

			
VNiVERSiDAD D SALAMANCA	Universidad de Valladolid	universidad de león	UNIVERSIDAD DE BURGOS
Fundado en 1218	Fundado en 1241	Fundado en 1979	Fundado en 1994

Universidad de Valladolid
Facultad de Economía y Empresa
Máster Universitario en
Investigación en Administración y Economía de la Empresa
Curso
2018/2019

**Capacidad de los consejos para generar valor en
empresas de América Latina**

Realizado por el estudiante: Ivelise Domínguez García

Tutelado por los profesores: Dr. López Iturriaga Félix J.
Universidad de Valladolid

Dr. Tejerina Gaité, Fernando
Universidad de Valladolid

Valladolid, 2 de julio de 2020

VºBº Profesor tutor:

Fdo:

Fdo:

Alumno

Agradecimientos

En primer lugar quisiera agradecer a los directores de este Trabajo de Fin de Máster, Dr. Félix J. López Iturriaga y Dr. Fernando A. Tejerina Gaité por el interés que desde el primer momento manifestaron por este estudio y la dedicación con la que lo han dirigido y me han guiado.

Asimismo, quiero agradecer a mi familia, especialmente a mi padre por haberme motivado siempre a emprender este camino y a mi esposo e hijo, por todo el amor, la paciencia y la comprensión que han tenido aún en los momentos difíciles de la investigación.

No sería justo olvidarse de los profesores que impartieron las clases del Máster, todos aportando sus conocimientos para que pudiésemos lograr una investigación digna y alentándonos a continuar siempre aunque fuese arduo.

También quiero agradecer a los compañeros del Máster por todos los momentos de risas y los no tan divertidos, vividos durante esos meses y por la amistades que creamos (Carla, Claudia, Melissa, Laura, Jair, Salvador, Roberto, Valente). Y especialmente hago referencia a Sophie y Margarita, además por la ayuda directa en este TFM.

Título: Capacidad de los consejos para generar valor en empresas de América Latina

Resumen

En esta investigación nos centramos en analizar la repercusión de elementos relacionados con el capital humano (*expertise*, formación, tiempo en el sector, antigüedad, presencia en múltiples consejos) y con el capital social (lazos de conexiones con otras instituciones o individuos) sobre los resultados de la empresa. El estudio se centrará en analizar dicha relación, partiendo de las empresas cotizadas en las bolsas de valores de 7 países latinoamericanos (Chile, México, Brasil, Uruguay, Colombia, Argentina y Perú).

Palabras claves: Gobierno Corporativo, Consejos de administración, Rendimiento Empresarial

Clasificación JEL: G34

Summary

In this research we focus on analyzing the repercussion of elements related to human capital (experience, age of the directors, education, time in the sector, tenure, effect of multiple directorships) and social capital (connection ties with other institutions or individuals) on the company results. The study will focus on analyzing this relationship, based on companies listed on the stock exchanges of 7 Latin American countries (Chile, Mexico, Brazil, Uruguay, Colombia, Argentina and Peru).

Keywords: Corporate Governance, Boards of Directors, Firm Performance

JEL Classification: G34

Índice

1. Introducción	3
2. Marco teórico	6
3. Hipótesis.....	13
3.1. Presencia en múltiples consejos	13
3.2. <i>Expertise</i> de los consejos	18
3.2.1. Edad del consejo	20
3.2.2. Tiempo en el sector.....	22
3.2.3. Procedencia del consejo.....	24
3.2.4. Formación del consejo	26
3.3. Antigüedad del consejo	29
4. Metodología	32
4.1. Muestra.....	32
4.2. Variables	35
4.3. Método	42
5. Conclusiones.....	43
5.1. Limitaciones	44
5.2. Futuras áreas de investigación.....	45
6. Referencias bibliográficas.....	45

1. Introducción

Para toda empresa su principal objetivo es la creación de valor y es el Gobierno Corporativo como sistema institucional quien se encarga de lograrlo, a través de la gobernanza de las relaciones de poder entre los grupos de interés. Para alcanzar este propósito, nosotros consideramos como elemento relevante a investigar en esta ocasión, a la capacidad del consejo para generar valor.

Para Pearce & Patel (2018), las teorías existentes analizan cómo los consejos de administración supervisan el comportamiento gerencial (Teoría de la Agencia), ayudan a asegurar recursos valiosos para mejorar el rendimiento de la empresa (Teoría de Dependencia de Recursos) o influyen individualmente según sus características de los consejeros en los resultados organizacionales (Teoría de los Eslabones Altos) (Hiebl, 2014).

Algunas investigaciones no se enfocan en el estudio de una sola de estas teorías o de estudiarlas por separado, tal es el caso del trabajo de Prieto (2011), quien se concentra en analizar la Teoría de la Agencia en unión de la Teoría de los Eslabones Altos, de esta manera considera al director general desde la perspectiva de ser un recurso enmarcado en una determinada posición organizativa. Por su parte Nicholson & Kiel (2007) manejan en su investigación varias teorías a la vez de manera integradora.; adoptándose un enfoque multiteórico.

Otro aspecto importante a considerar es la región (y sus antecedentes) en la que se enmarca una investigación. Como resultado de una serie de conmociones corporativas en los últimos años, que van desde grandes crisis financieras de las principales economías del mundo hasta una serie de escándalos de gobierno corporativo en Europa y Estados Unidos; los países latinoamericanos han comenzado a introducir reformas de gobierno

corporativo. No obstante, el ritmo de estas reformas no ha sido uniforme en todas las naciones de la región. En su mayor parte, América Latina no se ha involucrado del todo en reformas institucionales en los mercados financieros, dejando a las empresas de la región en una posición difícil desde el punto de vista de reunir capital en un mercado global cada vez más competitivo (Chong & Lopez-de-Silanes, 2007). Las prácticas adecuadas de un gobierno corporativo ayudan al desarrollo de los mercados de capitales y colaboran con las fuerzas de mercado para la obtención de contratos eficientes, desarrollo económico, crecimiento y productividad (Lefort & Walker, 2000).

El marco conceptual clásico del problema de agencia y los mecanismos de control no aplica en los países latinoamericanos. En este entorno el problema de agencia no surge de las diferencias de intereses entre los gerentes y los dueños, sino entre los dos grupos de accionistas (los mayoritarios y los minoritarios). Como resultado, los de mayor poder (accionistas mayoritarios) se benefician gracias a los otros a través de la expropiación, el nepotismo y la corrupción política (Santiago et al., 2009). Estos autores también argumentaron que dicho problema surge de dos fuentes: el sistema legal no protege a los accionistas minoritarios porque las leyes son insuficientes o no se ejercen, y además la estructura de gobierno corporativo de las compañías cotizadas en la bolsa pública, aísla a los grandes accionistas de las amenazas de la supervisión.

Bajo todos estos supuestos, nosotros nos proponemos dar respuesta a la relación que existe entre la capacidad del consejo de administración y el rendimiento empresarial. Para ello hemos desagregado el concepto capacidad en tres elementos: presencia en múltiples consejos, expertise y antigüedad del consejo. Así mismo concebimos al concepto expertise desde cuatro aristas: edad del consejo, tiempo en el sector, procedencia y formación del consejo. Para realizar nuestro análisis, hemos utilizado una muestra de 150

empresas que cotizan en las Bolsas de Valores de Argentina, Chile, Colombia y Perú, en el periodo de tiempo del 2009 al 2019.

Sin embargo, a pesar de pertenecer todos a la misma región, no abordan el tema del gobierno corporativo de forma similar (OECD, 2015):

- En Brasil tanto las empresas estatales como las privadas se rigen por la ley de Sociedades de Brasil (Ley 6404/76) y los miembros de la junta son elegidos previamente por el Ministerio de Planificación, los accionistas minoritarios, los empleados y el ministerio de línea correspondiente.

- En el caso de Chile, el consejo del Sistema de Empresas (SEP) es responsable de la designación y remoción de los miembros de *State-Owned Enterprise* (SOE) de la junta directiva.

- Por su parte en Colombia, el proceso de nominación difiere tanto entre los diferentes ministerios como dentro de ellos.

- En México, los nombramientos de la junta directiva están regulados por la Ley Federal de Entidades Paraestatales (LPE).

- Asimismo, Perú ha establecido un marco legal detallado para la nominación y el nombramiento de los miembros de la junta de SOE bajo la autoridad del Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE).

- Y en contraposición Argentina, no tiene requisitos obligatorios para un proceso formal de nominación y solo las compañías que cotizan en bolsa o aquellas involucradas en los mercados de capitales requieren la existencia de comités de nominación.

- En Uruguay, el artículo 187 de la Constitución establece que los miembros de la junta de SOE son nombrados por el Presidente de acuerdo con el Consejo de Ministros; mientras que es necesaria la aprobación previa de tres quintos del Senado.

2. Marco teórico

El interés por la investigación en diversos temas financieros es cuestión de siglos. Sin embargo, a partir de la década de los 80 la literatura se ha orientado hacia temas como el gobierno corporativo (Camargo et al., 2018). Los factores que facilitan nuestra comprensión sobre la composición y efectividad de los consejos de administración, es entonces una temática recurrente (Hillman et al., 2011).

En la literatura sobre gobierno corporativo, un tópico dominante es la relación entre los consejos y el desempeño de la empresa. Sin embargo, Dalton et al. (1998) consideran que hasta esa fecha y después de cientos de estudios, la evidencia empírica para esta relación continuaba sin ser concluyente. Incluso algunos académicos como Finkelstein et al. (2008), refieren que dicha relación puede tener elementos ínfimamente conexos como para ser significativa.

Asimismo, instituciones tan prestigiosas como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2004) consideran que el gobierno corporativo es el elemento clave para mejorar la eficiencia económica y el crecimiento de las empresas, debido a que implica una serie de relaciones entre la dirección de la compañía, el consejo de administración, los accionistas y el resto de *stakeholders*.

