidad presente en los estudios de gobierno corporativo. A partir de un enfoque teórico de agencia y de dependencia de recursos y capacidades, los resultados obtenidos muestran las diferentes necesidades de supervisión y asesoramiento que tienen las empresas familiares con respecto a las de naturaleza no familiar y el consecuente efecto sobre las características estructurales y funcionales de sus consejos de administración. A pesar de que la incorporación de nuevos consejeros mejora las dos funciones del consejo consideradas, supervisión y asesoramiento, traduciéndose este efecto en la creación de valor corporativo, existe un tamaño óptimo a partir del cual los problemas de coordinación, control y flexibilidad en la toma de decisiones asociados a los consejos sobredimensionados superan estos beneficios.

Podemos concluir, en primer lugar, que el tamaño óptimo del consejo de administración viene definido por el trade-off existente entre las ventajas (mejor supervisión y asesoramiento) y las desventajas (problemas de coordinación y control) y, en segundo término, de acuerdo con Adams y Mehran (2005) y Andrés y Vallelado (2008), que las argumentaciones a favor de consejos pequeños no son siempre adecuadas cuando se consideran otras funciones de los consejos de administración, además de la tradicional labor supervisora. Así, el tamaño óptimo encontrado para la muestra de empresas no familiares se sitúa en torno a 16 miembros, valor por encima del máximo establecido en las recomendaciones de buen gobierno. La relación negativa encontrada entre el tamaño del consejo y la creación de valor en las empresas familiares puede sugerir que éstas han sobrepasado la dimensión óptima, impidiendo que la relación positiva existente antes de alcanzar el óptimo sea empíricamente observada. Uno de los motivos que podría justificar la persistencia de consejos sobredimensionados en este tipo de estructuras empresariales es el cumplimiento de la recomendación de independencia. Es decir, logran una «proporción adecuada» de consejeros independientes aumentando el tamaño de sus consejos en lugar de reestructurar los existentes, tradicionalmente

compuestos en su mayoría por consejeros internos ejecutivos miembros de la unidad familiar.

Nuestro estudio también enfatiza el diferente papel desempeñado por la independencia del consejo en función de la naturaleza familiar o no del último propietario. A pesar de la evidencia empírica encontrada a favor de los consejos de administración independientes, tal y como habitualmente recomiendan los códigos de buen gobierno, hallamos que en las empresas con estructura de propiedad concentrada no familiar dicha independencia ha de tener un límite, por lo que una adecuada combinación de consejeros externos-consejeros internos contribuirá de forma más efectiva a la creación de valor que una excesiva independencia. En la muestra de empresas no familiares el nivel óptimo de independencia se sitúa en torno al 42%. Nuestros resultados refuerzan la hipótesis de que la información y el conocimiento que los consejeros internos aportan al consejo de administración son importantes para lograr una mayor eficiencia. Dicha importancia es especialmente relevante en las empresas familiares, en las que el conocimiento y la experiencia familiar aportados por estos consejeros contribuyen al desempeño eficaz de la función de asesoramiento. No obstante, aunque esperábamos encontrar un nivel óptimo de independencia inferior en las empresas familiares, el hecho de haber encontrado una incidencia negativa de la independencia del consejo sobre la creación de valor nos hace cuestionarnos si en este tipo de organizaciones los consejeros independientes cumplen realmente con dicha condición de independencia, o si por el contrario el efecto negativo se debe a que éstas han adoptado niveles de independencia por encima del óptimo.

La participación del consejo en la propiedad de la empresa también tiene un impacto diferente en función de la identidad del accionista de control mayoritario. En las familiares la propiedad de los internos se confirma como un mecanismo sustitutivo de la supervisión ejercida por el consejo, lo que permite que éste se centre en su función asesora, con el consiguiente aumento de la eficiencia. Dicha propiedad ha de tener un límite, en torno al 45%, a partir del cual la posibilidad de un atrincheramiento familiar supera el efecto positivo comentado. Para las empresas no familiares, en las que la participación de los consejeros en la propiedad es menor, no

se ha encontrado ninguna relación significativa.

Nuestra principal conclusión es que en las empresas familiares la labor de asesoramiento del consejo predomina sobre la de supervisión, cobrando una especial relevancia el papel de los consejeros internos.

El segundo artículo, titulado *"Board independence and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach"*, pone de relieve, a partir de una muestra de empresas no financieras cotizadas españolas, italianas y portuguesas durante el período 2004-2007, el efecto moderador que ejerce el comportamiento de agencia o de servidor del accionista de control mayoritario sobre el nivel óptimo de independencia del consejo de administración, demostrándose que una mayor independencia no es siempre una solución óptima al problema de gobierno corporativo.

Los resultados para el primer indicador de independencia, el tamaño del consejo de administración, muestran que un mayor número de consejeros mejora el desempeño estratégico de las empresas con estructura de propiedad concentrada, con independencia de cuál sea la identidad del accionista mayoritario. Un mayor número de consejeros implica una mayor capacidad supervisora y un mayor capital humano a disposición del consejo. El resultado obtenido pone de relieve que, para las empresas de nuestra muestra, todos estos beneficios superan los potenciales problemas de coordinación, comunicación y flexibilidad en la toma de decisiones asociados con los consejos de mayor tamaño, lo que podría indicar que las empresas tienen consejos de un tamaño inferior al óptimo, impidiendo que la relación negativa después del óptimo sea empíricamente observada.

En cuanto al segundo indicador de independencia, los resultados muestran una relación cuadrática entre la proporción de consejeros independientes y el crecimiento de largo plazo de las ventas que es moderada por la identidad del accionista controlador. Esta relación no lineal pone de relieve que existe un nivel óptimo de independencia en términos de la composición del consejo, que refuerza el argumento de que, en aras a conseguir un mejor desempeño empresarial, es mejor contar con una adecuada combinación de consejeros ejecutivos e independientes que una excesiva

independencia. Sin embargo, existen diferencias significativas en las curvas en forma de U invertida obtenidas. El punto de inflexión en el que la relación cambia de positiva a negativa es alcanzado antes cuando el accionista de control es familiar, situándose el nivel óptimo de independencia en torno a al 28%, frente al 41% cuando la identidad del accionista de control no es familiar. Por tanto, aunque ambos tipos de accionistas de control incorporan en sus consejos proporciones similares de consejeros independientes (en torno al 30%) su contribución al desempeño estratégico es diferente. Aunque las recomendaciones de buen gobierno enfatizan la necesidad de contar con una mayoría de independientes, una elevada independencia es percibida por los accionistas familiares como un mecanismo de control, lo que repercute negativamente en su actitud de servidor y disminuye su motivación y compromiso con la empresa. Por tanto, sólo cuando los niveles de independencia son bajos, los resultados son consistentes con la Teoría de Agencia, y contar con una mayoría de ejecutivos, como plantea la Teoría del Servidor, mejora el desempeño estratégico de las empresas familiares (Sundaramurthy y Lewis, 2003). Este resultado también refuerza el papel de los consejeros ejecutivos como proveedores de conocimiento necesario para el asesoramiento efectivo.

En cuanto al tercer indicador de independencia, aunque la relación entre la estructura de liderazgo y el crecimiento de las ventas no está moderada por la identidad del accionista de control, los resultados son reveladores, ya que dicha relación es positiva tanto para los accionistas familiares como no familiares, contrariamente a los preceptos de la Teoría de Agencia y consitente con la Teoría del Servidor. Por tanto, las empresas de la muestra se benefician del liderazgo claro y no ambiguo proporcionado por la concentración de poderes (Braun y Sharma, 2007).

Aunque las hipótesis de contraste han sido sólo parcialmente confirmadas, en general los resultados apuntan que el nivel de independencia óptimo del consejo (como indicador del nivel de supervisión) es menor cuando el accionista de control es familiar. Aunque las recomendaciones de buen gobierno relativas al consejo de administración están actualmente basadas en la Teoría de Agencia, esta investigación contribuye a demostrar que en el contexto de los grandes accionistas de control familiares, en el que la alineación de intereses entre la propiedad y la dirección es alta

y en el que los problemas de agencia netos son menores que en el contexto de otros grandes accionistas de naturaleza no familiar, una mayor independencia del consejo no es la mejor solución al problema de gobierno corporativo. En este sentido, las estructuras de gobierno basadas en la Teoría del Servidor, que enfatizan el control directivo sobre el control del consejo de administración y reconocen como función más importante de este último el asesoramiento en lugar de la supervisión, son más eficientes en términos de un mayor crecimiento de largo plazo de las ventas. Cuando el accionista de control es familiar, las estructuras óptimas de gobierno parecen ser las que enfatizan el poder directivo (consejos menos independientes). Cuando el accionista de control no es familiar, las estructuras que promueven el poder del consejo (mayor independencia) sólo reciben apoyo parcial.

Por último, los resultados muestran que, al margen del efecto moderador que la identidad del accionista de control ejerce sobre la relación entre la independencia del consejo y el desempeño estratégico, no existen diferencias de partida en el crecimiento de las ventas entre las empresas familiares y no familiares de la muestra.

El tercer artículo, titulado "*Board characteristics and firm performance in public founder and nonfounder-led family businesses",* pone de relieve que las actuales recomendaciones de buen gobierno pueden resultar no sólo ineficaces, sino incluso contraproducentes, en el contexto de las empresas familiares del sur de Europa, la relevancia de la presencia del socio fundador o de los descendientes en los órganos de control y dirección, así como las limitaciones de la Teoría de Agencia para explicar la realidad de estas organizaciones empresariales, en las que, a pesar de su naturaleza cotizada, conviven dos dimensiones, la empresarial y la familiar.

Los análisis llevados a cabo para una muestra de empresas familiares cotizadas de España, Italia y Portugal durante el período 2001-2007 ponen de relieve que la etapa generacional modera la relación entre diversas características del consejo de administración relacionadas con las recomendaciones de buen gobierno y el desempeño financiero.

En primer lugar, la etapa generacional de la empresa familiar modera la relación entre el tamaño del consejo de administración y el desempeño financiero. La

relación para las empresas familiares lideradas por el fundador es negativa y, por tanto consistente con los preceptos de la Teoría de Agencia, lo que sugiere que en estas empresas, en las que el problema de agencia fundamental es aquel entre el accionista de control familiar y los accionistas minoritarios, los consejos pequeños supervisan mejor, que las relaciones en el seno del consejo son más fácilmente manejables cuando los consejos tienen un tamaño reducido, y que un menor número de consejeros puede ayudar a los propietarios familiares fundadores a la toma de decisiones de forma rápida y flexible. Los fundadores de las empresas familiares parecen no requerir más opiniones que las procedentes de la familia o de otros miembros estrechamente vinculados con ésta o con la organización, en los que pueden confiar plenamente y que no se cuestionan la forma en la que ellos dirigen el negocio. Sin embargo, en las empresas familiares lideradas por los descendientes la relación observada muestra que un mayor número de consejeros mejora el desempeño financiero. Desde el punto de vista de la Teoría de Agencia este resultado indica que el beneficio derivado del aumento de la capacidad supervisora del consejo supera los costes asociados a los problemas de coordinación y comunicación asociados a los consejos grandes. Este resultado podría sugerir también que el consejo desempeña otras labores importantes en el seno de las empresas familiares, además de la supervisión, en concreto, el asesoramiento.

En las empresas familiares lideradas por el fundador, de forma consistente con los postulados de la Teoría de Agencia, una mayor proporción de consejeros independientes mejora el desempeño financiero. Sin embargo, en las empresas familiares lideradas por los descendientes, el efecto de los consejeros independientes sobre el desempeño financiero es negativo. Estos resultados sugieren que mientras en las empresas familiares de primera generación los independientes pueden ser una forma de reducir el poder del fundador y aliviar los potenciales conflictos de interés entre éste y los accionistas minoritarios (Jaggi *et al.*, 2009), en las lideradas por los descendientes el papel de los consejeros ejecutivos toma mayor relevancia, gracias a su conocimiento específico sobre el negocio (Hillman y Dalziel, 2003; Raheja, 2005) y al aumento del conocimiento y la experiencia de los miembros familiares a través del paso generacional (Bammens *et al.*, 2008). En este contexto, pueden existir costes de agencia derivados de los conflictos de interés entre distintas ramas de la familia.

Como señalan Harris y Raviv (2008), sin un adecuado conocimiento y comprensión de las dinámicas familiares, los consejeros independientes es más probable que exacerben las disputas en lugar de solucionarlas. Este resultado también podría indicar que, a través de las generaciones, los consejeros independientes son incorporados en los consejos de las empresas familiares básicamente como respuesta a las presiones procedentes de los distintos partícipes no familiares, como los accionistas minoritarios o los bancos, que tratan de preservar sus intereses financieros (Johannisson y Huse, 2000), así como en aras a adaptarse a las recomendaciones de buen gobierno. Así mismo, este resultado nos hace custionarnos si realmente los consejeros independientes de estas empresas cumplen con la condición de independencia con respecto a la empresa y sus miembros (Corbetta y Salvato, 2004a).

Los resultados obtenidos para la estructura de liderazgo no son consistentes con la Teoría de Agencia y, por tanto, contradicen la recomendación de buen gobierno a favor de la separación efectiva de poderes entre el CEO y el presidente del consejo. En particular, el efecto de la dualidad de poder es positivo en las empresas familiares lideradas por los descendientes y no significativo en las lideradas por el fundador. Lane *et al.* (2006) afirman que la dualidad de poder resulta beneficiosa si la misma persona es capaz de desempeñar ambas funciones de forma efectiva, como parece ocurrir en nuestra muestra de empresas familiares, donde la dualidad no conduce a un exceso de poder por parte del CEO que perjudique a los accionistas. Estos resultados también apuntan que la dualidad de poder podría estar favoreciendo la función asesora del consejo, lo que explicaría la mejora del desempeño financiero, y es consistente con la Teoría del Servidor, según la cual la dualidad de poder afectará positivamente a los resultados empresariales (Davis *et al.*, 1997). La no significatividad en las empresas familiares lideradas por el fundador podría indicar que en estas sociedades existen otros mecanismos externos e internos que hacen de la dualidad un estado irrelevante (Baliga *et al.*, 1996).

Por último, los resultados muestran un efecto positivo del número de reuniones del consejo sobre el desempeño financiero de la empresa y son, por tanto, consistentes con la Teoría de Agencia. Además, la relación es más débil en las empresas familiares lideradas por el fundador que en las lideradas por los

descendientes, lo que podría deberse a la existencia en las primeras de otros mecanismos informales, como el consejo de familia o las reuniones y comidas familiares, que son percibidas por los inversores como un mecanismo sustitutivo de las reuniones formales del consejo, restando importancia a estas últimas (Dana y Smyrnios, 2010). Las empresas familiares que son transferidas con éxito a la siguiente generación deben anticipar los efectos negativos que el altruismo puede causar en las relaciones familiares de segundo y posteriores niveles de consanguinidad. Para ello, deben evolucionar rápidamente hacia mecanismos de gobierno más formales para supervisar la actuación de los familiares activos y para definir el papel de los familiares pasivos y gestionar su relación con la empresa. A través de las generaciones, a medida que aumentan tanto el número de ramas familiares como de inversores externos a la familia, el negocio necesita un lugar formal en el que estén representados los intereses de todos los accionistas de la empresa. En este contexto, serán más necesarias las reuniones formales del consejo, que irán relegando las reuniones familiares a un segundo plano.

En resumen, el gobierno corporativo es fundamental para las empresas familiares cotizadas. Sin embargo, según los resultados obtenidos muchas de las actuales recomendaciones de buen gobierno estarían perjudicando el desempeño financiero de estas sociedades. A pesar de que las empresas familiares perciben el negocio como un legado que transmitir de generación en generación (Miller y Le Breton-Miller, 2006) y de que sus accionistas de control presentan horizontes temporales de inversión mayores que los de las empresas no familiares (Anderson *et al.*, 2003; McVey *et al.*, 2005), son pocas las que resisten el proceso de sucesión y son transmitidas con éxito a la siguiente generación (Ward, 1987). Unas estructuras de gobierno adecuadas pueden ayudarlas a afrontar su momento más crítico, el cambio generacional y el proceso de sucesión, lo que contribuirá a su supervivencia. Por tanto, las reformas de buen gobierno deben incorporar aspectos contingentes como la etapa generacional de la empresa familiar.

Aunque es necesario seguir profundizando en el estudio del efecto del cambio generacional sobre el gobierno de las empresas familiares y hay que ser cautos a la hora de establecer prescripciones de gobierno para este tipo de sociedades, este

trabajo supone una prueba más de que no deben existir pautas universales de buen gobierno. En nuestra muestra, las prescripciones de la Teoría de Agencia, acordes con las recomendaciones actuales de buen gobierno, parecen ser más adecuadas para las empresas familiares más jóvenes, lideradas por el fundador, en las que el problema de agencia básico es entre el accionista de control familiar y los minoritarios. A través de las generaciones, cuando son los descendientes los que están a cargo del negocio, las estructuras de gobierno óptimas parecen ser aquellas que refuerzan la capacidad directiva sobre la del consejo de administración, incorporando más consejeros ejecutivos y estructuras de liderazgo duales. Los resultados obtenidos en los tres artículos son bastantes robustos a diferentes especificaciones y metodologías de estimación. Aunque muestran cierta sensibilidad a la medida de desempeño utilizada, performance financiera de mercado *versus* performance estratégica, no son contradictorios. En resumen, dado que los problemas de agencia y la alineación de obejtivos varían dependiendo del contexto, las soluciones de gobierno también han de ser diferentes. Las reformas llevadas a cabo en los países del sur de Europa parecen estar fuertemente influenciadas por las prácticas implantadas en Reino Unido y Estados Unidos para las empresas de propiedad accionarial dispersa (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004). Urge, por tanto, incorporar el contexto en el diseño de soluciones efectivas de gobierno.

4. IMPLICACIONES

Esta tesis doctoral se enmarca dentro de la nueva corriente de investigación que adopta enfoques contingentes y contextuales para el análisis del gobierno empresarial. En particular, analizamos el gobierno corporativo en el contexto de los grandes accionistas de control del Sur de Europa, profundizando en la relación entre el consejo de administración y distintas medidas de desempeño empresarial, centrándonos en el efecto moderador que la identidad familiar del accionista controlador ejerce sobre dicha relación. En el contexto de los grandes accionistas de control familiares, la efectividad de la implantación de prácticas de gobierno está condicionada por las actitudes y aptitudes de los miembros de la familia, así como su

nivel de confianza, compromiso y cohesión, características que dependen de la etapa generacional de la familia al frente del negocio.

Aunque la literatura sobre consejos de administración se ha centrado tradicionalmente en la Teoría de Agencia, esta investigación pone de relieve que, en el contexto de los grandes accionistas de control del sur de Europa, aquella presenta muchas limitaciones a la hora de explicar la relación entre el consejo de administración y el desempeño de la empresa. Los resultados obtenidos refuerzan el argumento de que ninguna teoría puede explicar de forma unilateral la relación entre el gobierno y los resultados empresariales y apoyan la adopción de aproximaciones multiteóricas que permitan el análisis integrado de las funciones supervisora y asesora del consejo de administración. La consideración conjunta de ambas funciones tiene importantes implicaciones para el diseño de la estructura de los órganos de gobierno, que actualmente se basa únicamente en los preceptos de la Teoría de Agencia y, por tanto, sólo toma en consideración la labor supervisora del consejo. La integración de diferentes funciones del consejo de administración y su relativa importancia en función del contexto de análisis, así como los factores contingentes específicos de dicho contexto, proporciona una mejor comprensión de los procesos de gobierno corporativo y una referencia que consideramos ha de ser tenida en cuenta para la prescripción de pautas de buen gobierno.

La integración de tres teorías, la de Agencia, Servidor, y Recursos y Capacidades no sólo nos ha permitido reflejar de forma más precisa la realidad empresarial de los países analizados, sino también superar las limitaciones teóricas que se presentan a la hora de explicar resultados empíricos cuando se considera que estas teorías son mutuamente excluyentes en lugar de complementarias. Desde el ámbito académico es necesario profundizar en el desarrollo de teorías que expliquen la realidad del gobierno de las empresas con grandes accionistas de control. El proceso de creación de dichas teorías debe centrarse en la identificación de factores contingentes y en su influencia sobre la aplicabilidad empírica de diferentes mecanismos de gobierno.

Los resultados de esta investigación podrían resultar de utilidad para los accionistas de control familiares y no familiares, sus asesores, los organismos

regulatorios en materia de gobierno empresarial, así como para la comunidad científica en general. Aunque debemos ser cautos a la hora de instar a los organismos regulatorios a reformar los códigos de buen gobierno, los estudios llevados a cabo ponen de relieve que las recomendaciones actuales no son apropiadas en todos los contextos de análisis. En particular, en las empresas familiares analizadas muchas de las recomendaciones no sólo son ineficaces para mejorar el desempeño empresarial, sino en ocasiones incluso contraproducentes. En el caso de las empresas no familiares, las pautas universales de buen gobierno sólo reciben apoyo parcial. Así, los tres análisis empíricos realizados nos llevan a la conclusión común de que las recomendaciones de buen gobierno no deben ser homogéneas, sino que han de adaptarse a la heterogeneidad de las empresas cotizadas. La presencia de grandes accionistas, su identidad familiar y su etapa generacional son algunas de las cuestiones que, a la luz de nuestros resultados, consideramos han de tenerse en cuenta en el diseño de las recomendaciones de buen gobierno, con el fin de adaptarse al contexto en el que deben ser aplicadas. Nuestros resultados contradicen la creencia generalizadas de que los consejos más independientes y con una separación efectiva de poderes, son siempre más efectivos. Por tanto, las prácticas que tradicionalmente han resultado óptimas en entornos de propiedad accionarial dispersa, no lo son en presencia de grandes accionistas.

En resumen, dado que los problemas de agencia son diferentes en las empresas familiares y en las no familiares, las soluciones de gobierno también han de serlo. En determinados contextos, como el de los grandes accionistas familiares, las estructuras de gobierno que conducen a mejoras en el desempeño empresarial son aquellas que refuerzan la capacidad directiva mediante la incorporación de consejeros ejecutivos y estructuras de liderazgo duales. Los grandes accionistas de control de las empresas analizadas, tanto los familiares como los no familiares, deben ser conscientes de que una adecuada combinación de consejeros ejecutivos e independientes es una forma efectiva de mejorar el desempeño empresarial. Ambos tipos de consejeros aportan recursos importantes a la empresa que mejoran la efectividad de las funciones del consejo de administración. Sin embargo, simplemente recomendando o incluso imponiendo la participación mayoritaria de consejeros independientes en los consejos para incrementar su capacidad supervisora,

no es una forma de mejorar el gobierno empresarial. Ha de tenerse en cuenta el contexto y la relevancia de la función de asesoramiento. Además, la independencia del consejo no es un mero atributo estructural del consejo, sino un estado psicológico que da lugar a comportamientos independientes. Por tanto, aunque la composición del consejo puede utilizarse como indicador de su independencia, no siempre será un indicador adecuado.

Contrariamente a las prescripciones de buen gobierno, en determinados contextos de análisis la concentración de poderes en el CEO no sólo no resulta perjudicial, sino que puede mejorar el desempeño de la empresa. En este sentido, los resultados obtenidos en el contexto de los grandes accionistas del sur de Europa no son consistentes con la separación efectiva de poderes propuesta por la Teoría de Agencia. Las estructuras de liderazgo duales tienen un efecto positivo sobre la performance estratégica, tanto cuando el accionista de control mayoritario es familiar como no familiar. En el contexto particular de los accionistas familiares, la dualidad del CEO mejora la performance financiera cuando los descendientes están a cargo del negocio. Estos resultados enfatizan el papel del CEO en la revelación de información relevante para la función asesora del consejo, tal y como propone la Teoría de Recursos y Capacidades. Así mismo, pueden sugerir la prevalencia del comportamiento proorganizacional propuesto por la Teoría del Servidor, frente al comportamiento oportunista de la Teoría de Agencia.