Estas relaciones han sido analizadas y desarrolladas por la Teoría de la Agencia (Jensen & Meckling, 1976). Asimismo, otros académicos como Daily et al. (2003) exponen que la Teoría de la Agencia es la lente teórica dominante a través de la cual se ven los mecanismos de gobierno. Incluso, Zajac & Westphal (2004) llegan a sugerir que el gobierno corporativo y la teoría de la agencia son en su esencia equivalentes.

Jensen & Meckling (1976) argumentan que dentro de los principios fundamentales de la Teoría de la Agencia, se encuentra que los consejos independientes contribuyen al control

del comportamiento de los ejecutivos, alegando que esta actividad ayuda a reducir los costes de agencia y mejora el desempeño de la empresa, porque de no hacerse, los gerentes pueden perseguir intereses personales a expensas de los intereses de los accionistas. La base teórica de la función de control del consejo se deriva de la Teoría de la Agencia, que describe el potencial de los conflictos de intereses derivados de la separación de la propiedad y el control en las organizaciones (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976).

La Teoría de la Agencia también contempla la necesidad de la presencia de consejeros externos, fundamentando que son supervisores más imparciales de la dirección o directivos, lo que posibilita un mejor desempeño para la compañía (Fama & Jensen, 1983). No obstante, también es conocido que los consejeros externos que tienen un historial con la empresa (afiliados), carecen de la independencia necesaria para controlar la gestión adecuadamente (Daily et al., 1999). Obviamente en un consejo, el estado externo de algunos de sus consejeros predice una mayor independencia que el estado interno; sin embargo, la afiliación de algunos consejeros con la empresa, posiblemente disminuya la objetividad de un consejero externo en el control (Hillman et al., 2011).

Otro elemento sustancial de la Teoría de la Agencia, que sin duda repercute en el desempeño de la empresa, es el hecho de que un consejero al servir en un consejo durante varios años, ve comprometida su independencia. Una tenencia prolongada, pudiera permitir que la administración de la empresa coopte a los consejeros (Hillman et al., 2011). Esta situación se agrava, si además los independientes sirven en múltiples consejos, pues se reduciría el tiempo y el nivel de atención que dedican a sus obligaciones dentro de cada consejo (Lublin, 2001).

Además de supervisar, los consejeros tienen la función de administrar los diferentes tipos de recursos de sus empresas a través de la toma de decisiones, a lo cual debiera apoyar

todo el consejo. La base teórica de la función de provisión de recursos del consejo, la encontramos en la Teoría de la Dependencia de los Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978). Ésta resalta el papel de la dependencia de los recursos de los consejeros en brindar asesoramiento y acceso a recursos importantes (Davis & Cobb, 2010). El papel fundamental de los estudiosos sobre esta teoría, radica en analizar cómo los consejeros proporcionan recursos a la empresa, partiendo del capital del consejo (Dalziel et al., 2011).

Aun sabiendo que, tanto en la teoría como en la práctica, los consejeros desempeñan ambas funciones tan necesarias para el desempeño de sus empresas, es muy común que los investigadores de una y otra teoría las estudien individualmente (Hillman & Dalziel, 2003). Esto seguramente pudiera impedir la formación de un juicio integral de la problemática a estudiar, en relación con la implicación directa hacia la organización. Los investigadores Hillman & Dalziel (2003) sugieren que esta integración es muy importante cuando se investiga la influencia del consejo en el resultado de la empresa.

Igualmente otro grupo de investigadores (Kroll et al. 2008), exponen sobre este particular que la consideración simultánea de la supervisión y la experiencia del consejero, puede ampliar la comprensión de la influencia del consejo en los resultados. Por esto, analizar elementos de capital humano (conocimiento, habilidades y experiencias) y social (capacidad de los consejero para acceder a los recursos a través de las relaciones, que pueden construirse entrelazando los lazos de la dirección) (Hillman & Dalziel, 2003), contribuye a la mejora del control del consejo por parte de los consejeros y a la vez proporciona un crecimiento de los recursos (Chen et al., 2016), lo cual repercute en el desempeño adecuado de la empresa.

También desde la perspectiva de la agencia, la figura del consejero interno es muy significativa. A pesar de estar menos dispuestos que los externos a desempeñar la función

de supervisión, producto de las afiliaciones con los más altos directivos de la empresa, participan en la toma de decisiones estratégicas de la empresa (Dalziel et al. 2011). Pese a la significativa posición que posee un consejero interno dentro de un consejo y su compromiso estratégico, tienden a no reconocer la necesidad de cambios significativos en la dirección estratégica de la empresa, respaldando así estrategias anteriores (Chen et al. 2016).

Mientras que por otro lado, desde la perspectiva de la dependencia de los recursos, los consejeros internos podrían también afectar el desempeño de la empresa. Según Chen et al. (2016) los internos podrían provocar un retroceso en la comunicación y apertura a la información externa, restringiendo su visión del entorno, debido a que están mucho más familiarizados con los mecanismos internos de la empresa.

Por su parte, la figura del consejero independiente, al pertenecer a diversas instituciones, posee un gran nivel de comunicación con el exterior; por lo que puede atraer recursos externos, diversificando los ya existentes e iniciando nuevas relaciones comerciales vitales para el crecimiento (Kor & Sundaramurthy, 2009). Por tales motivos, no parece conveniente analizar a unos u otros por separado, sino a la influencia de las gestiones de cada miembro del consejo en el desempeño de la empresa.

Igualmente, dentro de toda esa enramada de relaciones e intereses, individuales y colectivos, que existen en una empresa, podemos introducir la Teoría de los *Stakeholders*; debido a que pretendemos realizar el estudio considerando a cada miembro del consejo y la relación que guardan con el desempeño de la empresa. La teoría argumenta que una empresa debe crear valor para todos los interesados, no solo para los accionistas (Freeman, 1984).

Esta teoría permite pensar en un nuevo paradigma empresarial, donde existe una comprensión de la empresa en plural. Por tanto, la empresa no es solo la relación (accionista o propietario), o (propietario y trabajadores), sino que la empresa debe ser entendida desde la pluralidad de los agentes que intervienen en ella y que por tanto la hacen posible (González, 2007). Este enfoque persigue ser un instrumento para cubrir las necesidades de todos los grupos de interés o *stakeholders* de la empresa (Puentes et al. 2009) .

Otro enfoque teórico que también se ha encargado de analizar y explicar la relación entre los consejos de administración y el rendimiento de la empresa, es la llamada Teoría de los Eslabones Altos o Alta Dirección (*Upper Echelons*). La misma establece que las características del equipo directivo son factores determinantes en las elecciones estratégicas y, a posteriori, en el desarrollo de la empresa (Hambrick & Mason, 1984). Para Hambrick & Mason (1984) precursores de esta tesis, los altos ejecutivos son muy importantes, pues las organizaciones serán un reflejo de sus equipos de alta dirección (Carpenter et al., 2004; Hambrick, 2007; Hiebl, 2014)

En la investigación de Prieto (2011) se expone que este enfoque aborda el tema de la existencia de múltiples objetivos individuales y grupales que entran en conflicto dentro de la empresa, lo cual influye en la toma de decisiones estratégicas y en el consecuente rendimiento de la empresa. Asimismo manifiesta que debido a la idea anterior, las decisiones se encuentran vinculadas a las aspiraciones que los individuos posean, al conocimiento de las alternativas y las probables consecuencias de dichas alternativas.

De esta idea se puede deducir que variables relacionadas con la formación, el conocimiento o la experiencia laboral, entre otras características personales de los consejeros, pudieran dar explicación a la relación entre el comportamiento de los consejos de administración y el desempeño empresarial. Y efectivamente, Hambrick & Mason

(1984) plantean que las características de los equipos directivos influyen en las decisiones estratégicas, apuntando un grupo de variables (la edad, la experiencia funcional, otras experiencias profesionales, la educación formal, la heterogeneidad del equipo directivo, las características psicológicas, la procedencia socioeconómica y la posesión de acciones de la empresa) que se vinculan con la elección de la estrategia.

Partiendo de esta teoría, Tang et al. (2016) manifiestan que existe una relación positiva entre el estatus de CEO fundador y la toma de riesgos de la empresa, lo cual finalmente repercute en su desempeño; y que a su vez dicha relación pudiera ser moderada por ciertos factores internos o externos (edad, dualidad, entre otros) que influyen en la confianza que puede tener un CEO. Del mismo modo concluyen que esta relación positiva se debilita cuando el CEO es más joven, cuando el CEO también preside el consejo de administración y cuando el entorno de tareas del CEO es menos incierto, menos complejo y más generoso.

En este enfoque de la Alta Dirección, al igual que en otras importantes teorías antes mencionadas, también Hambrick & Mason (1984) consideran que el estudio de todo un equipo tiene la ventaja adicional de permitir la investigación de las características de dispersión, como la homogeneidad y el equilibrio.

No obstante, la Teoría de las Altas Direcciones ha recibido diversas críticas que van desde llamar la atención sobre la necesidad de una rápida transición de los estudios descriptivos causales a los estudios explicativos causales en el campo de investigación de la Alta Dirección (Oppong, 2014), hasta la falta de conclusiones unánimes sobre cómo las características demográficas directivas influyen en la estrategia empresarial (Daellenbach et al., 1999; Daily et al., 2000; Wally & Becerra, 2001; Certo et al., 2006; Escribá et al., 2009; Nadkarni & Herrmann, 2010).

En consonancia con todo lo expresado hasta el momento, Dulewicz & Herbert (2004) afirman que las principales teorías que se usan en investigación sobre gobierno corporativo son, «individual y colectivamente, inadecuadas o incompletas». Asimismo, según Stiles & Taylor (2001) una única teoría, por sí misma, no reúne íntegramente cada acción del consejo de una empresa. Análogamente con lo anterior, otros autores como Nicholson & Kiel (2007) utilizan en sus estudios varias teorías a la vez con propósito comparativo y/o integrador. De esta forma, se adopta un enfoque multiteórico fundamentado en la contribución que cada teoría puede hacer a la cuestión investigada. En nuestra investigación se tomará esta última posición.