La literatura sobre gobierno corporativo se ha centrado tradicionalmente en el análisis de características individuales del consejo como determinantes de su eficiencia. Nuestros resultados muestran que el análisis integrado de varias características demográficas ofrece una mayor capacidad explicativa. Además, ponen de relieve que la efectividad del consejo en el desempeño de sus funciones no está relacionado sólo con sus características demográficas, sino que dichas relaciones están fuertemente inlfuenciadas por otras relativas al contexto de análisis, en nuestro caso la identidad del accionista de control y la generación familiar al frente del negocio. Por tanto, para conseguir consejos eficientes en el desempeño de sus funciones no es suficiente con demandar cambios en sus características demográficas, como incorporar más consejeros independientes o estructuras de liderazgo no duales,

como prescriben los códigos, sino que es necesario prestar especial atención a factores contingentes y contextuales. Las reformas de gobierno actuales ignoran que los costes y beneficios asociados a las prácticas de gobierno son contingentes a factores del contexto en el que opera la empresa y que, por tanto, diferentes contextos requerirán diferentes soluciones. En este sentido, muchos profesionales consideran que una excesiva regulación en esta materia puede resultar restrictiva y de limitada aplicabilidad práctica, ya que una determinada estructura de gobierno puede resultar apropiada en un contexto determinado e inefectiva, o incluso perjudicial, en otro.

En cuanto a las relaciones no significativas evidenciadas, una posible explicación es que en determinados contextos ciertas estructuras del consejo son irrelevantes para el desepeño financiero, como por ejemplo la propiedad interna en el contexto de los accionistas de control no familiares, donde dicha propiedad es baja, o la dualidad del CEO en las empresas familiares lideradas por el fundador. En este sentido, cabe la posibilidad de que mientras determinadas estructuras (buenas prácticas) son irrelevantes, las opuestas (malas prácticas) sí que afectarían negativamente al desempeño empresarial. No obstante, es necesario seguir profundizando en estas cuestiones, ya que este último planteamiento podría implicar que todos los agentes con intereses en la empresa deberían replantearse el significado del gobierno de la empresa. Los organismos regulatorios, las organizaciones internacionales y los inversores institucionales deben recapacitar acerca de la dirección de sus demandas regulatorias, mientras que los académicos debemos buscar más factores que estén influenciando el desempeño de la empresa. Al mismo tiempo, los profesionales deben confiar en que los resultados de las investigaciones académicas conducirán a mejorar el gobierno de las organizaciones.

5. LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Los trabajos que forman parte de esta investigación presentan algunas limitaciones que han de tenerse en cuenta a la hora de interpretar los resultados, y que, a la vez, proporcionan oportunidades para el desarrollo de investigaciones futuras.

En primer lugar, dado el enfoque contextual adoptado, los análisis empíricos presentados se han basado en empresas cotizadas que cuentan con un gran accionista de control y que operan en países encuadrados dentro de la tradición de la *French civil law*. Aunque la aproximación contextual constituye una aportación de los trabajos realizados, como se ha justificado ampliamente en el desarrollo de esta investigación, presenta como limitación que los resultados no pueden generalizarse a otros países o entornos legales, lo que hace necesarios nuevos trabajos centrados en diferentes contextos.

En segundo lugar, pueden realizarse nuevos estudios que exploren cuestiones importantes relativas al consejo de administración que no han sido abordadas, como la remuneración directiva, la formación y características personales de los consejeros, o su pertenencia a múltiples consejos de administración.

Además, no hemos analizado las diferencias existentes en las relaciones estimadas en función del número de familiares activos y pasivos. En futuros trabajos se adoptarán definiciones alternativas de empresa familiar atendiendo al grado de participación de los miembros de la familia en la propiedad, la dirección y el consejo de administración, en aras a seguir dilucidando las prácticas de gobierno óptimas para las empresas cotizadas con grandes accionistas de control familiares.

Por otra parte, aunque todas las empresas no familiares analizadas tienen una estructura de propiedad concentrada, éstas representan un grupo muy heterogéneo en función de la identidad de su accionista de control (inversores institucionales, entidades financieras, entes públicos, empresas no financieras). El establecimiento de conclusiones más robustas acerca de la prevalencia de los argumentos de agencia o de servidor en estas empresas, así como de la efectividad de las recomendaciones de buen gobierno, requiere realizar nuevos análisis que discrimen la muestra en función de la identidad del accionista mayoritario.

Otra limitación, derivada de la dificultad para conseguir los datos, es que los análisis realizados se han basado únicamente en características demográficas del consejo de administración, sin tener en cuenta aspectos relativos al comportamiento de los consejeros (*the board behavioral approach*). Futuros trabajos tratarán de

combinar ambas aproximaciones.

Por último, a continuación se presentan brevemente los resultados preliminares de los trabajos que se han desarrollado tomando como base la presente tesis doctoral y que representan las principales líneas futuras de investigación.

5.1. El papel de los inversores institucionales como segundos accionistas significativos

A lo largo de los últimos años ha aumentado la importancia de los inversores institucionales en los mercados financieros internacionales (Amihud y Li, 2006; Jara-Bertín *et al.*, 2012). Esta tendencia responde a numerosas causas, entre ellas la desintermediación financiera, los recortes en la cobertura del estado del bienestar, la innovación financiera con la creciente sofisticación de los activos financieros, y los avances en las tecnologías de la información. Todos estos factores han conducido a los inversores a recurrir cada vez más a las instituciones financieras profesionales para realizar sus inversiones. Este nuevo papel central de los inversores institucionales ha llevado a que se cuestione si éstos tienden a desempeñar un papel pasivo, centrado únicamente en la rentabilidad financiera de corto plazo, o si, por el contrario, y en ese caso en qué grado, participan activamente en las principales decisiones estratégicas de la empresa (Coffey y Fryxell, 1991; Cox *et al.* 2004).

Como ha quedado de manifiesto en el apartado segundo del tercer capítulo de esta tesis doctoral, las empresas cotizadas con grandes accionistas de control pueden tener otros accionistas con una participación significativa. La propiedad institucional en la Europa continental ha experimentado un crecimiento considerable a lo largo de los últimos años (Ferreira y Matos, 2008). En el caso particular del sur de Europa, hemos comprobado el peso que los inversores institucionales representan como segundos y terceros accionistas significativos. La propiedad de los segundos accionistas mayoritarios puede influir en el valor corporativo (Lehmann y Weigand, 2000) y es especialmente relevante en los países de la *civil law* (López de Foronda *et al.*, 2007) y en aquellas empresas cuyo primer accionista tiene identidad familiar (Maury y Pajuste, 2005; Nieto *et al.*, 2009; Sacristán-Navarro *et al.*, 2011; Miller *et*

al., 2013). Por tanto, resulta de interés analizar el efecto que tiene sobre el desempeño corporativo la identidad del segundo accionista mayoritario en función de la identidad del principal accionista de control.

Los estudios acerca del papel de los inversores institucionales se han centrado habitualmente en empresas con estructuras de propiedad dispersa de Reino Unido y Estados Unidos, mientras que apenas se ha prestado atención a su papel en las estructuras de propiedad concentradas (Jara-Bertín *et al.*, 2012). Esto nos ha llevado al planteamiento de un nuevo trabajo, como continuación de la presente tesis doctoral, con él pretendemos cubrir este gap y aportar evidencia empírica acerca de la eficiencia del consejo de administración en empresas que cuentan con una gran accionista de control y cuyo segundo mayor accionista es un inversor institucional.

La literatura financiera ha clasificado como institucionales un amplio abanico de inversores (Dong, 2008). Las diferencias entre unos y otros conducen a diferentes actitudes hacia los problemas de gobierno a los que se enfrentan las empresas en las que poseen acciones y, por tanto, a diferentes influencias en el valor corporativo. El trabajo seminal de Pound (1988) propone tres hipótesis acerca de la relación entre el desempeño empresarial y la propiedad de los inversores institucionales: supervisión efectiva, conflicto de interés y alineamiento estratégico. A partir de estas tres hipótesis, Brickley *et al.* (1988), Kochhar y David (1996) y Bhattacharya y Graham (2007) clasifican a los inversores institucionales en dos grupos: resistentes a la presión y sensibles a la presión. Por un lado, los inversores resistentes a la presión son inversores institucionales que sólo mantienen una relación de inversión con las empresas en las cuales poseen acciones. En este grupo se incluyen los fondos de pensiones, los fondos de inversión y las empresas de capital-riesgo. Estos inversores son más independientes con respecto a la empresa. Por otro lado, los inversores institucionales sensibles a la presión suelen tener una relación más empresarial. Dentro de este grupo se incluyen las acciones de las compañías de seguros, los bancos y entidades financieras no bancarias (fideicomisos). La capacidad de estos inversores para supervisar se ve debilitada por el hecho de mantener simultáneamente relaciones empresariales y financieras con la empresa (Brickley *et al.*, 1988). La definición adoptada en nuestro trabajo responde a esta clasificación.

Los inversores institucionales sensibles a las presiones, bancos y otras entidades financieras no bancarias, al mantener con la empresa una relación no sólo de inversión sino también de financiación, cuentan con un conjunto de intereses más complejo y, probablemente, con más vínculos privados con el equipo directivo. Así, dada su menor independencia con respecto a la dirección, el voto electoral de los inversores institucionales sensibles a la presión es más probable que esté influenciado por su relación con los directivos. En cambio, los inversores institucionales resistentes a la presión estarán más comprometidos con el rendimiento financiero de la empresa y con los accionistas cuyos intereses representan, ya que serán evaluados en base a la rentabilidad de sus carteras de inversión. Aunque depende del entorno legal e institucional, en general, esta clase de inversores es más probable que se comprometan con el gobierno corporativo y tengan fuertes incentivos para conseguir mejoras sustanciales del desempeño empresarial.

La elección de la naturaleza institucional del segundo accionista de referencia como variable moderadora de la relación entre las características demográficas del consejo de administración y el desempeño financiero de la empresa viene motivada por la literatura previa, que ha documentado el importante papel supervisor y disciplinador desempeñado por este colectivo de inversores (Gillan y Starks, 2003; Busheea *et al.*, 2010; Callen *et al.*, 2013). Los inversores institucionales pueden supervisar a los accionistas de control con el fin de evitar posibles usos discrecionales de los recursos corporativos y la extracción de beneficios privados. Jara-Bertín *et al.* (2012) encuentran que en los países de la *common law*, debido a razones legales, históricas, al mayor desarrollo de los mercados de capitales y a las estructuras accionariales más dispersas, han ocupado tradicionalmente una posición más relevante. Los inversores institucionales resistentes a la presión participan activamente en el gobierno corporativo. En este contexto, estos autores encuentran que para los niveles bajos de propiedad institucional, un aumento en su participación accionarial conlleva un mayor compromiso con el control de la actuación directiva, mejorando el desempeño corporativo. En cambio, cuando los niveles de propiedad son elevados, los inversores adquieren excesivo poder y se atrincheran, pudiendo actuar en contra de los intereses de los accionistas y conduciendo a un peor desempeño corporativo. En cambio, en los países de la *civil law*, el problema de

agencia fudamental es entre los grandes accionistas de control y los minoritarios. En este contexto, estos autores encuentran que cuando los niveles de propiedad son bajos, un aumento de la participación accionarial de los inversores institucionales afecta negativamente al desempeño de la empresa, poniendo de relieve que éstos se alían con los accionistas controladores, perjudicando aún más a los minoritarios. A medida que los inversores institucionales adquieren suficiente poder para oponerse al control del gran accionista, se involucran eficientemente en el gobierno de la empresa y el desempeño corporativo mejora.

En el contexto del sur de Europa, resulta relevante analizar el papel que desempeñan estos inversores en presencia de grandes accionistas de control familiares y no familiares. En el caso particular de los grandes accionistas de control familiares, donde el problema de agencia predominante es aquél entre la familia controladora y los accionistas minoritarios, la presencia de inversores institucionales puede proporcionar una supervisión de los propietarios familiares que contribuya a la protección de los intereses de los minoritarios. Desde esta perspectiva, los inversores institucionales reducirían los costes de agencia de las empresas familiares (Tosi *et al.*, 1999; Croci *et al.*, 2011; Miller *et al.*, 2013).

Los resultados preliminares de la investigación llevada a cabo para dos países encuadrados dentro del sistema legal de la *civil law*, España e Italia, ponen de relieve que los inversores institucionales como segundos accionistas de referencia moderan la relación entre el consejo de administración y el desempeño financiero de la empresa, siendo dicho efecto moderador diferente en función de que estos inversores sean resistentes o sensibles a la presión, así como en función de la identidad familiar o no familiar del accionista de control mayoritario. La profundización en el análisis de estas relaciones se constituye como una importante futura línea de investigación.

Además de la diferenciación entre inversores institucionales sensibles o resistentes a la presión, puede resultar interesante distinguir entre inversores institucionales nacionales o extranjeros. Por tanto, esta línea de investigación también será ampliada con la introducción de la nacionalidad como variable moderadora.

5.2. Índice de buen gobierno, inversores institucionales e inversores familiares

A partir de las características del consejo de administración estudiadas en esta investigación se ha desarrollado un índice de buen gobierno basado en características estructurales del consejo de administración y se ha analizado el efecto que la propiedad institucional total, calculada como la suma de los derechos en manos de los tres primeros accionistas, ejerce sobre dicho índice. Los resultados preliminares obtenidos muestran un efecto positivo, lo que sugiere que la propiedad en manos de inversores institucionales promueve la adopción de prácticas de buen gobierno consistentes con los códigos de buen gobierno. Sin embargo, como se ha demostrado en este trabajo, la adopción de prácticas de buen gobierno no es sinónimo de un mejor desempeño empresarial. La construcción de un índice más complejo permitirá contrastar la robustez del resultado obtenido. Además, se hace necesario profundizar en esta cuestión en aras a dilucidar si realmente los inversores institucionales conducen efectivamente a la adopción de buenas prácticas o si, por el contrario, simplemente estos inversores invierten en empresas cuyas estructuras de gobierno siguen las pautas de buen gobierno.

El análisis anterior se ha llevado a cabo también para la propiedad familiar total, aproximada a través de la suma de los derechos de los tres primeros accionistas, si bien los resultados preliminares no muestran un efecto significativo de dicha propiedad sobre el índice de gobierno construido. Como se ha comentado, la construcción de un índice más complejo permitirá ahondar en esta relación y establecer conclusiones robustas.

5.3. El efecto moderador de las estructuras de propiedad piramidales en la efectividad del consejo de administración

La evidencia empírica ha encontrado estructuras de propiedad piramidales en distintos entornos legales e institucionales (La Porta *et al.*1999; Faccio *et al.*, 2001; Morck, 2005; Claessens *et al.*, 2006; Pens y Yiang, 2010; Bianchi *et al.*, 2011; Kim, 2012; Bena y Ortiz-Molina, 2013; Bradford *et al.*, 2013). Sin embargo, ninguna

teoría formal explica su existencia, lo que hace del análisis empírico la única forma de profundizar en su conocimiento.

La investigación llevada a cabo ha puesto de manifiesto que el empleo de estructuras de propiedad piramidales es bastante frecuente por parte de los grandes accionistas de control de las sociedades cotizadas del sur de Europa. La capacidad de estas estructuras para conseguir excesos de derechos de control sobre los derechos de *cash flow* (Almeida y Wolfenzon, 2006) nos lleva a extender la presente investigación para analizar su efecto sobre la efectividad supervisora del consejo de administración, diferenciando entre empresas en función de la identidad familiar o no familiar de su accionista de control mayoritario. Generalmente, la separación entre los derechos de propiedad y control ha sido utilizada por los investigadores como un indicador de los problemas de agencia entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. Para los inversores, en cambio, esta separación puede resultar difícil de identificar y más aún de cuantificar. En este contexto, la supervisión efectiva por parte del consejo de administración puede contribuir a mitigar el conflicto de agencia que afecta a los inversores minoritarios. Sin embargo, también es posible que los accionistas de control se atrincheren aún más, tanto a través de la selección de consejeros que actúen en interés del accionista controlador como de consejeros que no supervisen muy intensamente cuando la separación entre los derechos de propiedad y control es elevada.

En el caso de la muestra de empresas italianas y españolas cotizadas durante el período 2001-2010, cuando la discrepancia entre los derechos de control y cash flow es elevada, los resultados preliminares obtenidos para las compañías de propiedad familiar son consistentes con la visión tradicional que contempla las pirámides como un mecanismo que favorece el atrincheramiento del gran accionista de control. Cuando dicha discrepancia es pequeña, los resultados sugieren que los problemas de agencia en el seno de la empresa familiar no se incrementan, y que la utilización de pirámides responde más a otros intereses relacionados con ventajas de financiación que al deseo de expropiación de los accionistas minoritarios. Las estructuras de gobierno consistentes con la Teoría del Servidor parecen ser las apropiadas cuando el accionista familiar no utiliza estructuras de propiedad

piramidales, mientras que, cuando sí las utiliza, aquéllas acordes con la Teoría de Agencia resultan más efectivas. Por último, cuando el accionista de control no es familiar, el empleo de pirámides también modera la efectividad del consejo de administración, siendo su efecto diferente que en las empresas familiares. La profundización en el análisis de estas relaciones preliminares se configura como una importante línea de investigación futura de la presente tesis doctoral.

UNIVERSIDAD DE CANTABRIA

BUSINESS ADMINISTRATION DEPARTMENT



DISSERTATION SUMMARY IN ENGLISH

GOBIERNO CORPORATIVO Y VALOR EMPRESARIAL:
EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN ANTE LOS GRANDES ACCIONISTAS DE CONTROL
(CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE:
BOARD OF DIRECTORS AND LARGE SHAREHOLDERS)

PhD Candidate: Rebeca García Ramos

Supervisor: PhD Myriam García Olalla

2013

SUMMARY

1. RESEARCH OVERVIEW
2. RESEARCH JUSTIFICATION
3. DOCTORAL THESIS STRUCTURE

1. RESEARCH OVERVIEW

The wave of financial scandals which has shaken international markets since the mid-eighties and, more recently, the global financial crisis that started in mid-2007 and that had affected the entire world economy, has provoked an increasing interest in corporate governance both in professional and academic settings. Along with deregulation in the US environment and the failure of market fundamentalism pointed out by the Nobel Joseph Stieglitz, inadequate corporate governance structures of major corporations and, in particular, poor supervision by boards of directors, have been singled out as the root cause of these corporate scandals. As a result, corporate governance has awarded a leading role in the agendas of multilateral regulatory bodies such as the World Bank or the Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD).

Likewise, the evidence of the existence of divergent interests among different stakeholders in the firm calls for the enforcement of conflict resolution actions. Effective separation between ownership and control in the company, a phenomenon firstly described in Berle and Means (1932), is the essence of agency conflicts between the various groups involved in the firm, such as managers, minority shareholders and bondholders. In this context, good corporate governance is set, not only as a mere response to increased exposure to risk and problems in the business world derived from financial scandals, but also as a mechanism that seeks to establish an equilibrium between the different stakeholders of the company.

During recent years, the progressive concern for finding working corporate models has led to a large body of research to find recommendations for an optimal operational code for boards of directors, which governs the principles of listed companies, which is both transparent and efficient in its reporting to investors and shareholders in order to regain their confidence. This has resulted in the publication, both domestically by each country and internationally through various international organizations, of several codes of good governance and conduct. Although the starting point of codes is very heterogeneous in terms of the legal and institutional environment of each country, there are common prescriptions that emphasize the supervisory board role, advocating active and more independent boards, as well as non-dual leadership structures.

This emphasis of the codes of good governance in the supervisory board role is consistent with the agency approach adopted in most part of financial literature on corporate boards. However, recent academic literature highlights the multiple roles to be played by the boards. Furthermore, empirical evidence in this regard is not conclusive, and regulators have limited indicators that allow identifying governance practices leading to value creation in corporations. Despite the great efforts made in recent years to improve transparency and accountability measures, the current critical situation being experienced by the world economy demonstrates the little success and the need for an urgent review of the main control mechanisms. The revision of codes of good governance is essential in a situation that requires higher levels of accountability and transparency in firms governance structures, and which highlights

the need to establish a strong regulatory framework and incentives that allow the alignment of interests.

Therefore, it is necessary to further deepen the study of corporate governance which, on the one hand, is seen as a root cause of financial scandals and companies failure, and, on the other hand, is becoming a fundamental matter in the agendas of regulatory bodies. Thus, the concepts of corporate governance, good governance recommendations, board of directors and ownership structure are positioned as the cornerstones of this research and will be analyzed in depth, from both a theoretical and empirical perspective, throughout the various chapters of this thesis.

2. RESEARCH JUSTIFICATION

Several justifications can be pointed out for this research. Firstly, as mentioned, corporate governance is still an opened debate and an unresolved matter for regulatory bodies. Secondly, within financial literature there is recognition of at least two main aims for the board of directors, those being supervisory and advisory. However, most existing studies, from the perspective of the Agency Theory, have only addressed the first one. Recently, some studies that have examined the relationship between the financial performance of companies and the structure of the board of directors suggest that the Agency Theory is limited in its research (Dalton and Dalton, 2005), pointing out the need to develop theoretical approaches that take into account not only the supervisory but the advisory role. Therefore, this doctoral thesis is developed adopting a multitheoretical approach of corporate governance. Our research agenda is based upon previous research in Agency Theory, Stewardship Theory and Resource Dependence Theory. In this sense, the revision of literature and empirical approaches undertaken are focused on three theories, the Agency Theory, the Stewardship Theory and the Resource Dependence Theory. In doing so, we take into account not only the monitoring board role but also its role in providing external and internal resources and advice. Such a multitheoretic approach enables the reconciliation of inconsistent research outcomes in the literature by clarifying when

particular governance theories offer better explanatory power than others, depending on the different context under analysis.

Additionally, the optimal corporate governance structure depends, among other factors, on the costs and benefits of governance practices, which vary between contexts. Therefore, contingency and contextual perspectives are needed to assess the relationship between corporate governance and firm performance to demonstrate that in some contexts, certain board designs may be recommended, but in other contexts, other designs may be more suitable. In this sense, a key aspect of firm governance is ownership structure, including the typology of the firm's shareholders. Considering these potential relationships, a main goal of this thesis is to assess whether the optimal board configuration differs among firms depending on ownership structure. To this end, we adopt a contingency approach in which the impact of board of directors on a firm's financial performance is considered to vary depending on the context under analysis, particularly in terms of ownership concentration and the identity of the large shareholder. Our basic premise is that the benefits and costs of board characteristics vary across firms depending on ownership structure, and thus that the governance mechanisms should differ between these types of firms (Bartholomeusz and Tanewski, 2006; Chen and Nowland, 2010). This fact forces us to reconsider and reshape the empirical links between board of directors and performance traditionally evidenced in the literature for firms that are widely held, mostly based on Agency Theory and leading to the postulate that more independent boards are always an adequate solution for corporate governance. We propose that board independence must have a limit in its ability to maximise firm performance and that stewardship-based corporate governance structures may be more effective within some context. Our study considers nonlinearities in the relationship between board independence and firm performance. Because benefits and costs of governance practices are different for FBs and nonfamily businesses (NFBs), we propose that governance solutions should also be different.

Although in recent years board of directors and ownership structure, as well as their relationship with the firm performance, have been well studied, only a few authors has addressed the study of both internal governance mechanisms together.