Ejemplo de esta integración de los enfoques teóricos convencionales, es el caso de la investigación de Hillman & Dalziel (2003), quienes llaman la atención sobre las limitaciones de la teoría de la agencia y sugieren que sea realzada con elementos de la teoría de la dependencia de los recursos. En este estudio, sus autores predicen que el capital humano y relacional del consejo (capital del consejo) puede ser el antecedente primario del cumplimiento de la función del consejo.

En correspondencia con todo esto, nuestro trabajo tendría varias peculiaridades. Primero, es preciso mencionar que en investigaciones previas se habían valorado solamente algún que otro elemento (Yermack, 1996; Zajac & Westphal, 2004; Adams & Ferreira, 2009; Brick & Chidambaran, 2010; Cook & Wang, 2011; López & Morrós, 2014; Chen et al., 2015), de los que nosotros analizamos, en consonancia con las investigaciones de Hillman & Dalziel (2003), Singh (2007) y Dalziel et al. (2011); por lo que consideraremos elementos del capital humano de los consejeros (*expertise*, experiencia, conocimiento y habilidades) y capital relacional o social (recursos potenciales integrados y disponibles a través de vínculos de redes personales con constituyentes en el medio ambiente), lo cual

puede ayudar para predecir la influencia en el consejo con relación al desempeño de la empresa.

Segundo, adscribiéndonos a la sugerencia de Dalziel et al. (2011), analizaremos las experiencias e intereses de cada consejero individualmente antes de agregar consejeros en conjunto; lo cual significa medir la independencia de cada uno y su capital (humano y relacional) antes de agregar consejeros en grupos o predecir su influencia. Eso permitiría poder obtener dos grupos de resultados, individuales y colectivos.

Y por último, teniendo en cuenta que esos elementos estudiados mayormente se han enfocado en países desarrollados (Hillman & Dalziel, 2003; Hopt & Leyens, 2004; Singh, 2007; Dalziel et al., 2011; López & Morrós, 2014; Reguera-Alvarado & Bravo, 2017; Reguera-Alvarado et al., 2017;) y en empresas de algún tipo de sector en particular (Singh, 2007; Dalziel et al., 2011; Zona et al., 2013; Kagzi & Guha, 2018), nosotros abarcaremos una población de todas las empresas cotizadas en las bolsas de valores de siete países de América Latina, y además dichas empresas pertenecen a un grupo amplio de sectores. Por esto consideramos que nuestro estudio tendrá un vasto alcance.

3. Hipótesis

3.1. Presencia en múltiples consejos

En investigaciones previas se ha analizado el asunto de la independencia de los consejos y su nivel de correspondencia con el desempeño de una empresa (Gompers et al. 2003; Choi et al. 2007; Mayoral & Segura 2008). Este tema también se encuentra recogido, cada vez con mayor fuerza y constancia, en las regulaciones empresariales y los códigos de buen gobierno de las diferentes instituciones y países (Report Cadbury 1992; FIAB 2015; OCDE 2016). No obstante, la literatura aún mantiene opiniones divididas sobre este particular.

Para López & Morrós (2014) dicha falta de evidencia concluyente pudiera atribuirse a cuatro razones: flexibilidad en la definición de independencia; la composición del consejo pudiera ser determinante, pero también el resultado del desempeño, la limitación de la visión del consejo como medio de supervisión sin considerar las habilidades cognitivas y, por último, la inadecuada combinación de los diferentes niveles de análisis.

Nosotros, a pesar de concordar con estos cuatro criterios, nos centraremos en las dos últimas razones, pues consideramos que revisten una importancia crucial en relación con el desempeño de la empresa y es donde podríamos brindar algún aporte. Nuestro análisis se centrará, básicamente, en dos aspectos: reputación y dedicación de los consejeros independientes que pertenecen a varios consejos.

En primera instancia, pareciera que el consejero independiente, por su función de supervisor, es un ente beneficioso para el desempeño de la empresa (Almazan & Suarez, 2003; Adams & Ferreira, 2007), al no tener vínculos con los distintos grupos de interés, pero ese no es solamente el rol de esta figura (Kim et al. 2009). En las investigaciones de Coles et al. (2008) y Guest (2008) se encuentra que los consejos con mayor proporción de consejeros independientes, son aquéllos cuyas empresas necesitan un mayor grado de asesoramiento.

También este enfoque es consistente con Kim & Cannella (2008) quienes definen a los consejeros independientes como un activo estratégico para las empresas, debido al conglomerado de conocimiento, información, experiencia y relaciones que poseen con otras instituciones. Mientras que para Brick & Chidambaran (2010), los consejeros independientes contribuyen muchísimo más a la creación de valor de las empresas a las que pertenecen, debido en mayor medida a la habilidad en la asesoría que cada uno de ellos posea, que a su función de supervisión. Asimismo Fich & Shivdasani (2006) exponen que el grado de aporte de esta figura a la empresa depende no solo de las

habilidades que posean, sino también del tiempo y el esfuerzo que dedican a la preparación de las reuniones.

Al considerar los resultados de cada uno de estos estudios, se puede concluir que el nivel de efectividad de un consejero independiente es la combinación más eficientemente posible que se pueda alcanzar, entre su reputación y su dedicación. De ahí, que la presencia de estos consejeros en múltiples consejos tenga tanto una dimensión positiva como una dimensión negativa.

El efecto reputación de los consejeros ha sido motivo de análisis en investigaciones tan prestigiosas como los documentos seminales de Fama (1980) y Fama & Jensen (1983). Este efecto reputación, significa que cada consejero independiente aporta a la creación de valor de las empresas a las que pertenece, según su prestigio, conocimiento, relaciones y experiencia. Consecuentemente, cuanto mayor sea el nivel de reputación de los consejeros independientes mayor número de nombramientos a diversos consejos obtendrán. Y a su vez, la cantidad de consejos a los que pertenece un consejero independiente dependerá de su reputación y habilidades comerciales (López & Morrós, 2014). Y tal como lo aseveran Cook & Wang (2011), este hecho depende más de sus habilidades, que del acceso a la información que los consejeros independientes puedan tener. Asimismo Reguera-Alvarado & Bravo (2017) consideran que los consejeros que se sientan en varios consejos suelen adquirir un conocimiento más amplio sobre estrategias corporativas en sentido general.

Ferris et al. (2018) encuentran que para los consejeros independientes, la acumulación de puestos en otros consejos se relaciona positivamente con el desempeño de la empresa, el tamaño de la empresa, la educación del consejero y el estado del CEO, y negativamente con la edad de la empresa. Profundizando aún más, el estudio de Perry & Peyer (2005) expone que para un grupo específico de empresas (financieras, mismo sector o con

posibilidades de crecimiento), se aumenta el valor de la empresa del consejero que pertenece a otros consejos. Otro grupo de investigadores Ferris et al. (2003) concluyen que al anunciar una empresa el nombramiento de un consejero independiente que ha pertenecido o pertenece a otros consejos, las acciones de dicha empresa advierten retornos anormales positivos.

No obstante el aspecto positivo del efecto reputación de los consejeros independientes al pertenecer a múltiples consejos, también existe un aspecto negativo, el efecto dedicación. Debido a que la cantidad de consejos a los que un consejero pertenezca, pudiera reducir la dedicación de éstos y por consiguiente, afectar negativamente al desempeño de la empresa. Pues, además de otras funciones, tendrían que asistir a un mayor número de reuniones y dedicar una mayor cantidad de tiempo a la preparación de estas reuniones, no pudiendo atender adecuadamente sus crecientes obligaciones. Por lo tanto, se restringiría la capacidad de estos consejeros de proporcionar asesoramiento útil y contribuir a decisiones estratégicas importantes (Carpenter & Westphal, 2001; Harris & Shimizu, 2004).

Sosteniendo este punto de vista, encontramos el estudio de Ferris et al. (2003), quienes plantean que a medida que los consejeros acumulan más consejos en otras empresas, podrían estar demasiado ocupados para llevar a cabo sus funciones. Por su parte, Adams & Ferreira (2009) concluyen que el costo de oportunidad del tiempo de los consejeros independientes aumenta con su presencia en más consejos. En torno a esta idea se pronuncian Fich & Shivdasani (2006), quienes exponen un hallazgo concluyente sobre este particular: cuando los consejeros pertenecen al menos a tres consejos, estas empresas tienen un desempeño más bajo y un peor gobierno corporativo.

Consecuentemente con este planteamiento, otro grupo de investigadores exponen similares resultados. Tal es el caso de Jackling & Johl (2009), quienes demuestran que la

presencia en múltiples consejos guarda una relación negativa con el rendimiento de empresas indias. En el caso de empresas estadounidenses, el efecto marginal de nombrar a un consejero para un nuevo consejo está disminuyendo e incluso puede volverse negativo cuando se exceden de tres consejos (Masulis & Mobbs, 2011). Mientras que para López & Morrós (2014), en empresas españolas, alcanzado un cierto umbral en torno a los cuatro consejos, los consejeros no pueden atender adecuadamente sus crecientes obligaciones, con la consiguiente disminución de la eficiencia. También en empresas malasias, según Haniffa & Hudaib (2006) se perciben retornos anormales positivos, cuando algunos consejeros independientes con presencia en múltiples consejos se retiran de éste.

Por todo lo expuesto, podemos concluir que la presencia de los consejeros independientes en múltiples consejos y su relación con el rendimiento de las empresas, exhibe dos aristas. Por un lado, existen sobrados y justificados motivos que apuntan hacia el efecto positivo de esta relación, en cuanto al resultado de la reputación. Mientras que por el otro lado, también se fundamenta consistentemente su efecto negativo, correspondiente al nivel de dedicación. Nosotros, al igual que López & Morrós (2014), consideramos que es posible una combinación de ambos efectos, donde inicialmente el efecto de reputación puede prevalecer hasta un determinado umbral, después del cual la acumulación de demasiados consejos convierte la relación en negativa. En consecuencia, establecemos la siguiente hipótesis:

H₁: Existe una relación no lineal entre el número de consejos a los que pertenecen los consejeros independientes y el rendimiento de la empresa.

3.2. *Expertise* de los consejos

El *expertise*, es un tema desarrollado dentro del gobierno corporativo, pero escasamente analizado como elemento fundamental para el desempeño de las empresas, sino como la experiencia que poseen los miembros de los consejos. También, en muchos casos, solo es analizado para algunos de los consejeros de un consejo.

Tal es el caso del estudio de Adams & Ferreira (2007) para cuarenta países. Esta vez, ellos analizan a la figura del CEO de manera comparativa con el resto del consejo y se detecta que el asesoramiento del consejo aumenta el valor de la empresa porque el *expertise* del consejo es complementario al del CEO; es decir, deben combinarse ambos. Por su parte, Faleye et al. (2011) exponen que el *expertise* de los consejos y/o el intercambio de información entre el CEO y los consejeros son cruciales para obtener mejores resultados.

Asimismo, en el caso de las empresas malasias, Haniffa & Hudaib (2006) concluyen que la mayoría de los consejeros externos no se seleccionan debido a su *expertise*, sino más a menudo por razones políticas, para legitimar actividades comerciales y para contactos y contratos. Además, concluyen que aunque el mercado en Malasia percibe negativamente los grandes consejos, estos benefician a las empresas debido al *expertise* que la impregnan. Esta última tesis es consistente también con las investigaciones de Goodstein et al. (1994).

Por nuestra parte, si consideramos que el vocablo *expertise* se refiere a un conjunto de capacidades, tales como sabiduría, práctica prolongada que proporciona conocimiento, experiencia y habilidad para desarrollar cierta actividad, nos percatamos de que para poder desarrollar una investigación centrándonos en el *expertise*, debemos considerar diversos elementos. A nuestro juicio, los elementos que de una manera más eficiente

miden el *expertise* de los consejos son: la edad, el tiempo en el sector, la procedencia y la formación de cada miembro del consejo, los cuales indudablemente influyen en el rendimiento de sus empresas. Elementos estos que en estudios previos (Kim & Cannella, 2008; Bermig & Frick, 2010; Easterwood, Ince, & Raheja, 2012) son analizados como características demográficas y/o socioeconómicas, pero que nosotros consideramos que son más que un mero dato y que influyen de manera directa en el rendimiento de las empresas.

Farag & Mallin (2018) analizaron la influencia de la edad, la experiencia del consejo, la experiencia profesional, el nivel educativo y el género del CEO, sobre el riesgo corporativo para empresas chinas. Igualmente Hoseini et al. (2019) se enfocaron en la estructura del gobierno corporativo, como uno de los elementos importantes a considerar en función de diferentes características como el porcentaje de mujeres, la experiencia y la gestión, para empresas iraníes.

Dalziel et al. (2011) sugieren que considerar el capital humano de los consejeros (*expertise*, experiencia, conocimiento y habilidades) y el capital relacional (recursos potenciales integrados y disponibles a través de lazos de redes personales) también puede ayudar a predecir la influencia del consejo.

Por su parte, los investigadores Kagzi & Guha (2018) se propusieron con su trabajo avanzar en la exploración mediante el examen de la naturaleza lineal y no lineal de la relación entre la diversidad demográfica del consejo (género, edad, tenencia y educación) y el rendimiento de las empresas indias. Sus resultados indican que existe una relación lineal positiva entre el índice general de diversidad demográfica del consejo y el desempeño de la empresa.

En el documento de Matthew et al. (2010) se examinan características socioeconómicas, tales como la educación universitaria de élite, membresías de clubes deportivos y/o recreativos, la riqueza y múltiples direcciones de los consejeros de las corporaciones más grandes de Gran Bretaña. Estas asociaciones son consistentes con la idea de que los recursos sociales de los consejeros les permiten superar los problemas de acción colectiva y les proporcionan las motivaciones para afiliarse.

A continuación y siguiendo nuestra visión sobre el tema, desagregamos la variable *expertise* en los cuatro factores antes mencionados:

3.2.1. Edad del consejo

Tal como mencionábamos anteriormente, la edad de los miembros del consejo se considera en la literatura previa como una característica demográfica. Sin embargo nosotros, a pesar de estar de acuerdo también con aquella definición anterior, la abordaremos como parte significativa del *expertise* del consejo de una empresa. En consonancia con nuestro planteamiento se encuentra el estudio de Acharya & Pollock (2013) quienes exponen que la edad, el género, el estatus de CEO y la educación están relacionados con el prestigio y, por lo tanto, con la capacidad de un individuo de obtener múltiples nombramientos.

Consecuentemente, en buena parte de la literatura previa se analiza la edad de algunos de los miembros del consejo, mientras nosotros nos proponemos hacerlo para todo el consejo. Consistentemente con esta idea encontramos el estudio de Coles et al. (2008) quienes entre otros factores, para analizar los determinantes de la composición del consejo en empresas con alto grado de I+D, incluyen la edad como característica del CEO. También Easterwood et al. (2012) en su análisis de la evolución de los consejos de

empresas estadounidenses que experimentan una disminución en su rendimiento; contemplan la edad solo para la figura del CEO.

El estudio de Hambrick & Mason (1984) aborda la relación de la edad del consejero general (CEO) con el nivel de riesgo de las estrategias implementadas, lo cual obviamente repercute en el desempeño empresarial. En este caso se manifiesta que los consejeros de mayor edad suelen ser más conservadores, menos arriesgados, ya que suelen utilizar las estrategias que tradicionalmente han llevado a cabo en la organización; mientras que los más jóvenes suelen tener comportamientos más audaces que llevan a resultados más volátiles.

Por su parte, Ferris et al. (2018) proporcionan un análisis sobre qué factores personales y de las empresas, explican que los individuos obtengan múltiples puestos en el consejo; dentro de los que se encuentran la edad, aunque como en la mayoría de los estudios enfocada en los CEOs. Mientras que en investigaciones como Van Knippenberg et al. (2004) se analiza el factor edad, pero desde el punto de vista de la diversidad grupal y cómo afecta a los resultados de las decisiones.

Por su parte Kagzi & Guha (2018) analizan los efectos de las algunas variables de diversidad individual del consejo y encuentran una relación positiva entre la diversidad en la edad del consejo y el desempeño de la empresa. Esta idea también se refleja en la investigación de Fernández & Tejerina (2020), quienes concluyen que la diversidad de edad tiene un efecto positivo en el desempeño de la empresa tanto en consejeros internos como externos.

Sobre analizar este factor como parte de la diversidad, según Zona et al. (2013) existen dos enfoques: tratarlo ampliamente, en lugar de sobre un tipo particular (por ejemplo, diversidad de edad) y tratar cada variable de diversidad demográfica como una

construcción teórica distinta sobre la base del argumento de que diferentes tipos de diversidad pueden producir diferentes resultados. Nosotros, al igual que Pelled (1996), nos adscribimos de alguna manera a la segunda idea.

También hacemos una analogía con el trabajo de Post et al. (2011) quienes investigan sobre la edad y las diferencias generacionales en la información, las actitudes y los comportamientos con respecto a los problemas ambientales. En su tesis, ellos detectan una relación curvilínea con la ECSR (*Environmental Corporate Social Responsibility*), de forma que cuando la edad promedio de los consejos es inferior o superior a 56 años, se reduce el nivel de divulgación.

Nuestra hipótesis es que existen umbrales de edad que benefician o limitan el adecuado desempeño de las empresas, de tal manera que los consejeros más jóvenes al no tener la formación y la madurez profesional suficiente, no podrán contribuir de un modo óptimo al desempeño de la empresa. Asimismo, consideramos que alcanzada cierta edad los consejeros se encuentran demasiado sesgados por sus juicios personales y son reacios al cambio. Por tanto un consejo debiera tener una adecuada combinación de consejeros según sus edades, que contribuya al buen desempeño de la empresa. En correspondencia planteamos que:

H_{2a}: Existe una relación no lineal entre la edad de los consejos y el rendimiento de la empresa.

3.2.2. Tiempo en el sector

En primera instancia, adoptamos la definición de Kor & Misangyi (2008) quienes expusieron que la experiencia específica en la industria da lugar a un conocimiento tácito sobre la estructura, la tecnología, las condiciones competitivas, las necesidades del

cliente, las capacidades y las regulaciones del proveedor. Consideramos que esta idea se puede extrapolar a cualquier sector en particular.

En un estudio realizado por Cassar (2014) se sugiere que el capital humano de cada individuo pudiera ser mejorado desde el conocimiento adquirido sobre el negocio y su entorno. Este es el caso de los miembros del consejo cuya experiencia acumulada por los años que han permanecido incursionando en un sector en particular, se ve con seguridad reflejada en el desempeño de su empresa.

Los investigadores Kroll, et al. (2008) argumentan que cuando un consejero independiente tiene la suficiente experiencia en un sector, contribuye mucho más en el desarrollo de la estrategia de la empresa y como consecuencia en el rendimiento de ésta. Por su parte, Hitt et al. (2006) exponen que a través de la experiencia, los consejeros independientes pueden desarrollar el conocimiento de las oportunidades de expansión en nuevos mercados, tanto nacionales como extranjeros, y el conocimiento de cómo gestionar las relaciones y las operaciones en el nuevo entorno.

En su trabajo, Cassar (2014) explica que una mayor experiencia específica en la industria de los miembros de un consejo, da como resultado una mayor precisión y por consiguiente un mejor desempeño de la empresa. Sin embargo, Prieto (2011) manifiesta que quienes han desarrollado toda su vida profesional dentro del mismo sector, sienten una mayor lealtad a la forma de proceder a la que están acostumbrados e intentarán siempre realizar estas mismas actividades en los sectores y empresas en los que desarrollen su labor.

Algunos investigadores enmarcan sus estudios en un sector en particular; tal es el caso de Kor & Sundaramurthy (2009) quienes concluyen que las experiencias específicas de los consejeros independientes en la industria les ayudan a detectar oportunidades emergentes en la misma. Así como Cassar (2014), que expone que el acceso a información relevante

y más precisa por parte de los consejeros independientes, puede ser posible si poseen la experiencia específica de un sector en particular.