Furthermore, most empirical evidence in this regard has traditionally focused on companies with dispersed ownership structures, typical of the models of corporate control of USA and UK. Throughout recent years, several studies have shown how dispersed ownership structures do not dominate as much as suggested by the arguments of Berle & Means, revealing the importance of concentrated ownership structures in most part of business world, in which the control shareholder has in many cases family nature. Nowadays, only a little is known about boards of directors in the presence of large shareholders. Thus, the conclusions based on Agency Theory for widely held firms may be difficult to generalize when large shareholders are in place. In particular, the role played by the board takes on additional importance in the case of family businesses with respect to non-family ones because, besides addressing the relationship between business and ownership, it underlies the interaction of these factors with another variable, the family presence in the firm. Our main aim is to demonstrate that there must be a strong relationship between regulations on corporate governance and internal control mechanisms. In this sense, establishing suitable recommendations to the responsible behaviour of companies requires a rigorous and integrated analysis of the overall environment in which risk taking occurs. Taking into account these arguments, we determine whether there are significant differences in the functional behaviour of the board of directors between family and non-family companies and check whether any such differences correlate to firm performance. Furthermore, bearing in mind that the generational phase of a family could be considered a relevant variable in the field of family business research, our second purpose is to analyse differences in the board of directors in family companies over generations. In addition, and considering the growing relevance of institutional investors all around the world, we analyse their role as the second large shareholders in both family and non family businesses. Finally, we analyse whether the use of pyramidal ownership structures affects the relationship between the board of directors and the firm performance.

We expect that the findings of this thesis serve as support for the implementation of good governance practices that effectively contribute to value creation, the long-term business sustainability and efficiency.

3. DOCTORAL THESIS STRUCTURE

The structure and content of the thesis is as follows:

CHAPTER 1: Corporate governance within the new international context: a *law & finance* perspective

ABSTRACT

The first chapter is framed within the *law & finance* literature and presents a theoretical review of the fundamentals of corporate governance. The effect of the legal and institutional environment in shaping the different existing governance models is analyzed in depth. The chapter concludes with a review of the state of the art on codes of good governance in the international context as a solution to the problem of corporate governance. The study carried out allows identifying the fundamentals of the adoption of good practices and the empirical relationship between codes of good governance and financial performance. Last but not least, shortcomings of governance reforms are identify, which induce to undertake the research objectives of the thesis.

CONTENT

1.1. Introduction
1.2. Fundamentals of corporate governance: an Agency Theory approach
1.3. Governance mechanisms
    1.3.1. The internal governance mechanisms
    1.3.2. The external governance mechanisms
1.4. The models of corporate governance
    1.4.1. Features of Anglo-Saxon models
    1.4.2. Features of continental models
    1.4.3. Criticism to government models
1.5. The effect of the legal context and investor protection
1.6. Codes of good governance
    1.6.1. Codes of good governance in the international context

1.6.2. Fundamentals of the adoption of good practices: efficiency and legitimacy
1.6.3. Codes of good governance and financial performance
1.6.4. Criticisms to governance reforms

CHAPTER 2: The board of directors: governance and corporate performance

ABSTRACT

The second chapter deals with the study of the board of directors, because it is the supreme body of control to which regulators are addressed many of the recommendations of good governance codes. A thorough review of the main theories raised to date, namely Agency, Stewardship and Resource Dependence, as well as the relations established between them, is made. Finally, previous empirical works which have studied the relationship between several boards' features and the financial performance of firms are summarized. Those reviews allow identifying a number of limitations that have characterized most of existing works to date and support the basis of empirical applications performed in the next chapter of this thesis.

CONTENT

2.1. Introduction
2.2. The board of directors: theoretical paradigms
2.2.1. Agency Theory
2.2.2. Stewardship Theory
2.2.3. Resource Dependence Theory
2.3. The roles of the board of directors
2.3.1. The monitoring role
2.3.2. The advisory role
2.3.3. Monitoring *versus* advice
2.3.4. Board structure: one-tier system (unitary) *versus* two-tier system (dual)
2.4. Efficiency of the board of directors
2.4.1. The size of the board
2.4.2. The composition of the board
2.4.3. The leadership structure of the board

2.4.4. The insider ownership
2.4.5. The activity of the board
2.5. Concluding remarks

CHAPTER 3: Empirical analyses. Board of directors, large shareholders and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach

ABSTRACT

The third chapter provides the results of the empirical studies designed to shed some light into the corporate governance research and contribute to improve the governance of public companies. This chapter is structured into three sections. The first section is a general introduction, which is devoted to explain the importance of ownership structure in its double dimension, both quantitative (level of ownership concentration) and qualitative (identity of the large shareholder). In the second section, ownership structure in Southern Europe along the 2001-2010 period is studied through a descriptive study. The third section compiles empirical applications of corporate governance within three articles.

First article is entitled "The structure of Board of Directors in Family versus Non-Family firms: Empirical evidence in Spain" and is published in the Spanish Journal of Finance and Accounting (Vol. XXXX, n. 149, pp. 609-636, 2010, JCR 2010: 0.153). Previous versions of this paper were presented in the following conferences: *XIX Congreso Nacional de la Asociación Española de Economía y Dirección de Empresas (ACEDE)* in Spain, September 2009; *XV Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA)* in Spain, September 2009, where it received the *"Special Award for the Best Research Paper"*; *Jornadas de Investigación sobre Pequeñas y Medianas Empresas e Iniciativa Empresarial*, organized by the Carlos III University of Madrid, December 2009, where it received a Quality Mention ("Research on Small and Medium Enterprise and Business Initiative") by the Chairs and Members of the Editorial Board of the International Journal of the Small and Medium Enterprise.

The second article is entitled "Board independence and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach" and has been accepted for publication by the Journal of Management & Organization (JCR 2011: 0.393). A previous version of this paper was presented in the 10th INFINITI Conference on International Finance (Finance towards 2020: Will the next 10 years be different?), organizaed by the Trinity Collegue of Dublín, Irland, June 2012.

The third article is entitled "Board characteristics and firm performance in public founder- and nonfounder-led family businesses" and is published in Journal of Family Business Strategy (Vol. 2, n. 4, 2011, SCOPUS SJR Q2 0.353 SNIPE 0.508). Previous versions of this paper were presented in the following conferences: 10th Annual IFERA World Family Business Research Conference (Long Term Perspectives on Family Business: Theory, Practice, Policy), organized by the International Family Enterprise Research Academy in Lancaster, UK, July 2010, where it received the "Jeff Rothstein Award for the most creative paper" by the Family Firm Institute and Hubler Family Business Consultants. The paper was also nominated to the "University of Alberta Best Research Paper Award". It was also presented at the conference *XX Congreso Nacional de la Asociación Española de Economía y Dirección de Empresas (ACEDE)*, Spain, September 2010, where it received the Research Award of the Family Business Section. Finally, it was an invited paper at the Family Firm Institute Annual Conference (Family Enterprise: New Game? New Rules?), Chicago, USA, October 2010.

CONCLUSIONS:

ABSTRACT

Finally, we present the main conclusions obtained from the doctoral dissertation, their implications in terms of governance regulation, research limitations and potential lines for future research.

CONCLUSIONS

1. GENERAL THEORETICAL CONCLUSIONS RELATED TO CORPORATE GOVERNANCE
2. CONCLUSIONS RELATED TO THE BOARD OF DIRECTORS – FIRM PERFORMANCE RELATIONSHIP
3. CONCLUSIONS RELATED TO THE EMPIRICAL ANALYSIS
4. ACADEMIC, MANAGERIAL AND REGULATORY IMPLICATIONS
5. LIMITATIONS AND FUTURE RESEARCH

1. GENERAL THEORETICAL CONCLUSIONS RELATED TO CORPORATE GOVERNANCE

Market crises and financial scandals are possibly some of the root causes that have promoted corporate governance reforms along past years. The origin of the legal system has been pointed out as the main variable explaining the configuration of corporate models, because it is closely linked with the legal protection conferred to investors. However, although there are differences in the codes of good governance among countries, the international trend seems to move towards Anglo-Saxon corporate governance practices, advocating more independent and more active boards, as well as an effective separation of the figures of the CEO and the chairperson of the board. Reforms of corporate governance are aimed at creating a market-oriented model with an optimal operational code for boards of directors, which governs the principles of listed companies, which is both transparent and efficient in its reporting to investors and shareholders in order to regain their

confidence. Although these goals are desirable, the inclination of best practices to the market model in all situations could be wrong in its fundamentals due to its heavy reliance on Agency Theory propositions.

This way of implementing best practices ignores the existence of different business contexts. For instance, proponents of the market model, which focus on dispersed, atomistic and inactive shareholders of the typical listed companies described in Berle & Means, do not contemplate context under which there is not an effective separation of ownership and control. Therefore, they do not serve the interests of companies with large shareholders highly involved in top management and board of directors. Indeed, critical differences in non-compliance are explained mostly by ownership structure.

Moreover, the governance practices of the market model do not address the human dimension of the board and the management team. In contrast to Agency Theory, which proposes an economic and opportunistic behaviour of managers and suggests that those who are in a position of power use it to expropriate those in a weaker position, proponents of the Stewardship Theory propose that managers are essentially trustworthy people and, therefore, good stewards of the resources available to them. Proponents of Stewardship Theory highlight the role of the board not only to monitor their performance, but also to support them in the decision making process. They focus on the need to improve collaboration and decision-making between the board and the management team, and they suggest that governance structures that empower the management team are desirable. Therefore, the control model can be a feasible way of corporate governance. The key responsibility, and the essence of good governance, should be directed to the responsible fulfilment of the commitments made by all stakeholders in the company, while preserving an atmosphere of trust and unity. In this new context of concentrated ownership, where there are businesses with large and active shareholders, the corporate model should involve collaboration between management, shareholders and the board of directors in the decision making process.

Agency and Stewardship theories should not be mutually exclusive, but complementary, with a greater preponderance of one or the other depending on the

particular context under analysis. In this regard, regulatory bodies of corporate governance should consider the propositions of both theories when designing and implementing good governance practices, which would allow the reallocation of resources that from the unilateral agency approach would be allocate for the implementation of additional monitoring mechanisms.

Therefore, despite the existence of different business contexts, corporate regulation tends to be homogeneous for all corporations. The adoption and homogeneity of practices of good governance has been mainly explained from two theoretical approaches: the Efficiency Theory and the Theory of Institutional Legitimacy. The first of these approaches concerns the efficiency gains derived from corporate innovation or the introduction of a new practice of government, while the latter suggests that the recommendations are adopted because, due to their increasing deployment, their adoption is socially expected. Taken together, it seems that civil law countries move more for reasons of legitimating than for those linked to the improvement of corporate governance practices.

Despite the potential benefits that effective governance practices and pressure imposed by the forces of globalization can report, changes in governance models are not easy because they are framed in the institutional environment of each country. The strong complementarity between the various governance practices may hinder the convergence process for several reasons. First, alter one mechanism without changing others can dissipate the benefits from their interaction. Second, it is difficult to transform institutions simultaneously and in a coordinated way. In addition, changes in governance practices often require changes in existing legislation and, therefore, the agreement between the political elite and the business sector regarding the governance model to be adopted. At first, governance practices have distributional effects and create groups of interest who support the status quo. Therefore, if domestic agents perceive private benefits of control, they are often reluctant to external pressures that advocate adopting more effective governance practices. These dynamics cannot prevent the introduction of codes of good governance, but can slow their development and limit changes in national governance systems. Although empirical research has supported the hypothesis that

corporate governance affects the competitiveness of enterprises, their results and their market value and, therefore, it have an impact on the economy and on the society as a whole, the direction of the effect of this relationship is still a controversial topic. In recent years there have been several attempts to measure corporate governance practices and to statistically verify their benefits.

The literature on corporate governance emphasizes that, despite the fact that codes of good governance are not mandatory, more and more companies tend to comply with their recommendations. However, many others are still away from those models of governance and there is considerable heterogeneity in the structure adopted by boards. First, the approach of "comply or explain" allows "non-compliance" and, second, the fulfilment with recommendations does not guarantee a proper corporate structure. In this context, the analysis of the relationship between good governance and financial performance of companies is relevant, mainly because research shows that one reason that could justify the non-compliance is just the firm performance. Taking into consideration that the fulfilment with the rules of good governance implies substantial costs of implementation, it seems reasonable to expect that firms get benefits from their adoption, such as an improvement in their performance and positive reactions in the market valuation. However, the empirical evidence is mixed and inconclusive. Several studies are based on board indexes to analyze the relationship between corporate governance and firm performance. Besides differences in markets and time periods of analysis, there are several factors that may explain these mixed and inconclusive results. First, other factors related to corporate governance can affect the relationship between good practices and firm performance. For instance, the endogeneity of the explanatory variables, which is omitted in many works and can lead to biased and inconsistent estimations. Second, the firm-specific characteristics are likely to influence the relationship. These facts suggest that both the benefits and costs associated with the implementation of the recommendations could be closely related to governance structures prior to the implementation of governance practices and the characteristics of the company.

2. CONCLUSIONS RELATED TO THE BOARD OF DIRECTORS - FIRM PERFORMANCE RELATIONSHIP

The plurality of theoretical arguments about the benefits and costs related to several board characteristics, as well as the lack of conclusive empirical evidence on the relationship between these characteristics and a firm performance, point out the need to further deepen these issues in order to achieve efficient corporate governance structures.

The literature review about previous research on board of directors allows us to identify a number of limitations that characterize most of existing works to date[1]. Firstly, it is observed that most research is focused on Anglo-Saxon markets, which are framed out within the common law legal tradition, and the results thus would be hardly generalized and extrapolated to an environment of weak legal protection to investor. In particular, the US has been the country that has provided most empirical evidence. In contrast, the European economies, whose legal system is developed within the civil law tradition, have received little attention in the academic literature. Therefore, little is known about the relationship between the effectiveness of the board and the company's performance within the European context.

Secondly, the emergence of alternative theories, partially conflicting in their statements, has contributed to the debate on corporate governance. Agency, Stewardship and Resource Dependence theories identify different board roles. However, most previous empirical research is based on Agency Theory, despite it is limited in its capacity to explain corporate governance in all settings and situations (as the first chapter of the thesis concludes). Moreover, trying to explain the governance of the company from a single theoretical perspective will lead to an incomplete understanding of the functions of the board and its relationship to

[1] The literature review have been developed under three theoretical approaches, those been the Agency, the Stewardship and the Resource Dependence Theory. Two general board roles have been analyzed, the supervisory and the advisory roles. The total number of empirical works which have been reviewed is as follows: 67 studies about the board size – firm performance relationship, 66 studies about the board composition – firm performance relationship, 60 studies about the leadership structure – firm performance relationship, 51 studies about the directors ownership – firm performance relationship and 20 studies about the board activity – firm performance relationship.

corporate performance. In this sense, research has mainly focused on the supervisory role, whereas little attention has been paid to the advisory board role.

Moreover, the few studies that have adopted a multitheoretical approach suffer from the lack of an integrative view of theories, so they have tried to conclude the prevalence of one theoretical perspective over another, ignoring the contingent and contextual matters that allow its complementarities, and establishing universal prescriptions of good governance suitable for all business organization. In this sense, a common aspect of the research carried out under the three theories is that they assume that their explanatory models of the management-shareholder relationship work in all contexts and situations. One implication of this uniform view of the behaviour of managers and shareholders is that governance mechanisms can be designed without taken into consideration other organizational variables and the business environment. Therefore, the three theories assume the universal effectiveness of governance mechanisms.

In general, approaches ignore that the result of the benefit-cost analysis and, therefore, the optimal board structure, is most likely to depend on other contextual variables, such as the company size, age, industry, the country in which the firm operates, the legal and institutional environment or the ownership structure in both its quantitative (degree of concentration) and qualitative (identity of the controlling shareholders) dimensions, as well as on the role and power of the several stakeholders involved in the firm. On the contrary, instead of setting universal standards of good governance, we can establish a more realistic argument: "there is not an optimal corporate governance structure, but several designs can be equally good." This argument is more readily acceptable because issues relating to national and institutional environment are considered to be of great importance to understand the changes taking place in corporate governance around the world. This is also due to the fact that national institutions do not only provide some corporate governance mechanisms while preventing others, but also the power distribution in different companies.

Furthermore, the assumption of one theory over another ignores the dynamic nature of governance mechanisms. That is, the current design of parameters and

resources can be influenced by the board decisions and its previous behaviour. For instance, the ownership structure in both its quantitative dimension (degree of concentration) and qualitative dimension (identity of the owners), is a clear example of a designed parameter. The ownership structure is an important factor that can affect the configuration of the board of directors and the efficiency in its supervisory and advisory roles. Even the CEO characteristics, and the board size and composition, may be the result of previous decisions of governance bodies. Furthermore, these unilateral approaches also ignore that corporate governance can change not only between different geographical locations, but also over time. In sum, from a theoretical point of view it should be obvious that corporate governance is a dynamic concept that can vary over time. In this sense, governance practices that could work in the past, may now become inadequate, insufficient, or even merely reactive.

Moreover, although from a theoretical point of view it is well accepted that the complementarities between different governance mechanisms can affect corporate performance, the propositions of single theories do not collect this interdependence and most previous empirical studies do not control for this effect. This view is likely to lead to misleading conclusions. Each individual governance mechanism can complement each other to create a consistent governance system adapted to the cultural and institutional setting of each context. The implication of this interdependence is that the effectiveness of governance structures needs to be assessed globally, because the effect of a government mechanism may depend on the effect of others.

The reviews carried out highlight that several and different performance measures have been used in the literature, which makes the comparability of results difficult and points out their lack of robustness. In addition, most of the existing studies can be criticized in terms of its methodological approach. Firstly, because they generalize their results and draw conclusions without checking the effect of certain variables that may affect the relationship between board effectiveness and corporate performance. Secondly, because they do not control for industry effects. Moreover, they usually use univariate statistical methods instead of multivariate ones.

Furthermore, most studies ignore the endogenous nature of corporate governance variables. Without controlling for endogeneity, the results can be difficult to interpret or even wrong. Finally, studies have mainly used data for a single period of time, which makes it impossible to incorporate in the analysis the dynamic evolution of boards and the long-term equilibrium of the firm.

Therefore, the design of corporate governance structures should be seen as a dynamic process that not only depends on the context of analysis, the several stakeholders involved and the period of time, but that can have an impact on these parameters. In this sense, the structure of the board can be seen as the result of several variables such as the size of the company, its reputation, the ownership structure, the industry, the firm economic results, the legal system and many others. Moreover, given the dynamic nature of this process, the board structure itself may cause some changes in these parameters.

3. CONCLUSIONS RELATED TO THE EMPIRICAL ANALYSES

OWNERSHIP STRUCTURE IN SOUTHERN EUROPE: CONCENTRATION AND TYPE

One key dimension of corporate governance is the ownership structure of the largest listed firms in a country. Ownership structure varies across national systems and it is closely linked to the origin of the legal system. We analyze the two main features that characterize ownership structure, ownership concentration and ownership type, in a context framed out within the French civil law. In doing so, this thesis shows the relevance, persistence and stability of concentrated ownership structures in Southern Europe along the 2001-2010 period. We have selected a sample of nearly 300 Spanish and Italian non-financial listed firms, all of which have a large shareholder with at least 20% of property rights. Following the control chain methodology we have identified the ultimate owner of all those firms. We found that family business represent around 60% of the sample. Moreover, we have identify firms majority

owned by a single individual (around 10%), by a financial firm (around 10%), by a non-financial company (around 9,50%), by public entities (around 8%) and by an institutional investor (around 2,50%) as well. One significant feature is the drop of public entities and financial firms as large shareholders along the period of analysis. Another pattern modifying ownership structure is the increased percentage of non-financial companies as large shareholders due to, among other things, the rise of cross-ownership among listed firms for strategic and diversification purposes and the increased listing of subsidiaries of some large corporations. The study also demonstrates that institutional investors have an increasing presence, whereas families and individuals remain relatively constant over the period of analysis. A common denominator is that ownership concentration is persistently high (around 50%). The stability of concentration over time matches the trend in other advanced EU countries.

We have also analysed the ownership in the hands of the second and third large shareholders of firms in our sample. In the aggregate, they control around 10 and 3% of property rights respectively. Although according to the OCDE the weight of institutional investors as a percentage of the GDP has stagnated and decreased in Spain and Italy respectively relative to other OCDE countries, our results reveal the increasing presence of institutional investors as the second and third shareholders of firms in our sample.

The *law and finance* approach emphasizes the important role of laws and institutions protecting investors for the development of a country. The firm ability to raise external capital and grow is limited by the extent to which control can be effectively separated from ownership without increasing excessively the risk of investors being expropriated by managers. Better legal protection for investor reduces the risk of expropriation and therefore allows more separation between ownership and control and more growth. In several countries where protection to investors is low, such as those in Southern Europe, some separation of ownership from control is obtained via pyramidal groups. On one hand, these institutions preserve sufficiently high ownership concentration to help solving the managerial agency problem because controlling shareholders have the incentives and the power to discipline management.

On the other hand, they create the conditions for a new agency problem because the interests of controlling and minority shareholders may not be perfectly aligned. For instance, the controlling shareholders can expropriate minority ones via entrenchment. This thesis highlights empirical evidence about the use of pyramidal ownership structures in the Southern European context. In the aggregate, around 40% of firms in our sample use pyramids, which are especially prevalent among family business in our sample. Nevertheless, the use of pyramids is also detected for all types of large shareholders in our sample. The traditional argument for pyramids is that they are devices to separate ownership from control and thus to entrench the controlling shareholder. In this sense, a high difference between control and cash flow rights, such as it occurs in many firms in our sample, seems to be an indicator of this reason. Pyramids of traded firms magnify the separation between ownership and control because they allow the controlling shareholder of the holding company at the top of the pyramid to control the companies in the pyramid by owning a small fraction of their capital.

However, the low difference between control and cash flow rights observed in some of the firms in our sample suggest that considerations other than separation of cash flow from voting rights also motivate the creation of pyramidal business groups. It is possible to observe pyramids in which the controlling shareholder has high cash flow stakes in member firms, in which case the separation between ownership and control is not large and pyramids do not appear to be a mechanism to deviate from one share–one vote. In fact, pyramidal firms can have both low or high ownership concentration (and, consequently, large or small separation of ownership and control). This is consistent with the evidence that in some pyramids significant separation is achieved, while in others virtually no separation of ownership and control is obtained. Indeed, in the aggregate, a 7% of the firms in our sample that uses pyramids have a low difference between control and cash flow rights (less than 5%). This percentage is higher than 9% in family businesses. This result suggests that pyramids tend to be created over time, following good performance of existing family firms. Moreover, our findings are consistent with the argument that some large shareholders use a pyramidal structure to achieve control of several firms in a business group, as opposed to holding shares directly in these firms (a horizontal

structure), because pyramids have both a payoff and a financing advantage over horizontal structures when the amount of diversion is expected to be high (e.g., because investor protection is poor). This finding is consistent with studies that find countervailing advantages of the structures, including relieving affiliated firms' financial constraints and facilitating investments. Therefore, our results provide some evidence for why it is so common for business groups to adopt a pyramidal ownership structure.

THE STRUCTURE OF BOARD OF DIRECTORS IN FAMILY VERSUS NON-FAMILY FIRMS: EMPIRICAL EVIDENCE IN SPAIN

The aim of this paper is to analyze whether the qualitative dimension of the ownership structure, in particular the family identity of the controlling shareholder, influences the optimal configuration of the board of directors, as well as the effect that such configuration has on firm value creation. We adopt a multitheoretical approach and consider the Agency and the Resource Dependence theories to be complementary rather than mutually exclusive. The econometric technique used, the system estimator of the Generalized Method of Moments, applied to a panel of Spanish family and non-family listed companies in the period 2001-2007, allows us to solve the traditional problem of endogeneity existing in studies of corporate governance. The results show how the need for advising and monitoring depends on the family nature of the controlling shareholder and, therefore, the optimal structure of the board of directors differs between the two classes of companies under consideration.