También Kroll, et al. (2008) plantean que en correspondencia con sus funciones, los consejeros independientes son más capaces de introducir elementos críticos acerca del entorno de la industria, logrando que el consejo se enfoque en las áreas más importantes y relevantes. Por su parte, para Kor & Sundaramurthy (2009), una vez que un independiente está posicionado en una industria en particular, llegan a desarrollar un nivel de conexiones con los actores de la misma, de tal manera que les permite ayudar a la empresa a adquirir recursos críticos y necesarios para su buen desempeño.

Por su parte, los investigadores Chen et al., (2016) demostraron que existe una relación positiva entre la experiencia específica en la industria de los consejeros independientes y la internacionalización, tomando como muestra empresas taiwanesas. Su análisis se basó en que los independientes con experiencia específica en la industria están motivados por su estatus independiente y preparados por su experiencia en el sector y el acceso a recursos críticos. Nosotros hacemos una analogía con esta idea y planteamos la siguiente hipótesis:

H_{2b}: existe una relación positiva entre el tiempo que el consejo lleva trabajando en el sector y el rendimiento de la empresa.

3.2.3. Procedencia del consejo

Resulta generalmente aceptado que formar parte del consejo de alguna empresa, siendo accionista o no, otorga cierto grado de prestigio a la luz pública y aún más si se tratase de alguna empresa reconocida. Como contrapartida, si ese individuo proviene de alguna familia adinerada, es egresado de algún centro de estudios altamente reconocido o es una

figura pública (ya sea por la política, las artes, el deporte o los negocios), en ese caso la empresa en cuestión también recibe cierto grado de prestigio.

La historia pasada de los miembros de un consejo de administración es un elemento importantísimo para el desempeño de la empresa. No obstante, este tema ha sido poco analizado, en comparación con otros sobre la composición de los consejos.

Según Hillman et al. (2008) las maneras en que funcionan las múltiples características vinculadas a la procedencia de los consejeros, pueden ayudar a aclarar los efectos diferenciales (la experiencia, la amistad con el CEO y los vínculos con organizaciones externas, etc.) existentes entre ellos. La influencia de estas características puede depender de la composición del consejo o del tipo de decisión que se discute.

Sobre este particular Hambrick & Mason (1984) consideran que los consejeros pudieran encontrarse muy influenciados por las áreas en las que han desempeñado la mayor parte de su vida profesional. Ellos aprecian este asunto desde dos puntos de vista: consejeros con experiencia mayoritaria en lo que llaman «*throughput functions*» (contabilidad, producción, ingeniería de procesos) quienes favorecen estrategias que buscan mejorar la eficiencia de la empresa y, por otro lado, consejeros con más experiencias en las «*output functions*» (desarrollo de productos, marketing, ventas e investigación) quienes favorecen la búsqueda del crecimiento de la empresa y de nuevas oportunidades de inversión (Prieto, 2011).

Por su parte Stearns & Mizruchi (1993), desarrollan una original teoría que perfila el tipo de experiencia financiera del consejo, para comprender cómo las características de los consejeros afectan a la financiación empresarial, en lugar de utilizar argumentos generales sobre el valor de una medida de experiencia ampliamente definida. Para Matthew et al.

(2010), los consejeros forman un grupo privilegiado porque se encuentran rodeados de una serie de personas muy poderosas que pueden tomar acciones políticas unilaterales.

Un estudio que aborda este tema es el de Singh (2007), donde se hace alusión a una serie de ejemplos de lazos entre diversas personalidades e instituciones tales como: ex asesores de presidentes de países con instituciones contables, la banca, universidades y asociaciones de ciencia, etc. Además expone que los lazos con instituciones tan significativas son muy importantes, ya que ayudan a derribar las barreras y a reducir los sesgos externos que pueden ocurrir en el grupo mayoritario en la sala de consejos.

Nosotros consideramos que la procedencia de los miembros de un consejo es un elemento que influye en el desempeño de la empresa. Sea cual sea, el lazo de conexión que pueda tener un consejero con otra institución o personas influyentes, debe repercutir en la consecución de los objetivos estratégicos de la empresa y por consiguiente en el rendimiento. Por eso consideramos que:

H_{2c}: existe una relación positiva entre una variada procedencia del consejo y el rendimiento de la empresa

3.2.4. Formación del consejo

Según Ferry (2008), la formación es una dinámica de desarrollo personal que consiste en adquirir conocimiento, hacer descubrimientos y desarrollar a la vez capacidades de razonamiento.

En línea con esta investigación, y considerando el nivel de formación que requiere un consejero de una empresa, nosotros definimos por formación profesional a todos aquellos estudios y conocimientos encaminados a la inserción, reinserción y actualización laboral, cuyo objetivo principal sea aumentar y adecuar el conocimiento y habilidades de cada individuo.

Sobre esta temática se han pronunciado varios investigadores, relacionando la formación de los consejeros con diferentes temas. Tal es el caso de Johnson et al. (2013) quienes plantean que la formación (por ejemplo, un consejero con un título de ingeniería de una institución prestigiosa) puede verse desde varios puntos de vista: puede hacer referencia simplemente al nivel de educación (una característica demográfica), pero también puede indicar un área de especialización (capital humano) o cierto estatus y conexiones sociales (capital social).

También los estudiosos Priem & Butler (2001) abordaron el tema, tratándolo como el prestigio de los consejeros. Ellos expusieron la teoría sobre los tipos específicos de prestigio que están relacionados con los resultados organizacionales. Asimismo Kagzi & Guha (2018) examinaron los efectos de algunas variables de diversidad individual del consejo y concluyeron que la diversidad educativa del consejo influye negativamente en desempeño de la empresa.

Las investigaciones de Hillman, et al. (2002) y Singh, (2007) revelan que la educación parece ser un factor clave en aquellos consejeros pertenecientes a minorías étnicas, para alcanzar puestos directivos en las principales empresas que cotizan en el Reino Unido. En el caso del estudio de Singh (2007) se encontró con que todos los consejeros de minorías étnicas habían adquirido capital humano en forma de educación y de ellos, el 68% también obtuvieron títulos de posgrado. Para este investigador, las cualificaciones educativas de estos consejeros proporcionan al consejo evidencia simbólica de sus conocimientos y aprendizaje, así como los beneficios prácticos de ese conocimiento y aprendizaje.

Para Matthew et al. (2010) los recursos sociales de los consejeros, tales como la educación universitaria de élite, les permiten superar los problemas de acción colectiva, redundando esto en el mejor desempeño empresarial. Dalziel et al. (2011) argumentan la

probabilidad de que la educación avanzada (por ejemplo, un doctorado en negocios, ingeniería, ciencias y otros campos) equie a los consejeros con habilidades en la empresa. Asimismo, Carpenter & Westphal (2001) exponen que los antecedentes educativos de los consejeros, crean diferencias importantes en sus habilidades para contribuir a la toma de decisiones estratégicas.

Por su parte Hambrick & Mason (1984) abordan este tema utilizando el término «educación formal», y con él no se refiere a la educación familiar recibida, sino a los estudios obligatorios de cada país y la formación universitaria o profesional. Sobre este particular afirman que los resultados de una empresa presentan una mayor desviación con respecto a la media del sector, cuando la formación de sus consejeros no es elevada. Asimismo aseveran que los consejeros forman organizaciones más complejas cuando tienen alguna especialización en dirección de empresas.

En el estudio de Fernández & Tejerina (2020), donde se analizan las diferencias entre los miembros internos y externos del consejo en términos del impacto en el rendimiento de la diversidad del propio consejo, se encontraron evidencias que demuestran el efecto negativo que la diversidad educativa parece tener en el desempeño de los consejeros supervisores. También Dalziel et al. (2011) sostienen que los consejeros internos con mayor cualificación tendrán más probabilidades de tener la capacidad cognitiva para asesorar con éxito; mientras que los externos a pesar de sus conocimientos y educación avanzada adquirida, están motivados por su condición independiente para cumplir con su "deber de cuidado" y para controlar. Además analizan el factor de la calidad educativa del consejo en empresas de I+D, ejemplificándolo con estudiantes de *Ivy League Education*.

Según la OECD (2015), muchos países de América Latina esperan que los miembros de la junta ya tengan las calificaciones y la experiencia necesarias para desempeñar sus

funciones, lo cual significa que consideran suficiente y necesario un alto nivel de estudios para desempeñarse como consejeros.

Por su parte, Elm et al. (2001) exponen que el logro educativo se asocia positivamente con medidas de preocupación ambiental. Para Post et al. (2011) aquellas personas con mayor cualificación aprenden a tener puntos de vista más amplios y a desarrollar una mayor profundidad de comprensión. Consecuentemente con este planteamiento, anticipan que los consejos con una mayor proporción de consejeros que tienen un título avanzado (maestría o superior) exhiben más preocupación y prestan más atención a la ECSR.

En correspondencia con esa idea y haciendo una analogía con nuestro tema a investigar, nosotros consideramos que los consejeros con mayores cursos formativos en sus especialidades o en especialidades complementarias a su profesión, estarán más preparados y por tanto podrán aportar mucho más a sus consejos y por ende al desempeño de sus empresas. Por eso sugerimos que:

H_{2d}: existe una relación positiva entre la formación del consejo vinculada con su profesión y el rendimiento de la empresa

3.3. Antigüedad del consejo

En toda empresa tener un colectivo de trabajo estable y unido es muy beneficioso para lograr un rendimiento adecuado, aún más si se trata del consejo; pero esto no es una tarea fácil. Este es un tema en el que se ha investigado, aunque existen opiniones divididas al respecto. A groso modo parecen existir ventajas en los consejos de administración consolidados. Sin embargo, según Almazan & Suarez (2003), la prensa empresarial ha informado sobre la presión "excesiva" que algunas corporaciones han estado ejerciendo sobre sus CEO, sobre la reducción de la duración de los cargos de los CEO y sobre los

reemplazos de CEO, aun sin haber manifestado ningún error obvio o señal de bajo rendimiento.

Singh (2007) encuentra en su investigación sobre grupos étnicos minoritarios en empresas británicas, que el cambio en los nombramientos de consejeros es inevitablemente un proceso lento, debido a que generalmente son nombrados por tres años y por al menos dos períodos de mandato. Lo anterior muestra la existencia de cierto nivel de estabilidad de los consejeros, mientras se constata que dichas empresas mantienen buenos niveles de rendimiento.

Por su parte Hillman et al. (2011) argumentan que cuando los consejeros sirven en consejos durante varios años, se compromete su independencia. Sin embargo, acotan que esta tenencia prolongada, por ejemplo, puede permitir que la administración de la empresa coopte a los consejeros. Sobre este particular Hambrick & Mason (1984) aportan dos conclusiones: la primera, que para las empresas en entornos cambiantes, el mayor número de años al servicio de la empresa se encuentra negativamente asociado con el rendimiento empresarial; y la segunda que para aquellas empresas que se encuentran en entornos estables, el número de años que el consejero haya formado parte de ella se encuentra positivamente relacionado con el rendimiento empresarial.

Los investigadores Kagzi & Guha (2018) analizan el tema desde el punto de vista de la diversidad de los consejos, y declaran que la diversidad de permanencia en un consejo, no influye significativamente en el desempeño de la empresa. Por su parte Hafsi & Turgut (2013) consideran que las consejos que han permanecido sin cambios en su composición por cierto tiempo, alcanzan vínculos estrechos con otros gerentes de la propia empresa, lo cual permite que se pudiera acordar evitar algún tipo de controversia dentro de la empresa. También suponen que los miembros de más reciente entrada en un consejo, son demasiado tímidos para hablar, sin llegar a proponer iniciativas.

Desde una perspectiva negativa sobre el tema, Miller (1991) argumenta que cuando los consejeros han servido en el consejo durante largos períodos de tiempo, pueden volverse "obsoletos", lo que puede reducir su capacidad para supervisar de manera efectiva. Los resultados del estudio de Adams & Ferreira (2009) muestran que los consejeros recién nombrados muestran una mayor tasa de asistencia a las reuniones que aquéllos que llevan más tiempo en el consejo. Lo cual demuestra que cuando un consejero se encuentra establecido en un consejo, comienza a influir negativamente, con su actitud, en el desempeño de la empresa.

También Prieto (2011) asevera que están negativamente relacionados los años de antigüedad de los consejeros en la empresa (aunque sea en distintos puestos de trabajo) con la innovación de productos y la diversificación no relacionada, lo cual repercute, a posteriori, en el desempeño empresarial.

Hermalin & Weisbach (1988) advierten que los CEOs con mayor antigüedad en el consejo tienen más probabilidades de nominar a los ejecutivos como consejeros, lo cual es consistente con su hipótesis de que los CEOs se vuelven más poderosos con el tiempo. Sin embargo, también Almazan & Suarez (2003) exponen que si el valor presente de las rentas de control (refiriéndose a las indemnizaciones por despido durante una política de reemplazo del CEO) es grande para los CEOs jóvenes o recientemente designados y disminuye a medida que los CEOs se acercan a sus edades de jubilación, el patrón observado también es consistente con su predicción de que los consejos débiles tenderán a asociarse con bajas rentas de control (pagos que se realizan para compensar al CEO por su elección de acciones).

En estudios sobre América Latina este tema también ha sido abordado, tal es el caso del trabajo de Santiago et al. (2009) donde se analizó considerando tanto a la figura del CEO como a los consejeros externos. Estos autores concluyeron que el período de servicio del

CEO de las empresas mexicanas duplica el de sus contrapartes en Brasil y Chile. El período de servicio más largo es de 53 años en una empresa mexicana. Lo cual es consistente con dos argumentos: la realidad en las empresas familiares, donde el fundador, por lo general, preside la empresa hasta que muere; y la tendencia ascendente en el período de servicio promedio por año en los tres países. A su vez expusieron que ninguno de los presidentes ejecutivos de Chile ha servido más de 14 años en su puesto. Por otro lado, manifestaron que el período de servicio promedio de los consejeros externos en las empresas mexicanas es el más largo con 3,9 años, casi el doble del tiempo de sus contrapartes en Brasil y Chile, con 1,61 y 2,32 años, respectivamente.

Por todo lo anterior, nosotros consideramos que un consejo formado recientemente, tendría que en primer lugar llegar a afianzarse como unidad directiva y administrativa lo cual presentaría una relación negativa con el rendimiento de la empresa. Por el contrario, un consejo con cierto grado de antigüedad tendría un nivel de desarrollo y de madurez muy beneficioso para lograr su cometido. No obstante, discurrimos que un consejo con demasiado grado de antigüedad, podría tener un nivel de confianza tal, que no permitiera introducir ideas novedosas, sino que contribuyera a un estancamiento en los procedimientos y por ende interfiriera en el desempeño empresarial. Por todas estas razones consideramos que:

H₃: existe una relación no lineal entre la antigüedad del consejo y el rendimiento de la empresa

4. Metodología

4.1. Muestra

Los anteriores estudios semejantes al nuestro se han centrado, en su mayor parte, en países desarrollados, principalmente del ámbito europeo (Choi et al., 2007; Andrés & Vallelado,

2008; Bermig & Frick, 2010; Cheung et al., 2010; Bond, 2012; López & Morrós, 2014; Reguera-Alvarado & Bravo, 2017), existiendo una carencia de investigaciones para el entorno hispanoamericano. Por ello hemos seleccionado los siete países más representativos de esa región: Chile, México, Brasil, Perú, Argentina, Colombia, Uruguay, de modo que nuestra muestra estará formada por las empresas cotizadas en las bolsas de valores de estos países, durante los últimos 10 años (2009-2019).

Dentro de este grupo de países existen ciertas diferencias en cuanto a la profundidad de los mercados de capitales y a la distribución sectorial de las empresas. Tal es el caso de Brasil, cuya bolsa (Bolsa de São Paulo BVSP) es la más importante de la región y se encuentra dentro de las veinte más importantes del mundo. Asimismo, en otros países como México, Chile, Argentina y Uruguay coexisten más de una bolsa de valores, pudiendo una misma empresa cotizar simultáneamente en varias de ellas.

Tabla No.1: Cantidad de empresas listadas en siete Bolsas de Valores de América Latina, del 2015 al 2019.

Country of Exchange	Year				
	2015	2016	2017	2018	2019
Argentina	379	374	380	389	393
Brasil	2798	2843	2838	2839	2847
Chile	356	361	358	355	367
Colombia	56	63	59	61	68
México	389	401	407	415	419
Perú	241	235	252	254	260
Uruguay	18	20	17	19	22
Total	4237	4297	4311	4332	4376

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos extraídos de las web de las Bolsas de Valores de estos 7 países.

Los datos utilizados hasta el momento proceden de una única fuente: tanto las variables de gobierno corporativo (Tamaño del Consejo, Dualidad, Independencia, etc.) como los datos financieros (EBITDA, Total de Activos, Total de Deuda, etc.); provienen de los

Informes de Gobierno Corporativo, Balances Generales y Estados de Resultados de las compañías listadas, disponibles en la base de datos de Thomson Reuters Eikon (Apéndice, Tabla No.1).

Para asegurar la homogeneidad de los datos y dadas las limitaciones de recursos, hemos optado en esta primera parte por centrarnos en las empresas de Argentina, Chile, Colombia y Perú, lo que permite formar una muestra de 150 empresas. Se ha excluido provisionalmente a México y Brasil a los efectos del presente Trabajo de Fin de Máster, aunque prevemos incorporar estos dos mercados en la tesis doctoral¹. Otras bases de datos que se podrían consultar en el futuro son: BoardEx, Corporate Governance Data, Orbis, las páginas web de las empresas analizadas y las redes sociales de los consejeros (en la medida de lo posible).

En el período comprendido en nuestro análisis (2009 – 2019) obtuvimos un total de 1,650 observaciones, dado que los datos de algunas empresas no cubrieron todo el período. La Tabla No.2 muestra la distribución del número de empresas por países y por sector.

Tabla No.2: Relación sector y país de la muestra obtenida

TRBC Economic Sector Name	Country of Exchange				
	Argentina	Chile	Colombia	Perú	Total
Basic Materials	77	44	33	132	286
Consumer Cyclicals	44	44	0	11	99
Consumer Non-Cyclical	132	55	22	66	275
Energy	33	33	22	0	88
Financials	99	99	88	55	341
Healthcare	11	0	0	0	11
Industrials	55	66	33	33	187
Technology	11	11	0	0	22
Telecommunications Se	22	11	11	0	44
Utilities	110	99	44	44	297
Total	594	462	253	341	1.650

Fuente: Elaboración propia a partir de las salidas del software Stata.

¹ No se han encontrado datos para las empresas uruguayas.

4.2. Variables

Dado nuestro interés en estudiar cómo las capacidades y recursos de cada consejero influyen en el valor de la empresa, la variable dependiente (VD) debe ser un indicador de eficiencia o creación de valor. Utilizaremos dos variables a este respecto: la rentabilidad económica o rentabilidad de los activos (ROA) y un *proxy* del ratio q de Tobin (Q) (Ferris et al., 2003; Gompers et al., 2003; Bebchuk & Cohen, 2005; Fich & Shivdasani, 2006; Haniffa & Hudaib, 2006; Choi et al., 2007; Coles et al., 2008; López & Morrós, 2014; Reguera-Alvarado & Bravo, 2017). El ROA es la relación entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el activo total. La Q se define como el valor de mercado de una empresa, medido como el valor de mercado del patrimonio más el valor contable de la deuda, con relación al valor contable de los activos totales.

En cuanto a las variables, el contraste de la primera hipótesis H_1 requiere determinar el número promedio de consejos de otras empresas cotizadas a las que pertenecen los consejeros independientes de una determinada empresa (MULTIPLES). Esta variable se calcula para cada año y cada empresa.