This study confirms that the effect of independent directors on a firm performance depends on the family or non-family identity of the large shareholder. Overall, we can conclude that board independence must have a limit and that an adequate combination of independent and executive directors will be best that an excessive independence in order to improve firm performance. For NFBs the optimum level of independent directors is higher than 40%. However, independent directors worsen the performance of FBs in our sample. This unexpected result leads

us to question whether independent directors really complain with the condition of independence. It is possible that those firms are incorporating into their boards directors who are not truly independent and an effective monitoring only take place with high levels of independent directors. This argument is consistent with some critical voices raised against the supposed independence of some independent directors. It is also possible that those firms have more independent directors that the optimum, preventing the positive relationship before it from being empirically observed. Bearing in mind that our basic premise is that board independence must have a limit and that executive directors are also necessary for the effective performance of the advisory board role, this result comes up with the possibility of a cubic relationship between the independent director ratio and the firm performance, negative for low level of independent directors (when cost derived for the decrease in the flow of information offsets potential benefits associated with independent directors), positive for intermediate levels (when benefits of better monitoring and links with external results offset costs associated with independent directors) and negative for high levels (because, as executive directors are necessary for the provision of internal resources, board independence must have a limit). Further research is needed to though some light into this unexpected relationship.

In sum, among the main conclusions, we found that, contrary to the widespread believe, smaller and more independent boards are not always more efficient. Our results would draw attention to addressing not simply the board's monitoring role (as advocated by Agency Theory), but its advisory board role and its role in providing external resources (consistent with the Resource Dependence Perspective). The challenge therefore lies in identifying the types of contexts in which different theories are most applicable. Bearing this in mind, and in our opinion, universal good governance recommendations should not be prescribed. We believe that recommendations of good governance should not be homogeneous but instead should adapt to the very diverse body of listed companies. This study confirms that optimal governance structures vary depending on several aspects related to ownership structures. The close interdependence between internal and external contextual variables, as well as factors that mediate these relationships, makes the design of the board of directors a complex process.

BOARD INDEPENDENCE AND FIRM PERFORMANCE IN SOUTHERN EUROPE: A CONTEXTUAL AND CONTINGENCY APPROACH

This study analyses whether or not the effect of board independence on a firm's strategic performance is moderated by family involvement in ownership and control. Moderation of the board's size and the independent director ratio are tested under quadratic specifications. The effect of CEO duality with family involvement on long-term sales growth is also measured. We adopt a multitheoretical approach and consider the Agency and the Stewardship theories to be complementary rather than mutually exclusive. The empirical analysis is conducted in the Southern European context using a sample of publicly traded firms that have concentrated ownership structures during the 2004-2007 period. The main findings indicate that when nonlinearities are considered, family involvement moderates the relationship between the independent director ratio and firm performance. The optimal proportion of independent directors is lower in family businesses than in non-family ones. However, the results fail to support nonlinearities for board size. We find positive linear relationships between both board size and CEO duality with firm performance, which are not moderated by family involvement.

Sales growth in both NFBs and FBs increases according to board size, suggesting that for firms in our sample, larger boards are better for improving strategic performance. A larger group of directors would require the CEO to invest more time and effort in building consensus for a given course of action. With larger boards, the CEO's influential power is diluted and it is more difficult for the CEO to dominate. More directors on the board also imply greater monitoring capacity and more human capital. If a positive relationship between board size and firm performance exists, for both FBs and NFBs in our sample, all of these benefits appear to be higher than costs derived from problems with coordination, communication and flexibility in decision making associated with larger boards.

The contribution of independent directors to firm performance is non-linear for both FBs and NFBs. This finding indicates that there is an optimal level of board monitoring in terms of board composition and reinforces the argument that an

adequate combination of executives and independent directors is better than excessive independence as a means of helping firms to achieve better performance. However, there are significant differences between the two inverted U-shaped curves. The inflection point at which the relationship turns from positive to negative is reached at a lower level in FBs. More specifically, while sales growth in FBs is increasing in independent directors up to an optimum level of 27.92%, the overall inflection point for NFBs is close to 40.87%. Moreover, while pre-optimum level (low level of independent directors) benefits for FBs are higher than in NFBs, so are the costs beyond the optimum level (high levels of independent directors). Thus, although both FBs and NFBs incorporate similar proportions of independent directors (approximately 30%) into their boards, their contribution to sales growth is not the same.

Although good governance recommendations essentially advocate having a majority of independent directors (Aguilera and Cuervo-Cazurra, 2004), having a majority of insiders is more desirable in our FBs because having too many independent directors is perceived as a control mechanism and will lower the motivational levels of stewards. This finding reinforces the hypothesis that the knowledge provided by executive directors to a board is particularly important for the achievement of better performances in FBs, in which the knowledge and experience of family directors contribute to the effective performance of the board's advisory role. Thus, the results only support the agency theory in the presence of low levels of independent directors and, consistent with stewardship theory, having a majority of insiders on the board has a positive effect on the performance of a FB (Sundaramurthy and Lewis, 2003). At low levels of board independence, the professional knowledge of independent directors with functional skills and experience that are lacking in the family may be essential for FBs (Jones et al., 2008).

With regard to leadership structure, although we found that the effect of CEO duality on sales growth is not moderated by family involvement in the business, the results are quite revealing. The positive effect of CEO duality on long-term sales growth indicates the validity of Stewardship Theory over agency theory in both FBs

and NFBs. Therefore, shareholders in our sample may benefit from the clear and unambiguous leadership afforded by a combined CEO-chairperson (Braun & Sharma, 2007) as stewardship theorists suggest, whereas the notion of separating leadership roles in a manner consistent with Agency Theory is not supported by the data in this study.

In sum, among FBs, the governance structures that lead to better performances are those that empower management control (dependent boards). In our sample of NFBs, which also have concentrated ownership structures, governance solutions that empower board control (independent boards) are only partially supported. Finally, our results suggest that excluding the effects of board independence (as a proxy for board monitoring), the FBs and NFBs in our sample exhibit similar strategic performance as measured by long-term sales growth.

BOARD CHARACTERISTICS AND FIRM PERFORMANCE IN PUBLIC FOUNDER- AND NONFOUNDER-LED FAMILY BUSINESSES

In this study, we examine whether the presence of a founder influences the relationship between the board of directors' characteristics and company performance in a sample of European, publicly traded, family firms. Our findings contradict the widespread belief that smaller and more independent boards as well as nondual leadership structures always lead to better firm performance, suggesting that agency theory is limited in its explanation of the relationship between board characteristics and firm performance. We find a positive effect of board size on business performance in nonfounder-led family firms and a negative effect of board size on founder-led family businesses. The presence of independent directors on the board has a positive effect on performance when a firm is run by its founder. However, when descendants lead the firm, the presence of independent directors has a negative effect on performance. Although the effect of board meetings on firm performance is positive, this relationship is weaker when the family business is run by its founder. Finally, CEO duality improves firm performance when descendants run the business, although CEO duality has no effect on performance when the firm is led by the founder.

As a component of an emerging and growing body of literature that analyses governance patterns in FBs over generations, this study contributes to the existing research through a cross-country and multi-year analysis on boards of directors' influence on firm performance. The main issue highlighted is that the relationship between several board characteristics and firm performance in our sample depends on whether the founder is involved in the FB. With this study, we attempted to expand current knowledge about corporate governance and to shed further light on differences in FBs over generations in their governance systems. In FBs, the successful implementation of practices such as boards of directors is conditioned on the attitudes and aptitudes of family members as well as the levels of their mutual trust, commitment and cohesion, features that are influenced by the presence of the founder in the firm.

Although the literature on boards of directors in FBs has primarily focused on agency issues (Johannisson & Huse, 2000), this study confirms that agency theory is limited in its explanation of the relationship between boards of directors and firm performance. The findings of this study add further to the view that no single theory explains the nexus between corporate governance and performance in FBs, which suggests a need to apply a multheoretical approach (Bammens et al., 2010; Chrisman et al., 2009; Chrisman et al., 2003; Corbetta and Salvato, 2004; Pieper, 2010) and to extend this analysis beyond the traditional board role of monitoring in order to consider the significance of the advisory role. The recognition of these two roles will have important implications for the design of the structure of governing bodies, because recommendations with regard to board structure are usually based solely on agency issues. The future extensions of this study might consist of further analysis of the question of whether the presence of the founder in a FB influences the advisory board role. Integrating these two board tasks will allow theoretical accounts of firm governance not only to more accurately reflect the real world but also to overcome the theoretical weaknesses associated with the choice of one approach over another.

Indeed, contrary to the predictions of agency theory, smaller and independent boards seem not to be useful for solving agency problems in FBs led by descendants. Likewise, this study provides some support for some aspects of agency theory when

FBs are led by their founders. In this sense, smaller and more independent boards improve firm performance in FLFBs. The suggestion of separating leadership roles in a manner consistent with agency theory, however, was not supported. For instance, we did not find evidence of powerful CEOs in a duality role that led to a detrimental effect on performance. In FBs run by descendants, the positive effect of CEO duality suggest that outside shareholders may benefit from the clear and unambiguous leadership afforded by a combined CEO-chair. In FBs led by their founders, our results support the idea that nonduality as a governance mechanism is superfluous in firms in which the family exerts de facto control over firm resources. This paper also supports agency theory in terms of the association between the frequency of board meetings and performance. Evidence in this direction would suggest that increasing meeting frequency is one fairly inexpensive way for FBs to increase firm performance (Vafeas, 1999). Because meetings by the board seem to be more important in NFLFBs, our findings suggest the relevance of other alternative informal proceedings, such as family meetings, in FLFBs.

The topic of this study is particularly pertinent to FBs' owners, their advisors and regulatory bodies of corporate governance, as well as the scientific community in general. Corporate governance, which ensures transparency and accountability for all stakeholders, is decisive for FBs. However, considering our observed results, FBs have to attend to the implementation of only those measures that lead to better firm performance because of their specific characteristics (in particular the generations in charge of the business). The application of our findings may involve the development of better practices of governance for publicly traded FBs, since many of the most popularised corporate governance recommendations may turn out to be detrimental to these types of firms. We believe that codes of good governance should not be homogeneous but, rather, adaptable to the heterogeneity of listed companies and, more specifically, to FBs' differences. In this sense, our results contradict the widespread belief that smaller, more independent and more active boards, as well as an effective separation of the figures of the CEO and the chairperson of the board, always lead to an improvement in firm performance. Founding family ownership will remain an important issue in the corporate governance reform movement.

To sum up, because agency problems are different for FLFBs and NFLFBs, corporate solutions should also be different. Agency propositions seem to be more plausible for those younger FBs run by the founder. In this context, the main problem is that of agency conflict between the family controlling blockholder and the minority shareholders, and governance architecture consistent with good governance recommendations (smaller and more independent boards) may hold a spurious relationship with improvements on firm performance. In FBs run by descendants, however, the government structures leading to better performance are those that reinforce their management capacity (by incorporating executive directors instead of independents) or allow for less conflict among family members (larger board size) or the existence of a clear family group of control (CEO duality).

4. ACADEMIC, MANAGERIAL AND REGULATORY IMPLICATIONS

As a component of an emerging and growing body of literature that analyses governance patterns under a contingency and contextual approach, this thesis contributes to the existing research through a multi-year analysis on boards of directors' influence on firm performance in Southern Europe. With this study, we attempted to expand current knowledge about corporate governance in the context of large shareholders, and more specifically when controlling family shareholders are in place. In FBs, the successful implementation of practices such as boards of directors is conditioned on the attitudes and aptitudes of family members as well as the levels of their mutual trust, commitment and cohesion, features that are influenced by the presence of the founder in the firm, the presence of an institutional investor as the second shareholder, and the use of pyramidal ownership structures.

Although the literature on boards of directors has primarily focused on agency issues, this study confirms that Agency Theory is limited in its explanation of the relationship between boards of directors and firm performance. The findings of this study add further to the view that no single theory explains the nexus between corporate governance and performance in both FBs and NFBs, which suggests a need to apply a multitheoretical approach and to extend analyses beyond the traditional

board role of monitoring in order to consider the significance of the advisory role. The recognition of these two roles will have important implications for the design of the structure of governing bodies, because recommendations with regard to board structure are usually based solely on agency issues. Integrating different theories and different board tasks will allow theoretical accounts of firm governance not only to more accurately reflect the real world, but also to overcome the theoretical weaknesses associated with the choice of one approach over another.

The topic of this study is particularly pertinent to FBs' owners, their advisors and regulatory bodies of corporate governance, as well as the scientific community in general. Corporate governance, which ensures transparency and accountability for all stakeholders, is decisive for both FBs and NFBs. However, considering our observed results, FBs have to attend to the implementation of only those measures that lead to better firm performance because of their specific characteristics. The application of our findings may involve the development of better practices of governance for publicly traded FBs, since many of the most popularised corporate governance recommendations may turn but to be detrimental to these types of firms. We believe that codes of good governance should not be homogeneous but, rather, adaptable to the heterogeneity of listed companies and, more specifically, to FBs' differences. In this sense, our results contradict the widespread belief that smaller, more independent and more active boards, as well as an effective separation of the figures of the CEO and the chairperson of the board, always lead to an improvement in firm performance. Founding family ownership, the used of pyramids and institutional ownership will remain important issues in the corporate governance reform movement. Summing up, because agency problems are different for FLFBs and NFLFBs, corporate solutions should also be different. More independent boards are not always the best solution for corporate governance. Under some context, the government structures leading to better performance are those that reinforce management capacity (by incorporating executive directors instead of independents) or the existence of a clear group of control (CEO duality).

Researchers primarily use the divergence between control and ownership as a measure of the agency conflict between majority and minority shareholders.

However, the divergence measure can be difficult for investors to calculate accurately, especially when families use pyramids and cross-holdings to leverage control. It is possible that effective board oversight could mitigate agency conflicts in these or potential investors. It is also possible that controlling shareholders entrench themselves further by selecting both board members that are more likely to make decisions favoring controlling shareholders and those that are less likely to monitor when divergence is higher. Our findings highlight that market forces (namely institutional investors) are able to promote good corporate governance practices around the world beyond the effect of government regulations. However, this fact does not imply that good governance practices lead the firm performance to increase.

Large shareholders should be aware that an optimal mix of independent and executive directors is a condition through which boards of directors affect performance. Independent directors as well as executive directors bring different valuable resources to the board, that increase its effectiveness in a set of board activities related to the business. However, the mere fact of recommending or even imposing independent directors participation on FBs boards (as is often recommended by corporate governance codes) does not seem to have an impact on firm performance under some context, such as in founder lead family business, when horizontal ownership structures are used or when an institutional investor is the second large shareholder. An empowered CEO could also reach a higher level on firm performance under some context of FBs, whereas in other contexts policymakers should concentrate on ways to analyses the professionalization of FBs. Corporate governance literature has traditionally focused on a limited number of board characteristics (i.e. board size, CEO duality, independent director ratio, board activity) as a determinant of board effectiveness. Our findings support the view that the effectiveness of boards in their roles is not only related to how boards are structured and that demographic variables do not automatically lead to more effective boards. In our study we show that the effectiveness of boards of directors is strongly influenced by others variables such as the existence of large shareholders, the use of pyramidal owenrship structures, the presence of institutional investors and the generational stage of the firm. In sum, in order to create well-functioning boards it is not sufficient to demand changes in board demography, i.e. to add more independent

directors and non dual leadership structures, as codes of good governance recommend. On the contrary, boards wanting to improve their task performance must devote more attention to the context in which they operate. Much work needs to be done: we believe that peer-evaluation of board practices and training may dramatically improve the board's contribution to the firm performance.

There are several plausible explanations of why some board caracteristics are not affecting the firm performance. For instance, that different types of organisations require different board practices. This is a concern expressed by several practitioners, who see the possibility of excessive regulation in corporate governance as restrictive and of limited practical use. In this view, research results are inconsistent because a particular board attribute or structure might be appropriate for one type of organisation, but inappropriate or even detrimental in another. Moreover, independence is not merely a structural attribute; it is a psychological trait that gives rise to corresponding behaviours. Board composition may therefore be related to, but is not the best proxy for board independence. Similarly, when large shareholders are in place, it it possible that CEO duality is not what matters, but the family identity of the CEO and the chairperson of the board. This possiblity goes beyond suggesting that we need better operationalisations; it suggests that we need better theory. Such theory-building would concentrate on identifying relevant contingency factors and how they influence the empirical applicability of different theories. Addressing multiple board roles and their relative significance in task environments characterised by different contingency factors would potentially lead to a more pragmatic contextual understanding of corporate governance processes, as well as to potentially useful prescriptions for executives and for other stakeholders.

Other possible explanation is that under some context, the attributes researched, and related best practices, are indeed irrelevant to firm performance. Related to this possibility, is the idea that while best practices in corporate governance may be irrelevant to performance, bad practices may be more strongly related to underperformance; in other words, good governance may be a qualifier rather than a differentiator. This proposition merits further investigation, because it would imply that all stakeholders concerned should rethink the significance of

corporate governance. Regulatory bodies, international organizations and institutional investors must rethink the directions of their regulatory demands, while academicians must start searching elsewhere for the influencing factors on performance. Meanwhile, practitioners will keep hoping that research will lead to robust and consequential prescriptions.

5. LIMITATIONS AND FUTURE RESEARCH

Although a systematic and rigorous methodology for each of the studies presented in this thesis has been used, the research is not without some limitations, which should be taken into account when interpreting the results. These limitations may provide important challenges for future research.

First of all, it must be acknowledged that the analysis is limited to publicly traded firms that have a large shareholder and that we only considered forms operating within the tradition of French civil law. Further research is needed to test whether the same conclusions can be applied to both different countries and different legal systems.

In addition, there are important issues that were not explored in the present study and that should be considered in future research, including director remuneration, training opportunities for board members and interlocking directorates.

Moreover, we have not distinguished the different types of FBs depending on the number of family members involved in ownership, management and control. The future extension of this research might be aimed at adding more variables in order to calculate the effects of different degrees of family involvement in the company. The analysis carried out here points to the need for researchers to further probe the differences between FCBs and NFCBs with regard to their practices and governance.

Although the firms in our NFB subsample have concentrated ownership structures, they represent a very heterogeneous group in terms of the identities of

their major shareholders (institutional investors, non-financial companies, financial firms, public entitites). Therefore, further research is needed to establish clearer conclusions about the prevalence of agency or stewardship propositions, as well as the effectiveness of corporate governance recommendations, in the firms in our sample which have a large non-family shareholder.

Moreover, an integrative work addressing the interaction effect between the use of pyramids and the presence of a second large shareholder of institutional identity in both FBs and NFBs is needed to a better understanding of practices of governance that lead to improvements in firm performance. In addition, a more in depth analysis of institutional investors should be done. For instance, the different role of foreign and domestic institutional investors in corporate governance could be of interest. Therefore, future extensions of this research would be aimed at examining whether the institutional investor nationality matters.

The construction of a board index and the analysis of the relationship between that board index and institutional ownership would be a worthwhile topic for future research, in order to test whether institutional investors promote governance practices according to codes of good governance. Furthermore, it may be of interest to address the question of whether institutional investors invest in firms with preferred governance mechanisms or actively implement preferred mechanisms in their portfolio firms.

Another limitation (because of the difficulty of the accessibility of the data) is that our analysis of board of directors is only based on demographic characteristics, without taking into consideration the board behavioral approach. Future extensions of the present research would be aimed at putting the board demographic and the board behavioral approach together to a test. Moreover, since directors may exert informal influence on managerial behaviour outside regular board meetings, future research may focus on the actual behaviour of directors (inside and outside the boardroom) with the aim of analyzing when and how they contribute to board effectiveness Finally, it would be interesting to assess how a director's participation in committees may influence board processes and the group performance.

BIBLIOGRAFÍA

Abdullah, S.N. (2004). Board composition, CEO duality and performance among Malaysian listed companies. Corporate Governance, 4(4), 47-61.

Acero, I., y Alcalde, N. (2008). Determinantes del tamaño y la estructura de los consejos de administración en las sociedades españolas cotizadas. XVIII Congreso Nacional de Acede, León, España. Septiembre.

Adams, R.B., y Mehran, H. (2005). Corporate performance board structure and its determinants in the banking industry. http://ssrn.com/abstract=302593.

Adams, R.B., Almeida, H., y Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. Review of Financial Studies, 18(4), 1403-1432.

Adams, R.B. y Santos, J. A. C. (2006). Identifying the effect of managerial control on firm performance. Journal of Accounting and Economics, 41(1–2), 55–85.

Adams, R.B., y Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. The Journal of Finance, 62(1), 217-250.

Adams, R., Almeida, H., y Ferreira, D. (2009). Understanding the relationship between founder–CEOs and firm performance. Journal of Empirical Finance, 16(1), 136-150.

Adams, R.B., Hermalin B.E., y Weisbach M.S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework & survey. Journal of Economic Literature, 48(1), 58-107.

Aggarwal, R. y Williamson, R. (2006). Did new regulations target the relevant corporate governance attributes? Working Paper, Georgetown University. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=859264

Agrawal, A., y Knoeber, R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 13(3), 377-397.

Aguilera, R.V. (2003). Are Italy and Spain Mediterranean sisters? A comparison of corporate governance systems, in Corporate Governance in a Changing Economic and Political Environment. Trajectories of Institutional Change, ed. M. Federowicz & R. V. Aguilera, Palgrave Macmillan, New York, 23-70.

Aguilera, R.V. y Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. Academy of Management Review, 28(3), 447–65.

Aguilera, R.V. y Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: What is the trigger? Organization Studies, 25(3), 415-443.

Aguilera, R.V. (2005). Corporate Governance and Director Accountability: an Institutional Comparative Perspective. British Journal of Management, 16(s1), S39-S53.

Aguilera, R.V. (2006). Corporate governance and employment relations: Spain in the context of Western Europe, in Corporate Governance and Labour Management , ed. H. Gospel & A. Pendleton, Oxford University Press, Oxford, 197-225.

Aguilera, R.V., Filatotchev, I., Gospel, H., y Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. Organization Science, 19(3), 475-492.

Aguilera, R.V., y Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of good governance. Corporate Governance: An International Review, 17(3), 376-387.

Aguilera, R.V., y Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. Annals of the Academy of Management, 4(1), 485-556.

Aiken, L.S., y West, S.G. (1991). Multiple regression: Testing and interpreting interactions. SAGE Publications. Newbury Park, CA.

Akkermans, D., Van Ees, H., Hermes, N., Hooghiemstra, R., Van der Laan, G., Postma, T., y Van Witteloostuijn, A. (2007). Corporate governance in the Netherlands: An overview of the application of the Tabaksblat Code in 2004. Corporate Governance: An International Review, 15(6), 1106-1118.

Aldama, I. (2003). Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas. CNMV, Madrid.

Alderfer, C.P. (1988). Understanding and consulting to family business boards. Family Business Review, 1, 249-261.

Al Farooque, O., Van Zijl, T., Dunstan, K., y Karim, A. K. M. (2007). Corporate governance in Bangladesh: link between ownership and financial performance. Corporate Governance: An International Review, 15(6), 1453-1468.

Alonso-Bonis, S., y Andrés-Alonso, P.D. (2007). Ownership structure and performance in large Spanish companies. Empirical evidence in the context of an endogenous relation. Corporate Ownership & Control, 4(4), 206, 216.

Alves, C., y Mendes, V. (2004). Corporate governance policy and company performance: The Portuguese case. Corporate Governance: An International Review, 12(3), 290-301.

Almeida, H.V., y Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. The Journal of Finance, 61(6), 2637-2680.

Amason, A.C., Shrader, R.C., y Tompson, G.H. (2006). Newness and novelty: Relating top management team composition to new venture performance. Journal of Business Venturing, 21, 125– 148.

Amihud, Y., y Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. The bell journal of economics, 605-617.

Amit, R., y Schoemaker, P.J. (1993). Strategic assets and organizational rent. Strategic Management Journal, 14(1), 33-46.

Ampenberger, M., Schmid, T., Kaserer, C., y Achleitner, A. (2009). Capital structure and payout policy decisions in family businesses-empirical evidence from a bank-based economy. Working Paper Series, Center for Entrepreneurial & Financial Studies, Technische Universität München. http://ssrn.com/abstract=1364153.

Anderson, R.C., y Reeb, D.M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. The Journal of Finance, 58(3), 1301-1328.

Anderson, R.C., y Reeb, D.M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. Administrative Science Quarterly, 49, 209–237.

Anderson, R.C., Mansi, S.A., y Reeb, D.M., (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. Journal of Financial Economics, 68, 263-285.

Andrés, P.D., Azofra, V., y López, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness. Corporate Governance: An International Review, 13(2), 197-210.

Andrés, P.D., Iturriaga, F.J.L., y Sanz, J.A.R. (2005). Financial decisions and growth opportunities: a Spanish firm's panel data analysis. Applied Financial Economics, 15(6), 391-407.

Andrés, P.D., y Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors. Journal of Banking & Finance, 32(12), 2570-2580.

Andrés, P.D., y Rodríguez, J.A (2009). Friendly or controlling boards? Documentos de Trabajo FUNCAS, (438), 1. XVIII Congreso Nacional de Acede, León, España. Septiembre, 2008.

Andrés, P.D., y Santamaría, (2010). Un paseo por el concepto de gobierno corporativo. Revista de Responsabilidad Social de la Empresa, 2(2), 95-114.

Andrés P.D., y Rodríguez J.A. (2011). Corporate boards in high-tech firms. The Spanish Review of Financial Economics, 9, 69–79.

Aoki, M. (2001). Toward a comparative institutional analysis. The MIT Press.

Arellano, M., y Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. Review of Economic Studies, 58, 277-297.

Arnaboldi, F., y Casu, B. (2012). Corporate governance in Europe. Research Handbook on International Banking and Governance.

Arntz, R. (2010). Board composition and firm performance in the Netherlands. Bachelor Thesis Organisation & Strategy. Tilburg University.

Aronoff, C.E., y Ward, J.L. (1995). Family-owned businesses: A thing of the past or a model of the future? Family Business Review, 8(2), 121–130.

Arosa, B., Iturralde, T., y Maseda, A. (2010). Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms. Journal of Family Business Strategy 1(4), 236–245.

Arslan, O., Florackis, C., y Ozkan, A. (2010). Financial flexibility, corporate investment and performance. SSRN eLibrary.

Astrachan, J., y Aronoff, C.E. (1998). Succession issues can signal deeper problems. Nation's Business, 86(5), 72–74.

Astrachan, J., Klein, S., y Smyrnios, K., (2002). The F-PEC scale of family influence, a proposal for solving the Family Business definition problem. Family Business Review, 15(1), 45-58.

Astrachan, J., y Kolenko, T.A. (1994). A neglected factor explaining family business success: Human resource practices. Family Business Review, 7, 251-262.

Azofra, V.T. (2004). El gobierno de la empresa en perspectiva internacional. en E. Bueno Campos (ed), El gobierno de la empresa: En busca de la transparencia y la confianza, Madrid: Pirámide, 95-114.

Baglioni, A., y Colombo, L. (2009). The efficiency view of corporate boards: Evidence from Italian listed firms. http://ssrn.com/=abstract1341612.

Bainbridge, S.M. (2002). Director primacy in corporate takeovers: preliminary reflections. Stanford Law Review, 55, 791.

Baker, M., y Gompers, P.A. (2003). The determinants of board structure at the initial public offering. Journal of Law and Economics, 46(2), 569-598.

Baliga, B., Moyer, R., y Rao, R. (1996). CEO duality and firm performance: What's the fuss? Strategic Management Journal, 17(1), 41-53.

Balsam, S., y Upadhyay, A. (2009). Impact of board leadership structure on firm value. Working paper, Temple University.

Bammens, Y., Voordeckers, W., y Van Gils, A. (2008). Boards of directors in family firms: A generational perspective. Small Business Economics, 31, 163–18.

Bammens, Y., Voordeckers, W., y Van Gils, A. (2010). Boards of directors in family businesses: A literature review and research agenda. International Journal of Management Reviews, DOI, 10.1111/j.1468-2370.2010.00289.x

Barkema, H. G., y Gomez-Mejia, L. R. (1998). Managerial compensation and firm performance: a general research framework. Academy of Management Journal, 41(2), 135-145.

Barnhart, S.W., Marr, M.W., y Rosenstein, S. (1994). Firm performance and board composition: Some new evidence. Managerial and Decision Economics, 15(4), 329-340.

Barnhart, S.W., y Rosenstein, A. (1998). Board composition, managerial ownership and firm performance: An empirical analysis, Financial Review 33, 1-16.

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. Journal of management, 17(1), 99-120.

Barney, J., Wright, M., y Ketchen, D. J. (2001). The resource-based view of the firm: Ten years after 1991. Journal of management, 27(6), 625-641.

Barontini, R., y Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from Continental Europe. European Financial Management, 12, 689–723.

Barroso, C.C., Villegas, M.M., y Pérez-Calero, L. (2010). ¿Son efectivos los consejos de administración? La eficacia del consejo y los resultados de la empresa. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, 16(3), 107-126.

Bartholomeusz, S., y Tanewski, G.A. (2006). The relationship between family firms and corporate governance. Journal of Small Business Management, 44(2), 245-267.

Barton, D., y Wong, S.C. (2006). Improving board performance in emerging markets. McKinsey Quarterly, 1, 74.

Bathala, C.T., Moon, K. P., y Rao, R.P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: an agency perspective. Financial Management, 38-50.

Bathala, C.T., y Rao, R.P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. Managerial and decision economics, 16(1), 59-69.

Bauer, R., Guenster, N., y Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. Journal of Asset Management, 5(2), 91-104.

Bauwhede, H.V. (2009). On the relation between corporate governance compliance and operating performance. Accounting and business research, 39(5), 497-513.

Baysinger, B.D., y Butler, H.N. (1985). Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. Journal of Law, Economics, and Organization, 1,101-124.

Baysinger, B.D., y Zardkoohi, A. (1986). Technology, residual claimants, and corporate control. Journal of Law, Econonomics & Organization, 2, 339.

Baysinger, B.D., y Hoskisson, R.E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. Academy of Management review, 72-87.

Baysinger, B.D., Kosnik, R.D., y Turk, T.A. (1991). Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. Academy of Management Journal, 34(1), 205-214.

Bebchuk, L.A., y Roe, M.J. (1999). A theory of path dependence in corporate governance and ownership. Stanford Law Review, 52, 127–170

Bebchuk, L.A., y Weisbach, M.S. (2010). The state of corporate governance research. Review of Financial Studies, 23(3), 939-961.

Bebenroth, R. (2005). German corporate governance code and most commonly unaccepted recommendations: Introduction and some explanation. Corporate Ownership and Control, 3, 10-14.

Becht, M., y Mayer, C. (2002). Corporate control in Europe. Revue d'économie politique, 112(4), 471-498.

Becht, M., Bolton, P., y Röell, A. (2003). Corporate governance and control. Handbook of the Economics of Finance, 1, 1-109.

Becker, G.S. (1974). A theory of social interactions. Journal of Political Economy, 82, 1063-1093.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M.M., y Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. European Financial Management, 12, 249–283.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., y Zimmermann, H. (2004). Is board size an independent corporate governance mechanism? Kyklos, 57(3), 327-356.

Bena, J., y Ortiz-Molina, H. (2013). Pyramidal ownership and the creation of new firms. Journal of Financial Economics, forthcoming.

Benkel, M., Mather, P. y Ramsay, A. (2006). The association between corporate governance and earnings management: The role of independent directors. Corporate Ownership and Control, 3, 65–75.

Bennedsen, M., Kongsted, H.C., y Nielsen, K.M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. Journal of Banking & Finance, 32(6), 1098-1109.

Benson, K.L., Hutchinson, M., y Sriram, A. (2011). Governance in the Australian superannuation industry. Journal of Business Ethics, 99(2), 183-200.

Benston, G.J. (1985). The self-serving management hypothesis: Some evidence. Journal of Accounting and Economics, 7(1), 67-84.

Berg, S.V. y Smith, S.K. (1978). CEO and Board chairman: A quantitative study of dual vs unitary board leadership. Directors and Boards, 3, 34–39.

Berglöf, E., y Claessens, S. (2006). Enforcement and good corporate governance in developing countries and transition economies. The World Bank Research Observer, 21(1), 123-150.

Berge, L.A.A.V., y Levrau A. (2004). Evaluating Board od Directors: What constitutes a good corporate board. Blackwell Publishing Ltd, 12(4), 461-478.

Berle, A.A., y Means, G.C. (1932). The modern corporation and private property. New York, Macmillan publishing co.

Berry, T.K., Paige-Fields, L., y Wilkins, M. S. (2006). The interaction among multiple governance mechanisms in young newly public firms. Journal of Corporate Finance, 12(3), 449-466.

Bertrand, M., y Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. Journal of Political Economy, 111(5), 1043-1075.

Bettinelli, C., y Chugh, L. (2009). Board of directors in Europe: A comparative law analysis. International Review of Business Research Papers, 5(2), 62-75.

Bhagat, S., y Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. Journal of corporation law, 27, 231–273.

Bhagat, B., y Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. The Business Lawyer, 54(3), 921-963.

Bhagat, S., y Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. Journal of Corporate Finance, 14(3), 257-273.

Bhagat, S., y Jefferis, R.H. (2002). The econometrics of corporate governance studies. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts

Bhattacharya, P.S., y Graham, M.A. (2009). On institutional ownership and firm performance: A disaggregated view. Journal of Multinational Financial Management, 19(5), 370-394.

Bianchi, M., Ciavarella, A., Novembre, V., y Signoretti, R. (2011). Comply or explain: Investor protection through the Italian corporate governance code. Journal of Applied Corporate Finance, 23(1), 107-121.

Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. Emerging Markets Review, 2(2), 89-108.

Black, B., Jang, H., y Kim, W. (2003). Does corporate governance affect firm value?: Evidence from Korea. University of Chicago Law School, Law and Economics Workshop.

Black, B., y Kim, W. (2012). The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data. Journal of Financial Economics, 104(1), 203-226.

Blau, P.M., y Schoenherr, R.A. (1971). The structure of organisations. Basic Book, New York, NY.

Blundell, R., y Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. Journal of Econometrics, 87, 111-143.

Boeker, W., y Goodstein, J. (1991). Organizational performance and adaptation: effects of environment and performance on changes in board composition, Academy of Management Journal, 34, 805–826.

Bond, S.R. (2002). Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice. Working Paper 09/02, Institute for Fiscal Studies, London.

Bonn, I. (2004). Board structure and firm performance: Evidence from Australia. Journal of Managemet & Organization, 10(1), 14-24.

Boone, A.L., Field, L.C., Karpoff, J.M. y Raheja, C.G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. Journal of Financial Economics, 85, 66-101.

Boumosleh, A., y Reeb, D. (2005). The governance role of corporate insiders. http://sssrn.com/abstract=674082.

Boyd, B.K. (1994). Board control and CEO compensation. Strategic Management Journal, 15(5), 335-344.

Boyd, B.K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model, Strategic Management Journal, 16(4), 301-312.

Boyd, B.K., Howard, M., y Carroll, W.O. (1997). CEO duality and firm performance: an international comparison. In H. Thomas, D. O'Nealand M. Ghertman (eds) Strategy, Structure and Style. Chichester: John Wiley & Sons, 23–39.

Boyd, B.K., Haynes, K.T., y Zona, F. (2011). Dimensions of CEO–board relations. Journal of Management Studies, 48(8), 1892-1923.

Bozcuk, A.E. (2011). Performance effects of outside directors on corporate boards. International Journal of Business and Social Science, 2(20), 80-84.

Bozec, R. (2005). Boards of directors, market discipline and firm performance. Journal of Business Finance & Accounting, 32(9-10), 1921-1960.

Bradford, W., Chen, C., y Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: evidence from China. International Review of Economics & Finance, forthcoming.

Braga-Alves, M.V., y Shastri, K. (2011). Corporate governance, valuation, and performance: Evidence from a voluntary market reform in Brazil. Financial Management, 40(1), 139-157.

Bragantini, S. (1996). Capitalismo all'italiana. Milan: Baldini y Castoldi.

Brancato, C.K. (1997). Institutional investors and corporate governance: best practices for increasing corporate value. Irwin Professional Pub.

Braun, M., y Sharma, A. (2007). Should the CEO also be chair of the board? An empirical examination of family-controlled public firms. Family Business Review, 20(2), 111-126.

Brenes, E.R., Madrigal, K., y Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. Journal of Business Research, 64(3), 280-285.

Brick, I.E., y Chidambaran, N.K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. Journal of Corporate Finance, 16, 533–553.

Brickley, J.A., y James, C.M. (1987). The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking. Journal of Law and Economics, 30(1), 161-180.

Brickley, J.A., Lease, R.C., y Smith, C.W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. Journal of Financial Economics, 20, 267-291.

Brickley, J.A., Coles, J.L., y Jarrell, G. (1997). Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. Journal of Corporate Finance, 3, 189–220.

Buen Gobierno, C.U. (2006). Informe del grupo especial de trabajo sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. CNMV, Madrid.

Burkart, M., Gromb D., y Panunzi, F. (1997) Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm, Quarterly Journal of Economics, 112, 693-728.

Burkart, M., Panunzi, F., y Shleifer, A. (2003). Family firms. The Journal of Finance, 58(5), 2167-2202.

Burt, R.S. (1997). The contingent value of social capital. Administrative science quarterly, 339-365.

Bushee, B., Carter, M. E., y Gerakos, J. (2009). Institutional investor preferences for corporate governance mechanisms. http://ssrn.com/abstract=1070168.

Business Roundtable (1990) y (2002). Principles of corporate governance. http://www.businessroundtable.org.

Cabrera-Suárez, K., De Saá-Pérez, P., y García-Almeida, D. (2001). The succession activity from a resource- and knowledge-based view of the family firm. Family Business Review, 14(1), 37-48.

Cadbury, A. (1992). The Financial Aspects of Corporate Governance – A Report of the Committee on Corporate Governance. London: Gee and Co

Callahan, W.T., Millar, J.A., y Schulman, C. (2003). An analysis of the effect of management participation in director selection on the long-term performance of the firm. Journal of Corporate Finance, 9(2), 169-181.

Callen, J.L., y Fang, X. (2013). Institutional Investor Stability and Crash Risk: Monitoring versus Short-termism? Journal of Banking & Finance, forthcoming.

Caprio, G., Laeven, L., y Levine, R. (2007). Governance and bank valuation. Journal of Financial Intermediation 16, 584-617.

Carpenter, M.A., y Westphal, J.D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. Academy of Management Journal, 44(4), 639-660.

Carver, J., y Oliver, C. (2002). Corporate boards that create value: Governing company performance from the boardroom. Jossey-Bass.

Caserer, C., y Moldenhauer, B. (2008). Insider ownership and corporate performance: evidence from Germany. Review of Managerial Science, 2(1), 1-35.

Carter, D.A., D'Souza, F., Simkins, B.J., y Simpson, W.G. (2008). The diversity of corporate board committees and financial performance. Oklahoma State University, Working Paper, 89-154.

Carter, D.A., D'Souza, F., Simkins, B.J., y Simpson, W.G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. Corporate Governance: An International Review, 18(5), 396-414.

Chaganti, R.S., Mahajan, V., y Sharma, S. (1985). Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry. Journal of Management Studies, 22(4), 400-417.

Chen, C.J.P., y Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. Journal of Accounting and Public Policy, 19(4-5), 285-310.

Chen, G., Firth, M., Gao, D.N., y Rui, O.M. (2006). Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. Journal of Corporate Finance, 12(3), 424-448.

Chen, A., Kao, L., Tsao, M., y Wu, C. (2007). Building a corporate governance index from the perspectives of ownership and leadership for firms in Taiwan. Corporate Governance: An International Review, 15(2), 251-261.

Chen, C., Lin, J.B., y Yi, B. (2008). CEO duality and firm performance - An Endogenous Issue. Corporate Ownership & Control, 6(1), 58-65.

Chen, K.C., Chen, Z., y Wei, K.C. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. Journal of Corporate Finance, 15(3), 273-289.

Chen, H.L., y Hsu, W.T. (2009). Family ownership, board independence, and R&D investment. Family Business Review, 22, 347–362.

Chen, E., y Nowland, J. (2010). Optimal board monitoring in family-owned companies: Evidence from Asia. Corporate Governance: An International Review, 18(1), 3–17

Chen, V.Z., Li, J., y Shapiro, D.M. (2011). Are OECD-prescribed "good corporate governance practices" really good in an emerging economy? Asia Pacific Journal of Management, 28(1), 115-138.

Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. Journal of Financial Economics, 87, 157-176.

Cheung, Y.L., Jiang, P., Limpaphayom, P., y Lu, T. (2008). Does corporate governance matter in China? China Economic Review, 19(3), 460-479.

Cheung, Y.L., Jiang, P., Limpaphayom, P., y Lu, T. (2010). Corporate governance in China: A step forward. European Financial Management, 16(1), 94-123.

Chi, T. (2009). Corporate governance: CII (Council of Institutional Investors) urges Congress to adopt corporate governance reforms. Corporate Governance Report, 12(1), 4-5.

Chiang, H.T., y Lin, M.C. (2011). Examining board composition and firm performance. The International Journal of Business and Finance Research, 5(3), 15-27.

Chrisman, J.J., Chua, J.H., y Kellermanns, F. (2009). Priorities, resource stocks, and performance in family and non-family firms. Entrepreneurship Theory & Practice, 33(3), 739-760.

Chrisman, J.J., Chua, J.H., y Litz, R.A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. Entrepreneurship Theory & Practice, 28(4), 335–354.

Chrisman, J.J., Kellermanns, F.W., Chan, K.C., y Liano, K. (2010). Intellectual foundations of current research in family business: An identification and review of 25 influential articles. Family Business Review, 23(1), 9 –26.

Christensen, J., Kent, P., y Stewart, J. (2010). Corporate governance and company performance in Australia. Australian Accounting Review, 20(4), 372-386.

Cho, M.H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. Journal of Financial Economics, 47(1), 103-121.

Choi, J.J., Park, S.W., y Yoo, S.S. (2007). The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform in Korea. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 42(4), 941.

Chong, A., y Lopez-de-Silanes, F. (2007). Corporate Governance and Firm Value in Mexico. Investor Protection and Corporate Governance: Firm-Level Evidence Across Latin America, 397.

Chung, K.H., y Pruitt, S.W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. Financial Management, 23, 70-74.

Claessens, S., Djankov, S., y Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. Journal of Financial Economics 58, 81-112.

Claessens, S., Fan, J.P., y Lang, L.H. (2006). The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia. Emerging Markets Review, 7(1), 1-26.

Cochran, P.L., Wood, R.A., y Jones, T.B. (1985). The composition of boards of directors and incidence of golden parachutes. Academy of Management Journal, 28(3), 664-671.

Codice di Autodisciplina (2006). Provenance Committee for the corporate governance of listed companies, Borsa Italiana.

Coles, J.L., McWilliams, V., y Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. Journal of Management, 27, 23–50.

Coles, J.L., Daniel, N.D., y Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? Journal of Financial Economics, 87(2), 329-356.

Colley, J.L., Doyle, J.L., Logan, G.W., y Stettinius, W. (2005). What is Corporate Governance, McGrawHill, New York, NY

Collier, P., y Zaman, M. (2005). Convergence in European corporate governance: the audit committee concept. Corporate Governance: An International Review, 13(6), 753-768.

Conger, J., Finegold, D., y Lawler III, E. (1998). Appraising boardroom performance. Harvard Business Review, 76, 136-148.

Conger, J., y Lawler, E.E. (2009). Why your board needs a non-executive chair. Boardroom realities, 51-67.

Conner, K.R., y Prahalad, C.K. (1996). A resource-based theory of the firm: Knowledge versus opportunism. Organization science, 7(5), 477-501.

Conyon, M.J., y Mallin, C.A. (1997). A review of compliance with Cadbury. Journal of General Management, 22, 24–37.

Conyon, M.J., y Peck, S.I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. Academy of Management Journal, 146-157.

Coombes, P., y Watson, M. (2001). Corporate reform in the developing world. The McKinsey Quarterly, 4, 89-92.

Coombes, P., y Wong, S.C.Y. (2004). Why codes of governance work. McKinsey Quarterly, 2, 48–53.

Corbetta, G., y Tomaselli, S. (1996). Boards of directors in Italian family businesses. Family Business Review, 9(4), 403-421.

Corbetta, G., y Montemerlo, D. (1999). Ownership, governance, and management issues in small and medium-size family businesses: A comparison of Italy and the United States. Family Business Review, 12(4), 361-374.

Corbetta, G., y Salvato C.A (2004a). The board of directors in family firms: One size fits all? Family Business Review, 17(2), 119-134.

Corbetta, G., y Salvato C.A (2004b). Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on "Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence". Entrepreneurship Theory & Practice, 28(4), 355–362.

Cornett, M.M., Marcus, A.J., y Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. Journal of Financial Economics, 87(2), 357-373.

Coughlan, A.T., y Schmidt, R.M. (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. Journal of Accounting and Economics, 7(1), 43-66.

Croci, E., Doukas, J.A., y Gonenc, H. (2011). Family control and financing decisions. European Financial Management, 17(5), 860-897.

Crossland, C., y Hambrick, D.C. (2007). How national systems differ in their constraints on corporate executives: a study of CEO effects in three countries. Strategic Management Journal, 28, 767–789.

Cuervo-Cazurra, A. (1998). La reforma del consejo de administración en España: Límites a la aplicación de los modelos anglosajones. Información Comercial Española 769, 9-22.

Cuervo, A. (2002) Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. Corporate Governance: An International Review, 10, 84.

Cuervo-Cazurra, A. (2008). The effectiveness of laws against bribery abroad, Journal of International Business Studies, 39(4), 634–51.

Cui, H., y Mak, Y.T. (2002) The Relationship between Managerial ownership and firm performance in high R&D firms. Journal of Corporate Finance, 8, 313–336.

Dacin, M.T., Goodstein, J., y Scott, W.R. (2002). Institutional theory and institutional change: Introduction to the special research forum. The Academy of Management Journal, 45(1), 43-56.

Dahya, J., y Travlos, N. (2000). Does the one man show pay? Theory and evidence on the dual CEO revisited. European Financial Management, 6(1), 85-98.

Dahya, J., McConnell, J.J., y Travlos, N.G. (2002). The Cadbury committee, corporate performance, and top management turnover. The Journal of Finance, 57(1), 461-483.

Dahya, J., y McConnell, J.J. (2005). Outside directors and corporate board decisions. Journal of Corporate Finance, 11(1), 37-60.

Dahya, J., Garcia, L.G., y Van Bommel, J. (2009). One Man Two Hats: What's All the Commotion! Financial Review, 44(2), 179-212.