Para el contraste de la segunda hipótesis utilizaremos cuatro indicadores del *expertise* de los consejeros: edad, años en el sector, procedencia y formación. Por lo tanto, en primer lugar, calcularemos la edad (EDAD) de cada CEO. En segundo lugar, utilizaremos la cantidad de años que lleva trabajando en el sector al cual pertenece su empresa (AÑOS SECTOR). En tercer lugar, definimos una variable categórica (PROCEDENCIA), que trata de identificar el tipo de *expertise* acumulado por el consejero a través de su carrera profesional. Estas categorías son: ámbito empresarial (E), política (P), sistema financiero (SF) y Universidad (U). El cuarto componente del *expertise* viene definido por la formación académica (FORMACION). En este caso construimos una variable categórica con 3 niveles: estudios universitarios (UNIV), másteres o especialidades (MAST) y

doctorado (DOCT). A su vez y considerando que estos estudios pudieran ser en diversas áreas del conocimiento, las hemos agrupado de la siguiente manera: Economía y Derecho (1), Humanidades (2), Técnicas y Exactas (3) y Biológicas (4). Por tanto, la variable FORMACIÓN, se concibe a partir de la combinación entre los 3 niveles de estudios alcanzados y las áreas de conocimiento estudiadas.

Finalmente para demostrar la hipótesis H₃ utilizaremos como variable básica (ANTIGÜEDAD) para referirnos a la cantidad de años que el consejero lleva trabajando en la empresa.

Además de las anteriores variables, es necesario incorporar una serie de variables de control susceptibles de influir sobre la eficiencia de la empresa y cuya omisión podría sesgar los resultados. Estas variables de control se pueden dividir en dos grupos. El primer grupo está relacionado con los aspectos puramente financieros: apalancamiento, tamaño y crecimiento de la empresa. El apalancamiento (LEV) se mide por la relación entre la deuda total y los activos totales; el tamaño de la empresa (ACTIVOST) se calcula como el logaritmo del valor contable del activo (Mayoral & Segura, 2008; López & Morrós, 2014); y el crecimiento de la empresa (CRECIMIENTO) se define como la variación relativa anual en las ventas.

El segundo grupo de variables de control se refieren a aspectos del consejo de administración: tamaño, independencia, antigüedad y dualidad del CEO como presidente del consejo (Fich & Shivdasani, 2006; Coles et al., 2008; Adams & Ferreira, 2009; Faleye et al, 2011; Johnson et al., 2013; López-Quesada, 2013; Zona et al., 2013; López & Morrós, 2014; Reguera-Alvarado & Bravo, 2017). El tamaño del consejo (TAMAÑOJ) se mide por el número total de miembros. La antigüedad (TEN) es medida como el número de años que un consejero ha formado parte del consejo. La independencia (INDEP), se define como la proporción de consejeros independientes que integran el

consejo. La dualidad del CEO (DUAL) se mide mediante una variable dicotómica que toma el valor 1 si el CEO también es el presidente del consejo y 0 en caso contrario.

Además de las anteriores variables de control, incorporamos a nuestro análisis un conjunto de variables dicotómicas anuales, del país y del sector al cual pertenecen las empresas seleccionadas, para tener en cuenta tanto el tiempo como los rasgos específicos de cada país y sector (Bermig & Frick, 2010; Lindstädt et al., 2011). En correspondencia con todo lo anterior, nuestro modelo general que nos permitirá poder contrastar las hipótesis planteadas es:

$$VD = \beta_0 + \beta_1 (VI \text{ para } H1) + \beta_2 (VI \text{ para } H2) + \beta_3 (VI \text{ para } H3) + \beta_4 (VC \text{ financieras}) + \beta_5 (VC \text{ consejo}) + \beta_5 (VF) + \varepsilon$$

Aunque no se especifica por simplicidad, al emplear datos del panel se consideran tanto el individuo (j) como el punto de tiempo (t), asimismo el término de error (ε) se descompone en dos partes: el efecto combinado (parte que varía entre individuos y períodos de tiempo) y el efecto individual (parte característica de cada individuo, que varía entre individuos pero es constante en el tiempo) (Fernández & Tejerina, 2020).

Tabla No.3: Estadísticos descriptivos de las variables analizadas

Variables	Q25	Q50	Q75	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Variance	Skewness	Kurtosis
Board Size	7	9	11	612	9,562092	3,13646	3	21	9,837382	1,134896	4,377798
Independent Board Members	11,11111	23,07692	38,88889	610	26,80711	20,09613	0	100	403,8543	0,7736977	3,324374
Board Gender Diversity, Percent	0	0	12,5	612	7,751803	10,77674	0	86	116,1381	2,524801	15,33902
Female on Board	0	0	12,5	612	7,751803	10,77674	0	85,71	116,1381	2,524801	15,33902
CEO Chairman Separation	0	0	0	614	0,1775244	0,3824235	0	1	0,1462477	1,687859	3,848869
Corporate Governance Board Committee	0	0	1	614	0,2605863	0,4393124	0	1	0,1929954	1,090836	2,189923
External Consultant	0	0	1	614	0,3583062	0,4798937	0	1	0,2302979	0,5910032	1,349285
Average Board Tenure	3,75	6,327381	9,181818	482	7,167063	4,67332	0,2	30,125	21,83992	1,79996	7,890494
Chairman is ex-CEO	0	0	0	614	0,1693811	0,375394	0	1	0,1409207	1,762886	4,107768
CEO Board Member	0	0	0	520	0,2096154	0,4074261	0	1	0,165996	1,426832	3,035849
Board Member Affiliations	0,6666667	1,222222	2,384615	613	1,550699	1,284506	0	8	1,649956	1,401305	6,487549
Board Background and Skills	0	1	1	614	0,5537459	0,4975083	0	1	0,2475145	-0,2162366	1,046758
Board Individual Re-election	0	1	1	614	0,5814332	0,4937263	0	1	0,2437656	-0,3301409	1,108993
Board Member Term Duration	2	3	3	460	2,415217	0,7971811	1	4	0,6354978	-0,7804302	2,187783
Company Market Cap USD	217,286	1104,34	3341,189	1.415	3039,799	6663,383	1,45557	127093,1	4447,07	9,3452	136,4597
Total Assets Reported	517,3973	1937,54	6043,994	1.464	7306,762	13399,91	0,0002981	84874,6	1897,52	2,8956	11,73276
Total Debt	74,13247	381,2735	1432,57	1.460	1741,522	3209,485	0	20735,84	1038,16	2,681121	10,16396
Total Equity	207,5639	725,2867	1886,862	1.464	1697,035	2775,117	-439,1094	36868,43	7701,27	5,073391	48,34054
Current Assets Actual	381,378	884,2442	1704,777	233	1705,026	2297,419	3,98154	12456,96	527,81	2,506027	9,567411
Long Term Debt	57,28913	332,8651	1289,392	1.339	1478,95	2690,41	-3,087332	16296,61	723,83	2,713789	10,66001
Total Long Term Debt	21,31566	272,0705	1158,097	1.458	1371,983	2655,275	0	19945,06	705,05	2,912175	12,2215
Total Current Assets	120,346	380,5526	941,5469	1.262	1344,558	4314,273	2,749814	50077,55	186,00	8,646676	87,77483
Total Liabilities	311,5594	984,1839	3641,397	1.464	5609,727	11780,89	0,0050671	78832,23	1398,21	3,23648	14,01835
Total Capital	276,392	1032,213	2811,817	1.283	3017,706	5224,454	-121,5173	50747,28	2731,43	3,410174	18,92153
EBITDA	39,36295	204,5959	566,787	1.458	569,0497	2306,016	-1,024	78.151	5317,71	26,94601	884,4301
Tobin's Q	0,9439002	1,129281	1,46715	1.293	25,49923	868,7898	0,3262888	3,124154	0,7547957	35,91653	1290,998
ROA	0,0456521	0,0906294	0,1453248	1.457	0,1213352	0,7334532	-1,584106	27,81222	0,5379536	36,965	1396,373

Fuente: Elaboración propia a partir de las salidas del software Stata MP15.

En cuanto a los estadísticos descriptivos calculados (Tabla No.3), nos aportan elementos que de manera inicial nos permita crearnos una primera opinión sobre nuestras variables. Por ejemplo podemos saber que las empresas de nuestra muestra tienen consejos muy variados en cuanto a su tamaño, oscilando en un rango de 3 hasta 21 consejeros y además el 75% de ellos es menor o igual a 11 consejeros, lo cual muestra que son muy pocos los consejos con más de 11 miembros.

En cuanto a los consejeros independientes, representan un 26% del consejo aproximadamente, donde se destaca que el 25 % de ellos es inferior al 11% de que los miembros del consejo tengan esta condición y el 75% es inferior a que el 39% de los miembros sean independientes.

También se observa que algunos consejos no tienen miembros mujeres, mientras que otros están compuesto en un 86% por mujeres, sin embargo se destaca de manera negativa que más de la mitad de los consejos de las empresas de nuestra muestra no tienen mujeres. Este elemento también se puede corroborar con la variable diversidad de género del consejo, demostrándose que los resultados son idénticos.

Por otra parte, como promedio sólo en el 21% aproximadamente de la muestra, el CEO es parte del consejo, aunque si se puede apreciar que estos datos presentan una concentración alrededor de los valores centrales de la distribución, lo cual significa que presentan una curtosis leptocúrtica. Además de ellos, en un 17% de los casos el CEO fue presidente del consejo.

De igual manera se evalúa que algo más del 50% de las empresas de nuestra muestra publican la información sobre la experiencia y/o habilidades profesionales de sus consejeros, aunque estos datos también muestran una curtosis leptocúrtica pues tiene una concentración alrededor de los valores centrales de la distribución.

En consonancia con lo anterior se aprecia que como promedio los consejeros de nuestra muestra han permanecido alrededor de 7 años en sus puestos, aunque cabe destacar que el tiempo máximo que han permanecido en la dirección han sido 30 años. Sin embargo se valora que en este caso se encuentran muy pocos consejeros, pues el 25% de ellos ha permanecido por un periodo inferior a los 4 años y el 75% por un periodo inferior a los 10 años.

En cuanto a las variables del ámbito financiero se puede estimar que el capital total de las empresas de nuestra muestra, presentan un valor medio de 3017,7 millones de USD, mientras que el de EBITDA es 569,04 millones de USD. En general sus activos equivalen a 7306,8 millones de USD y de ellos, 1705 millones de USD equivalen a los activos circulantes, como valor medio.