Daily, C.M., y Dalton, D.R. (1992). The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms. Journal of Business Venturing, 7(5), 375-386.

Daily, C.M. y Dollinger, M.J. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. Family Business Review, 5(2), 117–136.

Daily, C.M. y Dalton, D.R. (1993). Board of directors leadership and structure: control and performance implications. Entrepreneurship Theory & Practice, 17, 65-81.

Daily, C.M., y Dalton, D.R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: the impact of board composition and structure. Academy of Management Journal, 37(6), 1603-1617.

Daily, C.M, Dalton, D.R. y Rajagopalan, N. (2003). Governance through ownership: Centuries of practice, decades of research. Academy of Management Journal, 46, 115–158.

Daily, C.M., y Dalton, D.R. (2004). The ratings game. Journal of Business Strategy, 25(1).

Dalton, D., y Kesner, I. (1987). Composition and CEO duality in boards of directors: An international perspective. Journal of International Business Studies, 18(3), 33-42.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., y Johnson J.L. (1998). Board composition, leadership structure, and financial performance: meta-analytic reviews and research agenda. Strategic Management Journal, 19, 269-291.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L., y Ellstrand, A.E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. Academy of Management Journal, 42(6), 674-686.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Certo, S.T., y Roengpitya, R. (2003). Meta-analyses of financial performance and equity: fusion or confusion? Academy of Management Journal, 46(1), 13-26.

Dalton, C.M., y Dalton, D.R. (2005). Boards of directors: Utilizing empirical evidence in developing practical prescriptions. British Journal of Management, 16(s1), 91-97.

Dalton, D.R., y Dalton, C.M. (2011). Integration of micro and macro studies in governance research: CEO duality, board composition, and financial performance. Journal of Management, 37(2), 404-411.

Dana, L., y Smyrnios, K. (2010). Family business best practices: Where from and where to? Journal of Family Business Strategy, 1(1), 40-53.

Daraghma, Z.M., y Alsinawi, A.A. (2010). Board of directors, management ownership, and capital structure and its effect on performance: The case of Palestine securities exchange. International Journal of Business and Management, 5(11), 118.

David, R., y Brierley, J. (1985). Major legal systems in the world today. Stevens and Sons: London.

Davies, J.R., Hillier, D., y McColgan, P. (2005). Ownership structure, managerial behavior and corporate value. Journal of Corporate Finance, 11(4), 645-660.

Davis, P.S., y Pett, T.L. (2000). Governance and goal formation among family business: A Resource Dependency perspective. The International Journal of Entrepreneurship and Innovation, 1(3), 137-149.

Davis, J., Schoorman, D., y Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. Academy of Management Review, 22, 20-47.

Davis, E.P., y Steil, B. (2001). Institutional investors. MIT press.

Davis, J.H., Allen, M.R., y Hayes, H.D. (2010). Is blood thicker than water? A study of stewardship perceptions in family business. Entrepreneurship Theory & Practice, 34(6), 1093-1116.

De Angelo, H., y De Angelo, L. (1985). Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock. Journal of Financial Economics, 14(1), 33-69.

DeFond, M. L., y Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. Journal of Accounting and Economics, 17(1), 145-176.

Del Brío González, E.B. (2006). Medición del" insider trading" en el mercado de valores español. Revista Española de Financiación y Contabilidad, (128), 115-136.

Demb, A., y Neubauer, F. (1992). The corporate board: Confronting the paradoxes. Long range planning, 25(3), 9-20.

De Miguel, A., Pindado, J. y Torre de la, C. (2004). Ownership structure and firm value: New evidence from the Spanish corporate governance system. Strategic Management Journal, 25, 1199–1207.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. The Journal of Law & Economics 26, 75-390.

Demsetz, H., y Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. The Journal of Political Economy 93(6), 1155-1177.

Demsetz, H., y Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. Journal of Corporate Finance 7, 209-233.

Denis, D.K., y McConnell, J.J. (2003). International corporate governance. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(1), 1-36.

Denis, D.J., Denis, D. K., y Sarin, A. (1997). Ownership structure and top executive turnover. Journal of Financial Economics, 45(2), 193-221.

Dent, G. (1989). Toward unifying ownership and control in the public corporation. Corporation. Wis. Law Review, 881.

Díaz, B. (2000). Comportamiento supervisor y beneficios privados de la propiedad accionarial: Un análisis empírico para el caso español. Tesis Doctoral, Universidad de Cantabria.

Díaz, B., y García Olalla, M. (2002). La hipótesis de supervisión y los cambios en la propiedad accionarial: Una revisión. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, 8(3), 109-126.

Díaz, B., y García Olalla, M. (2003). Estructura accionarial y creación de valor. Análisis empírico del comportamiento supervisor y de los beneficios privados de los inversores. Economía Industrial, 352(IV), 145-162.

Díaz, B., y García Olalla, M. (2004). Asymmetric information and monitoring behaviour in block trades: An empirical analysis for Spain. Journal of Corporate Ownership & Control, 2 (1), 25-37.

DiMaggio, P.J., y Powell, W.W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. American Sociological Review, 147-160.

Di Pietra, R., Grambovas, C.A., Raonic, I., y Riccaboni, A. (2008). The effects of board size and 'busy'directors on the market value of Italian companies. Journal of Management & Governance, 12(1), 73-91.

Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., y Shleifer, A. (2006). The law and economics of self-dealing. NBER Working Paper 11883.

Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. Academy of Management Review, 15(3), 369-381.

Donaldson, L., y Davis J.H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. Australian Journal of Management, 16(1), 49-64.

Donaldson, L., y Davis J.H. (1994). Boards and company performance-research challenges the conventional wisdom. Corporate Governance: An International Review, 2, 151-160.

Donaldson, T., y Preston, L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. Academy of Management Review, 20, 65–91.

Dong, M., y Ozkan, A. (2008). Institutional investors and director pay: An empirical study of UK companies. Journal of Multinational Financial Management, 18(1), 16-29.

Drobetz, W., Schillhofer, A., y Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. European Financial Management, 10(2), 267-293.

Durnev, A., y Kim, E.H. (2002). The effects of growth opportunities and external financing on corporate governance: Theory and evidence. Working Paper, University of Michigan.

Dyck, A., y Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. The Journal of Finance, 59(2), 537-600.

Dyer, W.G. (2003). The family, the missing variable in organizational research. Entrepreneurship Theory & Practice, 27 (4), 401-416.

Dyer, W.G. (1988). Culture and continuity in family firms. Family Business Review, 1(1), 37–50.

Ebrahim, A. (2007). Earnings management and board activity: An additional evidence. Review of Accounting and Finance, 6(1), 42-58.

Eisenberg, T., Sundgren, S., y Wells, M. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. Journal of Financial Economics, 48, 35-54.

Eisenhardt, K.M. (1989). Agency theory: An assessment and review. Academy of Management Review, 14, 57–74.

Elsayed, K. (2007). Does CEO duality really affect corporate performance? Corporate Governance: An International Review, 15(6), 1203-1214.

Elsayed, K. (2010). A multi-theory perspective of board leadership structure: What does the Egyptian corporate governance context tell us? British Journal of Management, 21(1), 80-99.

Engel, E.E., Hayes, R.M., y Wang, X. (2007). The Sarbanes–Oxley Act and firms' going-private decisions. Journal of Accounting and Economics, 44 (1-2), 116–145.

Enrione, A., Mazza, C., y Zerboni, F. (2006). Institutionalizing codes of governance. American Behavioral Scientist, 49(7), 961-973.

Enriques, L., y Volpin, P. (2007). Corporate governance reforms in continental Europe. http://ssrn.com/abstract=970796.

Erakoviç, L., y Overall, J. (2010). Opening the 'black box': Challenging traditional governance theorems. Journal of Management & Organization, 16(2), 250-265.

Faccio, M., y Lasfer, M. (1999). Managerial ownership, board structure and firm value: The UK evidence. Cass Business School Research Paper.

Faccio, M., y Lang, L.H.P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. Journal of Financial Economics, 65, 365-395.

Faleye, O. (2007). Does one hat fit all? The case of corporate leadership structure. Journal of Management and Governance, 11(3), 239-259.

Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. The Journal of Political Economy, 288-307.

Fama, E.F., y Jensen, M.C. (1983). Agency problems and residual claims. The Journal of Law and Economics, 26(2), 327.

Farrer, J., y Ramsay, I. (1998). Director share ownership and corporate performance–evidence from Australia. Corporate Governance: An International Review, 6(4), 233-248.

Fernández, A.I., Gómez-Ansón, S., y Fernández, C. (1998). El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial: Evidencia para el caso español. Investigaciones económicas, 22(3), 501-516.

Fernández, A.I., y Gómez, S. (1999). El gobierno de la empresa: Mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas. Revista Española de Financiación y Contabilidad, extraordinario 100, 355-380.

Fernández-Rodríguez, E., Gómez-Ansón, S., y Cuervo-García, Á. (2004). The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms. Corporate Governance: An International Review, 12(1), 29-46.

Fernández, Z., y Nieto M.J. (2001). Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses, some influential factors. Family Business Review, 18(1), 77-88.

Fich, E.M., y Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? The Journal of Finance, 61(2), 689-724.

Fiegener, M.K., Brown, B.M., Dreux, D.R., y Dennis Jr, W.J. (2000). The adoption of outside boards by small private US firms. Entrepreneurship & Regional Development, 12(4), 291-309.

Filatotchev, I., y Wright, W. (2005). The life cycle of corporate governance. Cheltenham, UK, Edward Elgar Publishing.

Finegold, D., Hecht, D., y Benson, G. (2007). Corporate boards and company performance: review of research in light of company reforms. Corporate Governance: An International Review, 15, 865-878.

Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. Academy of Management Journal, 35(3), 505-538.

Finkelstein, S., y D'Aveni, R.A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. Academy of Management Journal, 37, 1079-1108.

Finkelstein, S., y Mooney, A. C. (2003). Not the usual suspects: How to use board process to make boards better. The Academy of Management Executive (1993-2005), 101-113.

Finkelstein, S., Hambrick, D.C., y Cannella, A.A. (2009). Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards. Oxford University Press, USA.

Firstenberg, P.B., y Malkiel, B.G. (1994). The twenty-first century boardroom: Who will be in charge? Sloan Management Review, Fall, 27-35.

Firth, M., Fung, P.M., y Rui, O.M. (2006). Firm performance, governance structure, and top management turnover in a transitional economy. Journal of Management Studies, 43(6), 1289-1330.

Fogel, E.M., y Geier, A.M. (2007). Strangers in the house: Rethinking Sarbanes-Oxley and the independent board of directors. Del. J. CorP., l, 32-33.

Forbes, D.P., y Milliken, F.J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. Academy of Management Review, 24, 489–505.

Ford, R.H. (1988). Outside directors and the privately owned firm: Are they necessary? Entrepreneurship Theory & Practice, 13(1), 49-57.

Ford, R.H. (1992). Boards of directors and the privately owned firm. New York: Quorum Books.

Fosberg, R.H., y Nelson, M.R. (1999). Leadership structure and firm performance. International Review of Financial Analysis, 8(1), 83-96.

Fraile, I.A., y Fradejas, N,A. (2012). The effect of the monitoring function and advisory function on board structure. Revista Española de Financiación y Contabilidad-Spanish Journal of Finance & Accounting, 41(153), 9-38.

Francis, B., Hasan, I., y Wu, Q. (2012). Do corporate boards affect firm performance? New evidence from the financial crisis. New Evidence from the Financial Crisis. Bank of Finland Research Discussion Paper, (11).

Frankel, T. (2006). Using the Sarbanes-Oxley Act to reward honest corporations. The Business Lawyer, 161-192.

Frankel, T. (2008). Corporate boards of directors: Advisors or supervisors. U. Cin. L. Rev., 77, 501.

Franks, J., y Mayer, C. (1997). Corporate ownership and control in the UK, Germany, and France. Journal of Applied Corporate Finance, 9(4), 30-45.

Franks, J., y Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. Journal of Financial Economics, 40(1), 163-181.

Franks, J., y Mayer, C. (1994). Corporate control: A comparison of insider and outsider systems. London Business School.

Franks, J., Mayer, C., y Renneboog, L. (2001). Who disciplines management in poorly performing companies? Journal of Financial Intermediation, 10(3), 209-248.

Gabrielsson, J., y Winlund, H. (2000). Boards of directors in small and medium-sized industrial firms: examining the effects of the board's working style on board task performance. Entrepreneurship & Regional Development, 12(4), 311-330.

Gabrielsson, J., y Huse, M. (2004). Context, behavior, and evolution: Challenges in research on boards and governance. International Studies of Management and Organization, 34(2), 11-36.

Galve, C., y Salas, V. (2003). La empresa familiar en España. Fundamentos económicos y resultados. Ed. Fundación BBVA.

Garay, U., y González, M. (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. Corporate Governance: An International Review, 16(3), 194-209.

Garay, U., González, G., González, M., y Hernández, Y. (2005). Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas. Estudio IESA, 24, 1-22.

García, B., y Gill, B. (2005). El gobierno corporativo y las prácticas de earnings management: Evidencia empírica en España. Working Paper WP-EC-2005-11, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

García-Castro, R., y Aguilera, R. (2013). A decade of corporate governance reforms in Spain (2000-2010). En T. Yoshikawa and A. Rasheed (eds.), Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects, Palgrave, forthcoming.

García-Ramos, R., y García Olalla, M. (2010). La estructura del consejo de administración en la empresa familiar versus no familiar: Evidencia empírica en España. Revista Española de Financiación y Contabilidad, 40(149), 609-636.

García-Ramos, R., y García-Olalla, M. (2011). Board characteristics and firm performance in public founder-and nonfounder-led family businesses. Journal of Family Business Strategy, 2(4), 220-231.

García-Ramos, R., y García Olalla, M. (2013). Board independence and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach. Journal of Management & Organization, forthcoming.

García-Sánchez, I.M. (2010). The effectiveness of corporate governance: board structure and business technical efficiency in Spain. Central European Journal of Operations Research, 18(3), 311-339.

Gabrielsson, J., y Huse, M. (2005). Outside directors in SME boards: A call for theoretical reflections. Corporate Board: Role, Duties y Composition, 1, 28-37.

Gedajlovic, E., Lubatkin, M.H., y Schulze, W.S. (2004). Crossing the threshold from founder management to professional management: A governance perspective. Journal of Management Studies, 41, 988–12.

Gedajlovic, E., y Shapiro, D.M. 1998. Management and ownership effects: evidence for five countries. Strategic Management Journal 19: 533-553.

Gersick, K.E., Davis, J.A., Hampton, M.M., y Lansberg, I. (1997). Generation to generation. Life cycles of the family business. Cambridge, MA, Harvard Business School Press.

Ghazali, N.A.M. (2010). Ownership structure, corporate governance and corporate performance in Malaysia. International Journal of Commerce and Management, 20(2), 109-119.

Gill, A., y Mathur, N. (2011a). Board size, CEO duality, and the value of Canadian manufacturing firms. Journal of Applied Finance and Banking, 1(3), 1-13.

Gill, A., y Mathur, N. (2011b). The impact of board size, CEO duality, and corporate liquidity on the profitability of Canadian service firms. Journal of Applied Finance and Banking, 1, 83-95.

Gillan, S., y Starks, L. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. Journal of Applied Finance, 13(2).

Goel, S., Mazzola, P., Phan, P.H., Pieper, T.M., y Zachary, R.K. (2012). Strategy, ownership, governance, and socio-psychological perspectives on family businesses from around the world. Journal of Family Business Strategy. 2(2), 199-206.

Gómez-Mejia, L.R., Nuñez-Nickel, M., y Gutiérrez, I., (2001). The role of family ties in agency contracts. Academy of Management Journal, 44, 81-96.

Gómez-Mejía, L.; Larraza, M., y Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. Academy of Management Journal, 46, 226-237.

Gómez-Mejía, L.R., Haynes, K., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K., y Moyano-Fuentes, J., (2007). Socioemotional wealth and business risk in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. Administrative Science Quarterly, 52(1), 106-137.

Gompers, P., Ishii, J., y Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. The Quarterly Journal of Economics, 118(1), 107-156.

Gordon, J.N., y Roe, M.J. (2004). Convergence and persistence in corporate governance. Eds. Cambridge University Press.

Goyal, V.K., y Park, C.W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. Journal of Corporate Finance, 8(1), 49-66.

Gregory, H.J., y Simmelkjaer II, R.T. (2002) Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member states. Weil, Gotshal y Manges.

Grossman, S., y Hart, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. Bell Journal of Economics, 11, 42-64.

Gubitta, P., y Gianecchini, M. (2002). Governance and flexibility in family-owned SMEs. Family Business Review, 15(4), 277-297.

Guest, P.M. (2008). The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. Journal of Corporate Finance, 14, 51–72.

Guest, P.M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. The European Journal of Finance, 15(4), 385-404.

Guler, I., Guillén, M.F., y Macpherson, J.M. (2002). Global competition, institutions, and the diffusion of organizational practices: The international spread of ISO 9000 quality certificates. Administrative Science Quarterly, 47(2), 207-232.

Gutiérrez, L.H., y Pombo, C. (2007). Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia. Investor Protection and Corporate Governance: Firm-Level Evidence Across Latin America, 353.

Gulati, R., y Westphal, J. D. (1999). Cooperative or controlling? The effects of CEO-board relations and the content of interlocks on the formation of joint ventures. Administrative Science Quarterly, 44(3), 473-506.

Habbershon, T.G., y Astrachan, J.H. (1997). Research note: Perceptions are reality-How family meetings lead to collective action. Family Business Review, 10(1), 37-52.

Habbershon, T.G., y Williams, M.L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. Family Business Review, 12, 1-26.

Hackman, J.R. (1990). Groups that work (and those that don't): Creating conditions for effective teamwork. Jossey Bass.

Hambrick, D.C., Werder, A.V., y Zajac, E.J. (2008). New directions in corporate governance research. Organization Science, 19(3), 381-385.

Haniffa, R., y Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. Journal of Business Finance & Accounting, 33(7-8), 1034-1062.

Hansmann, H., y Kraakman, R. (2004). What is corporate law? In R. Kraakman et al., eds., The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach. Oxford, United Kingdom: Oxford Univ. Press.

Harris, M., y Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. The Journal of Finance, 46(1), 297-355.

Harris, M., y Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. The Review of Financial Studies, 21(4), 1797-1832.

Harrison, J.R., Torres, D.L., y Kukalis, S. (1988). The changing of the guard: Turnover and structural change in the top-management positions. Administrative Science Quarterly, 211-232.

Hart, O. (1983). The market mechanism as an incentive scheme. The Bell Journal of Economics, 366-382.

Hart, O. (1995). Corporate governance: Some theory and implications. The Economic Journal, 105, 678-689.

Hawley, A.H. (1968). Human ecology. A theoretical syntheses. Chicago, University of Chicago Press.

Heemskerk, E.M. (2011). The social field of the European corporate elite: a network analysis of interlocking directorates among Europe's largest corporate boards. Global Networks, 11(4), 440-460.

Heidrick y Struggles (2011). European Corporate Governance Report. Challenging board performance. Disponible en http://www.heidrick.com.

Helland, E., y Sykuta, M. (2004). Regulation and the evolution of corporate boards: Monitoring, advising, or window dressing? Journal of Law and Economics, XLVII, 167-193

Hempel, P., y Fay, C. (1994). Outside director compensation and firm performance. Human Resource Management, 33(1), 111-133.

Hermalin, B.E., y Weisbach, M.S. (1991). The effect of board composition and direct incentives on firm performance. Financial Management, 20, 101-112.

Hermalin, B.E., y Weisbach, M.S. (1998). The determinants of board composition. The Journal of Economics, 19(4), 589-606.

Hermalin, B.E., y Weisbach, M.S. (2003). Board of directors as an endogenously determined institution, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 9, 1-20.

Hermes, N., Postma, T.J., y Zivkov, O. (2006). Corporate governance codes in the European Union: Are they driven by external or domestic forces? International Journal of Managerial Finance, 2(4), 280-301.

Hermes, N., Postma, T.J., y Zivkov, O. (2007) Corporate governance codes and their contents: An analysis of Eastern European codes. Journal for East European Management Studies, 12, 53–74.

Hill, C.W., y Snell, S.A. (1988). External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries. Strategic Management Journal, 9(6), 577-590.

Hillman, A.J., Cannella, A.A., y Paetzold, R.L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. Journal of Management studies, 37(2), 235-256.

Hillman, A.J., y Dalziel, T.D. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. The Academy of Management Review, 28, 383-396.

Hillman, A.J., Nicholson, G., y Shropshire, C. (2008). Directors' multiple identities, identification, and board monitoring and resource provision. Organization Science, 19(3), 441-456.

Hillman, A.J., Withers, M. C., y Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. Journal of Management, 35(6), 1404-1427.

Hillman, A.J., Shropshire, C., Certo, S.T., Dalton, D.R., y Dalton, C.M. (2011). What I like about you: A multilevel study of shareholder discontent with director monitoring. Organization Science, 22(3), 675-687.

Himmelberg, C., Hubbard, R., y Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. Journal of Financial Economics, 53, 353-384.

Holderness, C., Kroszner, R., y Sheehan, D. (1999). Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the Great Depression. Journal of Finance 54, 435-469.

Hopt, K.J. (2011). Comparative corporate governance: The state of the art and international regulation. American Journal of Comparative Law, 59(1), 1-73.

Hoskisson, R.E., y Turk, T.A. (1990). Corporate restructuring: Governance and control limits of the internal capital market. Academy of Management Review, 459-477.

Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., Johnson R.A., y Grossman, W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. Academic Management Journal. 45(4), 697–716.

Hossain, M., Prevost, A.K., y Rao, R.P. (2001) Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance. Pacific-Basin Finance Journal, 9(2), 119-145.

Huang, C.J. (2010). Board, ownership and performance. Journal of Management & Organization, 16, 219–234.

Huse, M. (1994). Board–management relations in small firms: The paradox of simultaneous independence and interdependence. Small Business Economics Journal, 6, 55–72.

Huse, M., y Eide, D. (1996). Stakeholder management and the avoidance of corporate control. Business & Society, 35(2), 211-243.

Huse, M. (2000). Boards of directors in SMEs: A review and research agenda. Entrepreneurship & Regional Development, 12(4), 271-290.

Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. British Journal of Management, 16, 65- 79.

Huse, M. (2007). Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance. Cambridge University Press.

Huse, M., Hoskisson, R., Zattoni, A., y Viganó, R. (2011). New perspectives on board research: Changing the research agenda. Journal of Management & Governance, 15, 5–28

Huther, J. (1997). An empirical test of the effect of board size on firm efficiency. Economics Letters, 54, 259-264.

Huybrechts, J., Voordeckers, W., Lybaert, N., y Vandemaele, S. (2011). The distinctiveness of family-firm intangibles: A review and suggestions for future research. Journal of Management & Organization, 17, 268-287.

Ibrahim, H., y Samad, F.A. (2011). Corporate governance mechanisms and performance of public-listed family-ownership in Malaysia. International Journal of Economics and Finance, 3(1), 105-115.

Ingley, C., y Van Der Walt, N. (2005). Do board processes influence director and board performance? Statutory and performance implications. Corporate Governance: An International Review, 13(5), 632-653.

Ivashkovskaya, I., y Stepanova, A. (2011). Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms. Journal of Management & Governance, 15(4), 603-616.

Jackling, B., y Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. Corporate Governance: An International Review, 17, 492-509.

Jaggi, B., Leung, S., y Gul, F. (2009). Family control, board independence and earnings management, Evidence based on Hong Kong firms. Journal of Accounting and Public Policy, 28 (4), 281.

James, H.S. Jr. (1999). Owner as manager: Extended horizons and the family firm. International Journal of the Economics of Business, 6, 41–56.

Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F.J., y López-de-Foronda, Ó. (2012). Does the influence of institutional investors depend on the institutional framework? An international analysis. Applied Economics, 44(3), 265-278.

Jaskiewicz, P., y Klein, S.B. (2007). The impact of goal alignment on board composition and board size in family businesses. Journal of Business Research, 60(10), 1080-108.

Jensen, M.C., y Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.

Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, 76(2).

Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. Journal of Finance, 48(3), 481-531.

Jensen, M.C. (1995). Éxito y fracaso de los sistemas de control interno. Harvard Deusto Business Review, (66), 68-85.

Jiraporn, P., Singh, M., y Lee, C. I. (2009). Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships. Journal of Banking & Finance, 33(5), 819-828.

Jones, C.D., Makri, M., y Gomez-Mejia, L.R. (2008). Affiliate directors and perceived risk bearing in publically-traded, family-controlled firms: The case of diversification. Entrepreneurship Theory y Practice, 32(6), 1007–1026.

Johannisson, B., y Huse, M. (2000). Recruiting outside board members in the small family business: An ideological challenge. Entrepreneurship y Regional Development, 12(4), 353-378.

John, K., y Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. Journal of Banking & Finance, 22, 371-403.

Johnson, J.L., Daily, C.M., y Ellstrand, A.E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. Journal of Management, 22(3), 409-438.

Johnson, R.B. (1997). The board of directors over time: Composition and the organizational life cycle. International Journal of Management, 14(3), 339-344.

Judge Jr, W.Q., y Zeithaml, C.P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. Academy of Management Journal, 766-794.

Judge, W.Q., Douglas, T.J., y Kutan, A.M. (2008). Institutional antecedents of corporate governance legitimacy. Journal of Management, 34(4), 765-785.

Kabbach-Castro, L.R., y Crespí-Cladera, R. (2011). Understanding non-compliance with corporate governance codes: Evidence from Europe. University of Illinois at Urbana-Champaign,College of Business.

Kanagaretnam, K., Lobo, G.J., y Whalen, D.J. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? Journal of Accounting & Public Policy, 26(4), 497-522.

Kahan, M. (2006). The demand for corporate law: Statutory flexibility, judicial quality, or takeover protection? Journal of Law, Economics, and Organization, 22(2), 340-365.

Kang, J.K., y Shivdasani, A. (1995). Firm performance, corporate governance and top executive turnover in Japan. Journal of Financial Economics, 38(1), 29-58.

Kang, E., y Zardkoohi, A. (2005). Board leadership structure and firm performance. Corporate Governance: An International Review, 13(6), 785-799.

Kayani, F., Khan, M.A., y Javid, A. (2011). Determinants of board effectiveness: Logit model. Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 3(2), 1970-1981.

Kaymak, T., y Bektas, E. (2008). East meets west? Board characteristics in an emerging market: Evidence from Turkish banks. Corporate Governance: An International Review, 16(6), 550-561.

Keasey, K., Short, H., y Watson, R. (1994). Directors' ownership and the performance of small and medium sized firms in the UK. Small Business Economics, 6(3), 225-236.

Kesner, I.F., Victor, B., y Lamont, B.T. (1986). Board composition and the commission of illegal acts: An investigation of Fortune 500 companies. Academy of Management Journal, 29,789-799.

Kirkpatrick, G. (2009). Corporate governance lessons from the financial crisis (1). OECD.

Khiari, W., Karaa, A., y Omri, A. (2007). Corporate governance efficiency: an indexing approach using the stochastic frontier analysis. Corporate Governance, 7(2), 148-161.

Kho, B.C., Stulz, R.M., y Warnock, F.E. (2009). Financial globalization, governance, and the evolution of the home bias. Journal of Accounting Research, 47(2), 597-635.

Kiel, G.C., y Nicholson, G.J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. Corporate Governance: An International Review, 11(3), 189-205.

Kim, W. (2012). Investor protection and the mode of acquisition: Implications for ownership dilution and formation of pyramids. Financial Management, 41(1), 55-93.

Klapper, L.F., y Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. Journal of Corporate Finance, 10(5), 703-728.

Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. Journal of Law and Economics, 41 (1), 275-303.

Klein, P., Shapiro, D., y Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: Canadian evidence. Corporate Governance: An International Review, 13(6), 769-784.

Klein, S.B., Pieper, T.M., y Jaskiewicz, P. (2005). Antecedents for agency and stewardship orientation in corporate governance–The role of culture. In Research

Proposal for Family Enterprise Research Conference, European Family Business Centre (European Business School).

Kochhar, R., y David, P. (1996). Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses. Strategic Management Journal, 17(1), 73-84.

Kogan, N., y Wallach, M.A. (1967). Risky-shift phenomenon in small decision-making groups: A test of the information-exchange hypothesis. Journal of Experimental Social Psychology, 3(1), 75-84.

Korac-Kakabadse, N., Kakabadse, A. K., y Kouzmin, A. (2001). Board governance and company performance: any correlations? Corporate Governance, 1(1), 24-30.

Kota H.B., y Tomar, S. (2010). Corporate governance practices in Indian firms. Journal of Management & Organization, 16 (2), 266–279.

Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental Europe. The international journal of accounting, 41(2), 176-197.

Kroll, M., Walters, B.A., y Le, S.A. (2007). The impact of board composition and top management team ownership structure on post-IPO performance in young entrepreneurial firms. Academy of Management Journal 50(5), 1198-1216.

Kogan, N., y Wallach, M.A. (1967). Risky-shift phenomenon in small decision-making groups: A test of the information-exchange hypothesis. Journal of Experimental Social Psychology, 3(1), 75-84.

Kor, Y.Y., y Misangyi, V.F. (2008). Outside directors' industry-specific experience and firms' liability of newness. Strategic Management Journal, 29(12), 1345-1355.

Kula, V. (2005). The impact of the roles, structure and process of boards on firm performance: Evidence from Turkey. Corporate Governance: An International Review, 13(2), 265-276.

Lam, T.Y., y Lee, S.K. (2008). CEO duality and firm performance: Evidence from Hong Kong. Corporate Governance, 8(3), 299-316.

Lambrecht, J., y Lievens, J. (2008). Pruning the family tree: An unexplored path to family business continuity and family harmony. Family Business Review, 21, 295-313.

Lane, P., Cannella, B., y Lubatkin, M. (1998). Agency problems and antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered. Strategic Management Journal, 19(6), 455-578.

Lane, P., Cannella, A.A., y Lubatkin, M. (1999). Ownership structure and corporate strategy: One question viewed from two different worlds. Strategic Management Journal, 20(11), 1077-1086.

Lane, S., Astrachan, J., Keyt, A., y McMillan, K. (2006). Guidelines for family business boards of directors. Family Business Review, 19(2), 147-167.

Lang, J., y Lockhart, D. (1990). Increased environmental uncertainty and changes in board linkage patterns. Academy of Management Journal, 33, 106-128.

Lang, L., y Stulz, R. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. Journal of Political Economy, 102, 1248-1280.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics, 58(1), 3-27.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., y Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. The Journal of Finance, 54(2), 471-517.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. (1998). Law and finance. Journal of political economy, 106(6), 1113–1155.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. The Journal of Finance, 52(3), 1131-1150.

Lasfer, M.A. (2006). The interrelationship between managerial ownership and board structure. Journal of Business Finance & Accounting, 33(7-8), 1006-1033.

Lawler, E.E., y Finegold, D. (2006). Who's in the boardroom and does it matter: the impact of having non-director executives attend board meetings. Organizational dynamics, 35(1), 106-115.

Leal, R.P., y Carvalho-da Silva A.L. (2005). The development of the Brazilian Bond Market. Latin American and Caribbean Research Network Working Paper, Inter-Americal Development Bank, Abbreviated version published in Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?, eds. Borensztein, E., Cowan, K., Eichengreen, B., and Panizza, U. Cambridge,MA, MIT Press, 2008.

Leblanc, R. (2004). What's wrong with corporate governance: A note. Corporate Governance: An International Review, 12(4), 436-441.

Leblanc, R. (2005). Assessing board leadership. Corporate Governance: An International Review, 13(5), 654-666.

Leblanc, R. (2007). Corporate governance and board effectiveness 2.0. International Journal of Business Governance and Ethics, 3(2), 106-112.

Le Breton-Miller, I., y Miller, D. (2006). Why do some family businesses out-compete? Governance long-term orientation and sustainable capability. Entrepreneurship Theory & Practice, 30(6), 731-746.

Le Breton-Miller, I., y Miller, D. (2009). Agency vs. stewardship in public family firms: a social embeddedness reconciliation. Entrepreneurship Theory & Practice, 33(6), 1169-1191.

Le Breton-Miller, I., Miller, D., y Lester, R. H. (2011). Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family businesses. Organization Science, 22(3), 704-721.

Lee, P. M., y O'neill, H. M. (2003). Ownership structures and R&D investments of US and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives. Academy of Management Journal, 46(2), 212-225.

Lefort, F., y Urzúa, F. (2008). Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. Journal of Business Research, 61(6), 615-622.

Lehn, K., Patro, S., y Zhao, M. (2007). Governance indexes and valuation: Which causes which? Journal of Corporate Finance, 13(5), 907-928.

Lehn, K., Patro, S., y Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. Financial Management, 38(4), 747-780.

Leon-Guerrero, A.Y., McCann, J.E., y Haley, J.D. (1998). A study of practice utilization in family businesses. Family Business Review, 11, 107-120.

Letendre, L. (2004). The dynamics of the boardroom. The Academy of Management Executive, 18(1), 101-104.

Leuz, C., Nanda, D., y Wysocki, P.D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. Journal of Financial Economics, 69(3), 505-527.

Levinson, H. 1971. Conflicts that plague family businesses. Harvard Business Review 49(2), 90-98.

Levrau, A., y Van den Berghe, L.A.A. (2007). Corporate governance and board effectiveness: beyond formalism. ICFAI Journal of Corporate Governance, 6(4), 58-85.

Li, F., y Srinivasan, S. (2011). Corporate governance when founders are directors. Journal of Financial Economics, 102(2), 454-469.

Lin, Z.J., Peng, M.W., Yang, H., y Sun, S.L. (2009). How do networks and learning drive M&As? An institutional comparison between China and the United States. Strategic Management Journal, 30(10), 1113-1132.

Linck, J.S, Netter, J.M., y Yang, T. (2008). The determinants of board structure. Journal of Financial Economics, 87(2), 308-328.

Lipton, M., y Lorsch, J.W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. Business Lawyer, 48(1), 59-77.

Loderer, C., y Martin, K. (1997). Executive stock ownership and market valuation: an empirical analysis. Journal of Financial Economics, 45(2), 223-255.

Loderer, C., y Peyer, U. (2002). Board overlap, seat accumulation and share prices. European Financial Management, 8(2), 165-192.

López Iturriaga, F.J., y Pereira, M. L. (2006). Análisis internacional de los códigos de buen gobierno. Universia Business Review, (11), 10-21.

López-Iturriaga, F.J., y Morros-Rodríguez, I. (2013). Consejos de administración y eficiencia de la empresa: Efecto de la pertenencia a múltiples consejos. http://ssrn.com/abstract=2230814.

Lorsch, J.W., y MacIver, E. (1989). Pawns or potentates: the reality of America's corporate boards. Boston, MA: Harvard Business School Press.

Lubatkin, M.H., Schulze, W.S., Ling, Y., y Dino, R.D. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. Journal of Organizational Behavior, 26, 313–30.

Luoma, P., y Goodstein, J. (1999). Stakeholders and corporate boards: institutional influences on board composition and structure. Academy of Management Journal, 42, 553–63.

MacAvoy, P.W., y Millstein, I.M. (2004). The recurrent crisis in corporate governance. Stanford University Press.

Mace, M.L. (1979). Directors: Myth and reality-ten years later. Rutgers L. Rev., 32, 293.

Machuga, S., y Teitel, K. (2007). The effects of the Mexican corporate governance code on quality of earnings and its components. Journal of International Accounting Research, 6(1), 37-55.

MacNeil, I., y Li, X. (2006). Comply or Explain: market discipline and non-compliance with the Combined Code. Corporate Governance: An International Review, 14(5), 486-496.

Mak, Y.T., y Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value. Pacific-Basin Finance Journal, 13(3), 301-318.

Mallin, C. (2002). The relationship between corporate governance, transparency and financial disclosure. Corporate Governance: An International Review, 10(4), 253-255.

Mallin, C. (2005). Corporate Governance: a review of some key developments. Corporate Governance: An International Review, 13(2), 107-107.

Markarian, G., y Parbonetti, A. (2007). Firm complexity and board of director composition. Corporate governance: an international review, 15(6), 1224-1243.

Marquardt, D.W. (1980). Comment: You should standardize the predictor variables in your regression models. Journal of the American Statistical Association, 75(369), 87-91.

Martynova, M., y Renneboog, L. (2010). A corporate governance index: convergence and diversity of national corporate governance regulations. Mimeo

Mateu de Ros, R. (2007). Los consejeros dominicales y el gobierno de la empresa. Universia Business Review, (16), 10-21.

Maug, E. (1996). Ownership structure as a determinant of IPO under pricing: a theory of the decision to go public or venture capital backed companies. Working paper, London Business School.

Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control? Journal of Finance 53, 65-97.

Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations. Journal of Corporate Finance, 12, 321–341.

Maury, B., y Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. Journal of Banking y Finance 29, 1813-1834.

Mayer, C. (1998). Financial Systems and Corporate Governance: A Review of the International Evidence. Journal of Institutional and Theoretical Economics, 154(1), 144-165.

Mazzi, C. (2011). Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges. Journal of Family Business Strategy, 2(3), 166-181.

McConnell, J., y Servaes H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. Journal of Financial Economics 27, 595-612.

McVey, H., Draho, J., y Stanley, M. (2005). U.S. family-run companies- they may be better than you think. Journal of Applied Corporate Finance, 17(4), 134-143.

Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. Journal of Financial Economics, 38(2), 163-184.

Meyer, J.W., y Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. American Journal of Sociology, 340-363.

Meyer, J.P., Stanley, D.J., Herscovitch, L., y Topolnytsky, L. (2002). Affective, continuance, and normative commitment to the organization: A meta-analysis of antecedents, correlates, and consequences. Journal of Vocational Behavior, 61, 20–52.

Miller, D., y Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, Stewardship and Capabilities. Family Business Review, 19(1), 73-87.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., y Cannella, A. A., Jr. (2007). Are family firms really superior performers? Journal of Corporate Finance, 13(5), 829-858.

Miller, D., Le Breton-Miller, I.,y Scholnick, B. (2008). Stewardship Vs. Stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses. Journal of Management Studies, 45(1), 51–78.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., y Lester, R. H. (2011). Family and lone founder ownership and strategic behaviour: Social context, identity, and institutional logics. Journal of Management Studies, 48(1), 1-25.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., y Lester, R. H. (2013). Family firm governance, strategic conformity, and performance: Institutional vs. strategic perspectives. Organization Science, 24(1), 189-209.

Mínguez, A. (2005). Concentración accionarial y consejo de administración como mecanismos de control interno: Cuatro ensayos. Revista Española de Financiación y Contabilidad, 125, 551-554.

Minichilli, A., Gabrielsson, J., y Huse, M. (2007). Board evaluations: Making a fit between the purpose and the system. Corporate Governance: An International Review, 15(4), 609-622.

Minichilli, A., Zattoni, A., y Zona, F. (2009). Making boards effective: An empirical examination of board task performance. British Journal of Management, 20(1), 55-74.

Minichilli A, Zattoni A, Nielsen S y Huse M (2012). Board task performance: an exploration of micro and macro level determinants of board effectiveness. Journal of Organizational Behavior, 33(2), 193-215.

Mínguez-Vera, A., Casado, M., y Francisco, J. (2003). El consejo de administración como mecanismo de control: Evidencia para el mercado español. Working papers. Documentos de trabajo: Serie EC (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas), (2), 1-40.

Mishra, C.S., Randoy, A., y Jensen, J.I. (2001). The effect of funding family influence on firm value and corporate governance. Journal of International Financial Management and Accounting, 12(3), 235-259.

Mizruchi, M.S., y Stearns, L.B. (1988). A longitudinal study of the formation of interlocking directorates. Administrative Science Quarterly, 194-210.

Mok, H.M.K., Lam, K., y Cheung, I. (1992). Family control and return covariation in Hong Kong's common stocks. Journal of Business, Finance y Accounting, 19(2), 277-293.

Monks, R. y Minow, N. (2004). Corporate Governance. London.

Moore, M.T. (2002). Corporate governance: An experienced model. Director's Monthly, 26(3), 1–9.

Morck R, Shleifer, A., y Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. Journal of Financial Economics, 20, 293-315.

Mork, R., Shleifer, A., y Vishny, R. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? Journal of Finance, 45, 31-48.

Morck, R., y Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. Entrepreneurship Theory & Practice, 27(4), 367-382.

Morck, R. (2005). How to eliminate pyramidal business groups the double taxation of inter-corporate dividends and other incisive uses of tax policy. In Tax Policy and the Economy, 19, 135-179. MIT Press.

Moscovici, S., y Zavalloni, M. (1969). The group as a polarizer of attitudes. Journal of personality and social psychology, 12(2), 125.

Mroczkowski, N.A., y Tanewski, G. (2007). Delineating publicy listed family and non-family controlled firms: an approach for capita market research in Australia. Journal of Small Business Management, 45(3), 320-332.

Murphy, K.J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. Journal of Accounting and Economics, 7(1), 11-42.

Muth, M.M., y Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. Corporate Governance: An International Review, 6(1), 5-28.

Myers, R.H. (1990). Classical and modern regression with applications (2nd ed.). Boston: PWS-Kent.

Nanka-Bruce, D. (2011). Corporate governance mechanisms and firm efficiency. International Journal of Business and Management, 6(5), 28.

Navarro, M.S., y Ansón, S.G. (2009). Do families shape corporate governance structures? Journal of Management & Organization, 15(3), 327-345.

Netter, J., Poulsen, A., y Stegemoller, M. (2009). The rise of corporate governance in corporate control research. Journal of Corporate Finance, 15(1), 1-9.

Newell, R., y Wilson, G. (2002). A premium for good governance. McKinsey Quarterly, 3, 20–23.

Nicholson, G.J., y Kiel, G.C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. Corporate Governance: An International Review, 15(4), 585-608.

Nielsen, J.F., y Frishkoff, P.A. (1991). Boards of directors in the family-owned business. Akron Business and Economic Review, 22(3), 88-96.

Nielsen, B.B., y Nielsen, S. (2013). Top management team nationality diversity and firm performance: A multilevel study. Strategic Management Journal, 34(3), 373-382.

Ning, Y., Davidson, W., y Zhong, K. (2007). The variability of board size determinants: an empirical analysis. Journal of Applied Finance, 46-61.

Ning, Y., Wang, H., Sakr, S., y Davidson III, W.N. (2010). Board composition after mergers, does it matter to target shareholders? Journal of Empirical Finance, 17(5), 837-851.

North, D.C. (1990). Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge university press.

Nowak, E., Rott, R., y Mahr, T.G. (2006) The (Ir)relevance of Disclosure of Compliance with Corporate Governance Codes: Evidence from the German stock market, Working paper, presented at the seminar "Corporate Governance Codes", University of Copenhagen, 8 December.

Ocasio, W. (1994). Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in US industrial corporations, 1960-1990. Administrative science quarterly, 285-312.

OCDE (2011). Reforming the Labour Market in Spain, ECO/WKP (2011) 14, OECD, Paris.

O'Connell, V., y Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. European Management Journal, 28(5), 387-399.

Okike, E.N.M. (2007). Corporate governance in Nigeria: The status quo. Corporate Governance: An International Review, 15, 173–93.

O'Shea, N. (2005). Governance how we've got where we are and what's next, Accountancy Ireland, 37, 33–3.

Pagano, M., y Volpin, P.F. (2005). The political economy of corporate governance. American Economic Review, 1005-1030.

Palia, D. (2001). The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: a solution. Review of Financial Studies, 14, 735-764.

Palmer, D., y Barber, B.M. (2001). Challengers, elites, and owning families: A social class theory of corporate acquisitions in the 1960s. Administrative Science Quarterly, 87-120.

Park, Y.W., y Shin, H.H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. Journal of Corporate Finance, 10(3), 431-457.

Payne, G.T., Benson, G.S., y Finegold, D.L. (2009). Corporate board attributes, team effectiveness and financial performance. Journal of Management Studies, 46(4), 704-731.

Pearce, J.A. y Zahra, S.A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. Journal of Management Studies, 29, 411-438.

Peng, M.W. (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions. Strategic Management Journal, 25(5), 453-471.

Peng, M.W., y Jiang, Y. (2010). Institutions behind family ownership and control in large firms. Journal of Management Studies, 47(2), 253-273.

Perfect, S.B., y Wiles, K.W. (1994). Alternative constructions of Tobin's q: an empirical comparison.Journal of Empirical Finance 1, 313-341.

Perrini, F., Rossi, G., y Rovetta, B. (2008). Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market. Corporate Governance: An International Review, 16(4), 312-325.

Pettigrew, A.M. (1992). On studying managerial elites. Strategic Management Journal, 13(S2), 163-182.

Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. Administrative Science Quarterly, 17, 218-229.

Pfeffer, J., y Salancik, G.R. (1978). The external control of organisations. New York.

Phan, P. (2000). Taking Back the Boardroom. Singapore: McGraw-Hill.

Pi, L., y Timme, S.G. (1993). Corporate control and bank efficiency. Journal of Banking & Finance, 17(2), 515-530.

Pieper, T.M. (2003). Corporate governance in family firms: A literature review. Insead.

Pieper, T.M., y Klein, S.B. (2007). The bulleye: a systems approach to modeling family firms. Family Business Review, 20(4), 301-319.

Pieper, T.M., Klein, S.B., y Jaskiewicz, P. (2008). The impact of goal alignment on board existence and top management team composition: Evidence from Family-Influenced Businesses. Journal of Small Business Management, 46(3), 372-394.

Pieper, T.M. (2010). Non solus: Toward a psychology of family business. Journal of Family Business Strategy, 1(1), 6–39.

Pindado, J., Requejo, I., y De la Torre, C. (2008). Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe. XVI Foro de Finanzas, Barcelona, España.

Pombo, C., y Gutiérrez, L.H. (2011). Outside directors, board interlocks and firm performance: evidence from Colombian business groups. Journal of Economics and Business (63), 251–277.

Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. Journal of Financial Economics, 20, 237-265.

Pound, J. (1995). The promise of the governed corporation. Harvard Business Review, 73(2), 89-98.

Prabowo, M., y Simpson, J. (2011). Independent directors and firm performance in family controlled firms: evidence from Indonesia. Asian-Pacific Economic Literature, 25(1), 121-132.

Prencipe, A., Markarian, G., y Pozza, L. (2008). Earnings management in family firms: Evidence from R&D cost capitalization in Italy. Family Business Review, 21(1), 71-88.

Prencipe, A., y Bar-Yosef, S. (2011). Corporate governance and earnings management in family-controlled companies. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 26(2), 199-227.

Prencipe, A., Bar-Yosef, S., Mazzola, P., y Pozza, L. (2011). Income smoothing in family-controlled companies: Evidence from Italy. Corporate Governance: An International Review, 19(6), 529-546.

Pugliese, A., y Wenstøp, P.Z. (2007). Board members' contribution to strategic decision-making in small firms. Journal of Management & Governance, 11(4), 383-404.

Pugliese, A., Bezemer, P.J., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F.A., y Volberda, H.W. (2009). Boards of directors' contribution to strategy: A literature review and research agenda. Corporate Governance: An International Review, 17(3), 292-306.

Raheja, C.G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40, 283-206.

Rajan, R.G. y Zingales, L. (2002). Banks and markets: The changing character of European finance. University of Chicago, mimeo.

Ramdani, D., y Witteloostuijn, A.V. (2010). The impact of board independence and CEO duality on firm performance: A quantile regression analysis for Indonesia,

Malaysia, South Korea and Thailand. British Journal of Management, 21(3), 607-627.

Randøy, T., y Goel, S. (2003). Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: implications for financing entrepreneurial opportunities. Journal of Business Venturing, 18(5), 619-637.

Rashid, A., De Zoysa, A., Lodh, S., y Rudkin, K. (2010). Board composition and firm performance: Evidence from Bangladesh. Australasian Accounting Business and Finance Journal, 4(1), 76-95.

Ravina, E., y Sapienza, P. (2010). What do independent directors know? Evidence from their trading. Review of Financial Studies, 23(3), 962-1003.

Reaz, M., y Hossain, M. (2007). Corporate governance around the world: An investigation, Journal of American Academy of Business, Cambridge, 11, 169–75.

Rechner, P.L., y Dalton, D.R. (1989). The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence vs. rhetoric. The Academy of Management Executive (1987-1989), 3(2), 141-143.

Rechner, P.L., y Dalton, D.R. (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. Strategic Management Journal, 12(2), 155-160.

Reid, A.S. (2003) The internationalization of corporate governance codes of conduct, Business Law Review, 24, 233–8.

Reynolds, T.H., y Flores, A.A. (1989). Foreign law: Current sources of codes and basic legislation in jurisdictions in the world. Littleton, CO: Rothman.

Rhoades, D.L., Rechner, P.L., y Sundaramurthy, C. (2001). A meta-analysis of board leadership structure and financial performance: Are two heads better than one? Corporate Governance: An International Review, 9(4), 311–19.

Rhodes, M., y Van Apeldoorn, B. (1998). Capital unbound? The transformation of European corporate governance. Journal of European Public Policy, 5(3), 406-427.

Richards, C.F., Jr. y Stearn, R.F., Jr. (1999). Shareholder by-laws requiring boards of directors to dismantle rights plans are unlikely to survive scrutiny under Delaware law, Business Lawyer, 54(2), 607-635.

Roberts, G.H. (2004). Convergent capitalisms? The internationalisation of financial markets and the 2002 Russian corporate governance code, Europe-Asia Studies, 56, 1235–48.

Roe, M.J. (2006). Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets, Harvard Law Review, 120, 462–527.

Roodman, D. (2009). A note on the theme of too many instruments. Oxford Bulletin of Economics and Statistics 71 (1), 135-158.

Rosenstein, S., y Wyatt, J. (1997). Inside directors, board effectiveness and shareholder wealth. Journal of Financial Economics 44, 229-250.

Rouf, M.A. (2011). The relationship between corporate governance and value of the firm in developing countries: Evidence from Bangladesh. The International Journal of Applied Economics and Finance, 5(3), 237-244.

Ruigrok, W., Peck, S.I., y Keller, H. (2006). Board Characteristics and Involvement in Strategic Decision Making: Evidence from Swiss Companies. Journal of Management Studies, 43(5), 1201-1226.

Sacristán, M., y Gómez, S. (2007). Family ownership and pyramids in the Spanish market. Family Business Review, 20(3), 247-265.

Sacristán, M., y Gómez, S. (2009). Do families shape corporate governance structures? Journal of Management & Organization, 15(3), 327-345.

Sacristán-Navarro, M., Gómez-Ansón, S., y Cabeza-García, L. (2011). Family ownership and control, the presence of other large shareholders, and firm performance: Further evidence. Family Business Review, 24(1), 71-93.

Sah, R., y Stiglitz, J. (1991). The quality of managers in centralized versus decentralized organizations. Quarterly Journal of Economics, 106(1).

Sánchez-Ballesta, J.P., y García-Meca, E. (2007). A meta-analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance. Corporate Governance: An International Review, 15(5), 879–893.

Sanders, W.M.G., y Carpenter, M.A. (1998). Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. Academy of Management Journal 41(2), 158–178.

Santana, D.J., y Cabrera, K. (2001). Comportamiento y resultados de las empresas cotizadas familiares versus no familiares. XI Congreso Nacional de Acede, Zaragoza, España.

Santana-Martín, D.J., y Aguiar, I. (2006). El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002). Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa 26, 47-72.

Schwartz-Ziv, M., y Weisbach, M.S. (2012). What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. Journal of Financial Economics, forthcoming

Schellenger, M.H., Wood, D.D., y Tashakori, A. (1989). Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy. Journal of Management, 15(3), 457-467.

Schmid, M.M., y Zimmermann, H. (2008). Leadership structure and corporate governance in Switzerland*. Journal of Applied Corporate Finance, 20(1), 109-120.

Schmidt, R.H. y Tyrell, M. (1997). Financial systems, corporate finance and corporate governance. European Financial Management, 3(3), 333–361.

Schmidt, R.H., y Spindler, G. (2002). Path dependence, corporate governance and complementarity. International Finance, 5(3), 311-333.

Schmidt, S.L., y Brauer, M. (2006). Strategic governance: How to assess board effectiveness in guiding strategy execution. Corporate Governance: An International Review, 14(1), 13-22.

Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., y Bucchold, A.K. (2001). Agency relationship in family firm: Theory and evidence. Organization Science, 12(2), 9-116.

Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., y Dino, R.N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. Journal of Business Venturing, 18, 473–490

Schwartz, M.A., y Barnes, L. B., (1991). Outside boards and family business: Another look. Family Business Review, 4(3), 269-285.

Sciascia, S., y Mazzola, P. (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. Family Business Review, 21, 331-345.

Sciascia, S., Mazzola, P., Astrachan, J.H., y Pieper, T.M. (2012). The role of family ownership in international entrepreneurship: Exploring nonlinear effects. Small Business Economics, 38(1), 15-31.

Setia-Atmaja, L, Tanewski, J.A., y Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. Journal of Business Finance y Accounting, 36(7-8), 863–898.

Sharma, P., Chrisman, J. J., y Chua, J. H. (1997). Strategic management of the family business: Past research and future challenges. Family Business Review, 10(1), 1-35.

Sharma, V.D. (2004). Board of director characteristics, institutional ownership, and fraud: Evidence from Australia. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 23(2), 105-117.

Shaw, M.E. (1981). Group dynamics: The psychology of small group behavior. NewYork: McGraw-Hill.

Sheridan, L., Jones, E., y Marston, C. (2006). Corporate governance codes and the supply of corporate information in the UK. Corporate Governance: An International Review, 14(5), 497-503.

Shin-Ping, L., y Tsung-Hsien, C. (2009). The determinants of corporate performance: A viewpoint from insider ownership and institutional ownership. Managerial Auditing Journal, 24(3), 233-247.

Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. Journal of Accounting and Economics, 16(1), 167-198.

Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. Journal of Political Economy 94, 461-488.

Shleifer, A., y Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. Journal of Finance, 52, 737-783.

Short, H., y Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the U.K. Journal of Corporate Finance 5, 79-101.

Siladi, B. (2006). The role of non-executive directors in corporate governance: An evaluation. Faculty of Business and Enterprise, Swinburne University of Technology.

Smith, A. (1776). The Wealth of Nations. Edited by Edwin Cannan, 1904. Reprint edition 1937. New York, Modern Library.

Sonfield, M., y Lussier, R. (2004). First, second and third generation family firms: A comparison. Family Business Review, 17, 189–202.

Song, F., y Thakor, A.V. (2006). Information control, career concerns, and corporate governance. The Journal of Finance, 61(4), 1845-1896.

Sonnenfeld, J.A. (2002). What makes great boards Great. Harvard Business Review, 8(3).

Spamann, H. (2010). The "antidirector rights index" revisited. Review of Financial Studies, 23(2), 467-486.

Stano, M. (1976). Monopoly power, ownership control, and corporate performance. The Bell Journal of Economics, 672-679.

Stiglitz, J.E. (1985). Credit markets and the control of capital. Journal of Money, Credit and Banking, 17(2), 133-152.

Strang, D., y Soule, S.A. (1998). Diffusion in organizations and social movements: From hybrid corn to poison pills. Annual review of sociology, 265-290.

Strang, D., y Macy, M.W. (2001). In Search of Excellence: Fads, Success Stories, and Adaptive Emulation1. American Journal of Sociology, 107(1), 147-182.

Stulz, R.M. (1988). Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. Journal of Financial Economics 20, 25– 54.

Sundaramurthy, C., y Lewis, M. W. (2003). Control and collaboration: Paradoxes of governance. The Academy of Management Review, 28(3), 397-415.

The Business Roundtable (2002). Principles of corporate governance. A White Paper from The Business Roundtable. http://www.ecgi.org.

Thomsen, S., y Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. Strategic Management Journal, 21, 689-705.

Thompson, J.D. (1967). Organizations in action: Social science bases of administrative theory. Transaction Pub.

Tidd, J., Besant, J., y Pavitt, K. (2001). Managing Innovation: Integrating Technological, Market and Organizational Change.

Ting, H., y Huang, Y. (2009). Alignment or entrenchment: Which inside directors matter? Evidence from Taiwan. International Research Journal of Finance and Economics, 27, 56-71.

Titus, V.K. Jr, Covin, J.G., y Slevin, D.P. (2011). Aligning strategic processes in pursuit of firm growth. Journal of Business Research, 65, 446-453.

Tolbert, P.S., y Zucker, L.G. (1983). Institutional sources of change in the formal structure of organizations: The diffusion of civil service reform, 1880-1935. Administrative Science Quarterly, 22-39.

Tosi, H.L., Gomez-Mejia, L., Loughry, M.L., Werner, S., Banning, K., Katz, J Harris, R., y Silva, D. (1999). Managerial discretion, compensation strategy, and firm performance: The case for ownership structure. Research in Personnel and Human Resources Management, 17, 163-208.

Tsai, W.H., Hung, J.H., Kuo, Y.C., y Kuo, L. (2006). CEO tenure in Taiwanese family and non-family firms: an agency theory perspective. Family Business Review 19(1), 11-28.

Uadiale, O.M. (2010). The impact of board structure on corporate financial performance in Nigeria. International Journal of Business and Management, 5(10), 155.

Useem, M. (1984) The inner circle: Large corporations and the rise of business political activity in the U.S. and U.K. New York: Oxford University Press.

Uzun, H., Szewczyk, S.H., y Varma, R. (2004). Board composition and corporate fraud. Financial Analysts Journal, 33-43.

Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. Journal of Financial Economics, 53, 113-142.

Vance, C. (1983). Hard choices: Critical years in America's foreign policy, 25. New York: Simon and Schuster.

Van den Berghe, L.A., y Carchon, S. (2002). Corporate governance practices in Flemish family businesses. Corporate Governance: An International Review, 10, 225-245.

Van den Heuvel, J., Van Gils, A., y Voordeckers, W. (2006). Board roles in small and medium-sized family businesses: Performance and importance. Corporate Governance: An International Review, 14, 467-485.

Van Ees, H., Van der Laan, G., y Postma, T.J. (2008). Effective board behavior in the Netherlands. European Management Journal, 26(2), 84-93.

Van Ees, H., Gabrielsson, J., y Huse, M. (2009). Toward a behavioral theory of boards and corporate governance. Corporate Governance: An International Review, 17(3), 307-319.

Van Puyvelde, S., Caers, R., Du Bois, C., y Jegers, M. (2012). The governance of nonprofit organizations: Integrating Agency Theory with Stakeholder and Stewardship theories. Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly, 41(3), 431-451.

Villalonga, B., y Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? Journal of Financial Economics, 80(2), 385-417.

Vo, T. (2010). To be or not to be both CEO and Board Chair. Brooklyn Law Review, 76, 2011-06.

Volpin, P.F. (2002). Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy. Journal of Financial Economics, 64(1), 61-90.

Voordeckers, W., Van Gils, A., y Van den Heuvel, J. (2007). Board composition in small and medium-sized family firms. Journal of Small Business Management, 45(1), 137–15.

Ward, J. (1987). Keeping the family business healthy. How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership. Jossey-Bass.

Ward, J., y Handy, J. (1988). A survey of board practices. Family Business Review, 1, 289–308.

Wasserman, N. (2006). Stewards, agents, and the founder discount: Executive compensation in new ventures. Academy of Management Journal, 49(5), 960-976.

Warther, V.A. (1998). Board effectiveness and board dissent: A model of the board's relationship to management and shareholders. Journal of Corporate Finance, 4(1), 53-70.

Weimer, J., y Pape, J. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. Corporate Governance: An International Review, 7(2), 152-166.

Weir, C., y Laing, D. (2000). The performance-governance relationship: The effects of Cadbury compliance on UK quoted companies. Journal of Management and Governance, 4(4), 265-281.

Weisbach, M.S. (1988). Outside directors and CEO turnover. Journal of Financial Economics, 20, 431-460.

Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. Strategic Management Journal, 5(2), 171-180.

Wernerfelt, B. (1995). The resource-based view of the firm: Ten years after. Strategic Management Journal, 16(3), 171-174.

Westphal, J.D., Gulati, R., y Shortell, S.M. (1997). Customization or conformity? An institutional and network perspective on the content and consequences of TQM adoption. Administrative Science Quarterly, 366-394.

Westphal, J.D. (1999). Collaboration in the boardroom: Behavioral and performance consequences of CEO-board social ties. Academy of Management Journal, 7-24.

Whitley, R. (1999). Divergent capitalisms: The social structuring and change of business systems. Oxford University Press on Demand.

Wymeersch, E. (2006) Corporate governance codes and their implementation. Working Paper No. 10, Financial Law Institute, Universiteit Gent.

Wymeersch, E. (2005) Enforcement of corporate governance codes. Law Working Paper No. 46, ECGI.

Williamson, E. (1985). The economic institutions of capitalism. New York, NY: The Free Press.

Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. Journal of Econometrics, 126, 25-51.

Wintoki, M.B. (2007). Corporate boards and regulation: The effect of the Sarbanes–Oxley Act and the exchange listing requirements on firm value. Journal of Corporate Finance, 13(2), 229-250.

Wintoki, M.B., Linck, J.S., y Netter, J.M. (2007). Endogeneity and the dynamics of corporate governance. In CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper.

Wiseman, R.M., y Gomez-Mejia, L.R. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. Academy of Management Review, 23(1), 133-153.

Wiseman, R.M., Cuevas-Rodríguez, G., y Gomez-Mejia, L.R. (2012). Towards a social theory of agency. Journal of Management Studies, 49(1), 202-222.

Withers, M.C., Hillman, A.J., y Cannella, A.A. (2012). A multidisciplinary review of the director selection literature. Journal of Management, 38(1), 243-277.

Wright, P.M., y McMahan, G.C. (1992). Theoretical perspectives for strategic human resource management. Journal of Management, 18(2), 295-320.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. Journal of Financial Economics, 40, 185-211.

Yoshikawa, T., Tsui-Auch, L.S., y McGuire, J. (2007). Corporate governance reform as institutional innovation: The case of Japan. Organization Science, 18, 973-88.

Young, M.N., Ahlstrom, D., Bruton, G.D., y Chan, E.S. (2001). The resource dependence, service and control functions of boards of directors in Hong Kong and Taiwanese firms. Asia Pacific Journal of Management, 18(2), 223-244.

Xie, B., Davidson, W.N., y DaDalt, P.J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. Journal of Corporate Finance, 9(3), 295-316.

Zahra, S.A., y Stanton, W.W. (1988). The implications of board of directors composition for corporate strategy and performance. International Journal of Management, 5(2), 229-236.

Zahra, S., y Pearce, J. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. Journal of Management, 15, 291-334.

Zajac, E.J., y Westphal, J.D. (1996a). Director reputation, CEO-board power, and the dynamics of board interlocks. Administrative Science Quarterly, 41(3), 507-529.

Zajac, E.J., y Westphal, J.D. (1996b). Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs. The Academy of Management Journal, 39, 64-90.

Zald, M.N. (1969). The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis. American Journal of Sociology, 97-111.

Zattoni, A., y Cuomo, F. (2008). Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. Corporate Governance: An International Review, 16(1), 1-15.

Zingales, L. (1994). The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience. Review of Financial Studies, 7(1), 125-148.

Zucker, L.G. (1987). Institutional theories of organization. Annual Review of Sociology, 13, 443-464.

ANEXO

INDICIOS DE CALIDAD DE LAS PUBLICACIONES

1. PUBLICACIÓN *Revista Española de Financiación y Contabilidad*
2. PUBLICACIÓN *Journal of Management & Organization*
3. PUBLICACIÓN *Journal of Family Business Strategy*

---

1. PUBLICACIÓN *Revista Española de Financiación y Contabilidad – Spanish Journal of Finance and Accounting*

La *Revista Española de Financiación y Contabilidad* (REFC) es una publicación trimestral fundada en 1972 con el objetivo de apoyar el desarrollo científico de dichas materias, a través de la publicación en sus páginas de trabajos e investigaciones de calidad. La REFC está reconocida como una de las publicaciones periódicas de investigación contable y finanzas de mayor prestigio en España. Está editada por AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas) y sigue una política de revisión anónima por pares.

La REFC está indexada y presente en los siguientes catálogos y bases de datos:

- Social Sciences Citation Index (SSCI) de Web of Knowledge (Thomson-Reuters)
  La REFC ha sido seleccionada para formar parte del Social Sciences Citation

Index (SSCI) en Web of Kowledge (Thomson-Reuters). Su indexación comienza en el primer número de 2008 en la sección "Business, Finance":

Índices de impacto:

JCR (Journal Citation Report) **2010: 0.153**

JCR (Journal Citation Report) **2011: 0.128**

- SCImago Journal & Country Rank (SCOPUS: Elsevier Bibliographic Databases)

  Country**:** Spain

  Subject Area**:** Business, Management and Accounting | Economics,Econometrics and Finance

  Subject Category**:** Accounting Q3, Economics and Econometrics Q3, Finance Q3

  Publisher**:** Asociación Española Contabilidad y Administración de Empresas.

  Publication type**:** Journals. ISSN**:** 02102412

  Coverage: 1996-2011

  H Index: 7

  Índices de Impacto:

  SJR (SCImago Journal Ranking)**: 0.193**

  SNIP (Source Normalized Impact per Paper): **0.203**

- In-RECS (Índice de Impacto de Revistas Españolas de Ciencias Sociales)

  Año 2010: **Primer Cuartil** (Posición 8/136)

  Año 2009: **Primer Cuartil** (Posición 7/121)

  Histórico 1994-2009: **Primer Cuartil** (Posición 8/142)

  Histórico 2000-2009: **Primer Cuartil** (Posición 15/132)

  Histórico 2005-2009: **Primer Cuartil** (Posición 10/123)

  Índices de impacto:

  In-RECS 2010: 0.359 "Economía"

  In-RECS 2009: 0.329 "Economía"

- RECYT (Repositorio Español de Ciencia y Tecnología)

  Revista Excelente 2010. La Fundación Española para la Ciencia y la

Tecnologías (FECYT) otorgó la calificación de Revista Excelente en el año 2010. La FECYT, dependiente del Ministerio, está negociando con las distintas agencias evaluadoras (ANECA; CNEAI) que las revistas excelentes tengan la mayor valoración posible a efectos de la evaluación del currículum investigador.

- LATINDEX (Sistema Regional de Información en Línea para Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal)
  Criterios Latindex cumplidos: **33/33**
  Criterios Latindex no cumplidos: 0/33

- DICE (Difusión y Calidad Editorial de las Revistas Españolas de Humanidades y Ciencias Sociales y Jurídicas, CSIC-ANECA)
  ISSN: 0210-2412
  Año comienzo-fin: 1972-
  Periodicidad: TRIMESTRAL
  Área temática: Economía
  Área de conocimiento: Economía Financiera y Contabilidad
  Clasificación UNESCO: Contabilidad económica; Organización y Dirección de empresas
  Criterios Latindex: 33/33
  Evaluadores externos: sí
  Criterios Latindex no cumplidos: 0/33
  Apertura exterior de los autores: sí
  Valoración de la difusión internacional: 13.5 (máximo 16)
  Internacionalidad de las contribuciones: 12.5
  Categoría ANEP: A (máximo A+)

- MIAR (Departamento de Biblioteconomía y Documentación Universidad de Barcelona - Programa de Estudios y Análisis del Ministerio de Educación y Ciencia)
  Difusión ICDS 2012: 7.977
  Difusión ICDS 2011: 4.977
  Difusión ICDS 2010: 4.977
  Difusión ICDS 2009: 4.977

Difusión ICDS 2008: 3.977

- ISOC-Economía (Consejo Superior de Investigaciones Científicas - CSIC)
- ICALI (ICAC)
- DIALNET
- ULRICH´S Periodicals Directory
- SUMARIS CBUC (Consejo Superior de Investigaciones Científicas - CSIC)
- EBSCO (Consejo Superior de Investigaciones Científicas - CSIC)
- Catálogo Colectivo COPAC (Reino Unido)
- Catálogo Colectivo SUDOC (Francia)
- Catálogo Colectivo ZDB (Alemania)

2. PUBLICACIÓN *Journal of Management & Organization*

The *Journal of Management & Organization* (JMO) is a major international journal in management and organization. It has a has a high profile international editorial board. JMO provides timely double blind peer review through ScholarOne.

JMO is indexed and abstracted in:

- Social Sciences Citation Index (SSCI) de Web of Knowledge (Thomson-Reuters) Thomson Reuters Social Sciences Citation Index (SSCI). Thomson Reuters Social Scisearch. Thomson Reuters Journal Citation Reports/Social Sciences Edition.

Índices de impacto:

JCR (Journal Citation Report) **2012: 0.463 (5-Yr: 0.687)**

JCR (Journal Citation Report) **2011: 0.393**

JCR (Journal Citation Report) **2010: 0.425**

JCR (Journal Citation Report) **2009: 0.481**

- SCImago Journal & Country Rank (SCOPUS: Elsevier Bibliographic Databases)

  Country**:** Australia

  Subject Area**:** Business, Management and Accounting

  Subject Category**:** Business and International Management Q3, Organizational Behavior and Human Resource Management Q3

  Publisher**:** eContent Management Pty Ltd.

  Publication type**:** Journals. ISSN**:** 18333672

  Coverage: 1995-2012

  H Index: 9

  Índices de Impacto:

  SJR (SCImago Journal Ranking)**: 0.246**

  SNIP (Source Normalized Impact per Paper): **0.360**

- PsycINFO - American Psychological Association
- International Bibliography of Social Sciences – London School of Economics
- APAIS – Australian Public Affairs Information Service
- ProQuest
- ABCD Rank: B

3. PUBLICACIÓN *Journal of Family Business Strategy*

The *Journal of Family Business Strategy* (JFBS) follows a double blind peer review policy. It is a refereed international journal indexed and abstracted in:

- SCImago Journal & Country Rank (SCOPUS: Elsevier Bibliographic Databases)

  Country**:** United Kingdom

  Subject Area**:** Business, Management and Accounting | Economics,

Econometrics and Finance

Subject Category**:** Economics and Econometrics Q3 , Strategy and Management Q2

Publisher**:** Elsevier Limited.

Publication type**:** Journals. ISSN**:** 18778585

Coverage: 2010-2012

H Index: 6

Índices de Impacto (SCOPUS):

SJR (SCImago Journal Ranking)**:** 0.353

SNIP (Source Normalized Impact per Paper): 0.508

- ScienceDirect's Freedom Collection
- The German Academic Association for Business Research (VHBListing)
- The ERA Ranking of the Australian Research Council
- The RePEc Listing
- Cabell´s