También se pudiera mencionar el tema deuda, ya que el total de deudas a largo plazo de las empresas seleccionadas equivalen a 1372 millones de USD como valor medio y a su vez 12,2215 es la cantidad de datos que se encuentran alrededor de esa media, lo cual demuestra dispersión en los datos.

En general, se puede apreciar que las empresas de nuestra muestra, a pesar de pertenecer a la misma región, incluso pertenecer a las llamadas “economías emergentes”, presentan un amplio rango de comportamientos, tanto desde el punto de vista financiero, como de Gobierno Corporativo. Esta idea se había reflejado también el desarrollo teórico. ¿Pero qué ocurre si lo analizáramos agrupados por países? (Apéndice No.2).

En el caso de Argentina, podemos notar que sus consejos son los más grandes, pues como promedio están formados por 12 miembros, aunque solo por 4 miembros más que Colombia y Perú, que son los más pequeños.

En cuanto a la representación de consejeros independientes son las empresas colombianas las que tiene un mayor porcentaje (46%), seguidas de las peruanas (29%) y de las chilenas y argentinas, ambas con un 19%.

El caso de la representación femenina es bastante distal en algún caso entre países, por un lado los consejos de Argentina, Chile y Perú tienen en sus consejos a un 6% de féminas, mientras que Colombia tiene algo más del doble de ellas.

Los consejos argentinos y colombianos tienen como promedio entre sus consejeros alrededor de alguna otra afiliación corporativa, y son sometidos a reelección por un poco menos de 2 años; mientras que el resto de nuestra muestra tienen dos afiliaciones como promedio y sus reelecciones son por un tiempo un poco mayor a dos años.

El valor de la capitalización de mercado es bastante diferente de un país a otro, en el caso de las empresas argentinas no supera los 900 millones, les siguen las peruanas con casi 2000 millones, luego las chilenas con casi 5000 millones y las colombianas con más de 6000 millones.

En general todas las empresas de la muestra presentan bajos niveles de rentabilidad, lo cual manifiesta escasas capacidades de generar ganancias, mientras que en el largo plazo las acciones están infravaloradas, tal como era de esperarse al ser empresas latinoamericanas.

Tabla No. 4: Correlaciones de las variables más significativas extraídas de Thomson Reuters Eikon

Variables	Company Market Cap USD	Board Size	Female on Board	External Consult.	Total Capital	Total Liabilities	Total Current Assets	Total Long Term	Long Term Debt	Total Equity	Total Debt	Total Assets R.
Company Market Cap USD	1											
Board Size	0,017	1										
Female on Board	0,003	-0,0757	1									
External Consultant	0,0343	-0,1234	0,0824	1								
Total Capital	0,6869	-0,0526	0,0284	0,1187	1							
Total Liabilities	0,4123	-0,0317	-0,0276	0,1028	0,8515	1						
Total Current Assets	0,2576	-0,0426	-0,0498	0,0405	0,6058	0,904	1					
Total Long Term Debt	0,4758	0,0004	0,0127	0,1355	0,9106	0,8601	0,6548	1				
Long Term Debt	0,4738	0,0177	-0,0165	0,106	0,9119	0,8756	0,6611	0,9838	1			
Total Equity	0,8061	-0,0893	-0,0102	0,134	0,9108	0,5057	0,3791	0,6248	0,6196	1		
Total Debt	0,4758	-0,0001	0,0143	0,1177	0,9097	0,9152	0,6895	0,9662	0,9684	0,6213	1	
Total Assets Reported	0,5335	-0,0481	-0,0267	0,1208	0,9526	0,9839	0,8079	0,8857	0,8998	0,6517	0,9334	1

Fuente: Elaboración propia a partir de las salidas del software Stata. (Denota un p-valor por debajo de 0.1; *un p-valor inferior a 0,05; **un p-valor por debajo de 0,01; ***un p-valor por debajo de 0.001)

En la Tabla No.4, se puede apreciar que en general ninguna variable tiene relación perfecta con otra/otras, y si mantienen muy poca relación lineal. Tal es el caso de la *Company Market Cap (USD)*, la cual tiene una correlación de $r=0,003$ (prácticamente no tienen relación) con las variables *Female on Board* y *Board Gender Diversity, Percent*; y con el ratio ROA su $r=-0,0001$ (en sentido contrario) y a su vez esta relación tiene una alta significancia, ya que su p-valor $<0,01$. Al *Board Size* le sucede algo parecido en su relación con *Total Long Term Debt*, su $r=0,0004$ con significancia del 99% y la *Total Debt* cuya correlación en sentido contrario pero con $r=-0,0001$ y cuyo p-valor $<0,001$.

La dualidad del consejo (*CEO Chairman Separation*) muestra una relación significativa para un p-valor $<0,05$ con el ratio ROA, donde la $r=0,001$, lo que muestra que también presentan una escasa correlación. Exactamente la misma situación le ocurre a *Corporate*

Governance Board Committee, que presenta una muy escasa relación con *Board Member Affiliations* y *Chairman is ex-CEO* (negativa), a penas $r=-0,0002$, sin embargo es significativa al 99% en ambos casos.

A la variable *External Consultant* también le sucede algo similar, escasa relación con *Average Board Tenure* con $r=0,0023$ significativa al 95%; así como con *Chairman is ex-CEO* (negativa), a penas $r=-0,0002$, significativa al 99%. De igual manera la variable *Board Background and Skills* mantiene escasa relación con *Current Assets Actual*, cuya $r=-0,0018$ y significancia del 95%; y la relación entre *Board Member Term Duration* y *Total Current Assets*, con $r= 0,0028$ y significancia del 95%.

En la posición contraria a la descrita hasta el momento se encuentran las variables: *Total Capital*, *Total Liabilities*, *Total Current Assets*, *Total Long Term Debt*, *Long Term Debt* y *Total Debt*, entre ellas tienen una fuerte correlación con $r > 0,90$, aunque no son significativas. Esta última anotación tiene sentido, pero se trata de variables financieras que de alguna manera están relacionadas entre ellas.

En general, las variables no muestran altos coeficientes de correlación, lo cual es positivo para la investigación, pues es necesario que las variables independientes, verdaderamente lo sean; de lo contrario tendríamos que corregir en la medida de lo posible estas imperfecciones. Sin embargo es preocupante el hecho de que las variables dependientes (ROA y Q) también tengan bajos niveles de coeficiente de correlación con las variables independientes y /o de control (Apéndice No.3, Correlaciones con todas las variables obtenidas de Eikon).

4.3. Método

Al combinar datos de sección cruzada de 150 empresas con una serie temporal de diez años, formamos un panel de datos que se tratará con el correspondiente método

econométrico de datos de panel. Este método nos permite abordar dos características de este tipo de información: la posible endogeneidad y los efectos individuales o heterogeneidad inobservable constante.

Las variables endógenas son estocásticas y por ende se les asocia un error; por tanto, existe endogeneidad cuando hay una correlación entre el parámetro o variable y el término de error. Esta puede surgir como resultado de un error de medición, autorregresión con autocorrelación de errores, simultaneidad y variables omitidas. En un modelo de regresión, los estimadores no deben ser sesgados e inconsistentes, ya que podría aportar conclusiones erróneas. Por su parte, un modelo de efectos fijos representa las cantidades observadas en las variables explicativas que son tratadas como si las cantidades fueran no-aleatorias; por tanto este tipo de modelo se basa en el supuesto de que el efecto específico individual está correlacionado con las variables independientes. Es utilizado para controlar la heterogeneidad inobservable, particularmente cuando ésta es constante en el tiempo y está correlacionada con las variables independientes, ya que evita el sesgo de omisión y brinda estimaciones más eficientes.

Por todo ello, consideramos conveniente probar nuestra hipótesis utilizando la técnica de Métodos Generalizados de Momento (GMM) (Arellano & Bond, 1991). Más en concreto, utilizaremos el denominado *system estimator* de GMM (Arellano & Bover, 1995). De acuerdo con la investigación Hafsi & Turgut (2013) tomaremos el valor retardado de las variables independientes como instrumentos y además evaluaremos su validez a través de la prueba estadística J de (Hansen, 1992) para cada uno de los modelos estimados.

5. Conclusiones

En cuanto a los elementos teóricos, nuestra investigación se adscribe a la opinión de que la integración de elementos de los diversos enfoques de gobierno corporativo, aportará

un marco teórico más fructífero. Se consideran diversas variables a analizar como parte de la relación entre la capacidad de los consejos y la creación de valor. Se contemplarán las variables tanto individual como colectivamente en diferentes modelos de regresión.

Además, esta investigación se enmarca en el ámbito de América Latina, tomando como muestra inicialmente 150 empresas que cotizan en las bolsas de Argentina, Chile, Colombia y Perú, de todos los sectores, en un periodo de 10 años (2009-2019); pero se pretende ampliar esta muestra incluyendo a Brasil, México y Uruguay.

Finalmente con los datos obtenidos y a través de los estadísticos descriptivos calculados, hemos podido constatar que a pesar de ser países de la misma región y con niveles económicos similares, sus consejos de administración asumen diferentes comportamientos. Conjuntamente pudimos probar que existe una escasa correlación entre la mayoría de las variables del modelo, aunque cabe recalcar que ya se prevé que tendremos que perfeccionar algunos de los resultados alcanzados.

5.1. Limitaciones

En lo que respecta a las limitaciones del estudio, destacamos en primer lugar que la investigación se encuentra en una etapa preliminar. La recogida de datos no ha abarcado todo lo propuesto inicialmente y el desarrollo empírico para contrastar las hipótesis puede implicar que se estén omitiendo cuestiones que podrían ser relevantes para el estudio. Además, se encontró muy poca bibliografía sobre el tema investigado que se desarrollará en los países de América Latina de nuestra muestra. Sin embargo, consideramos que el presente trabajo una vez contrastadas las hipótesis, arrojará luz sobre un área inexplorada en las finanzas.

5.2. Futuras áreas de investigación

Consideramos que una futura línea de trabajo podría ser: profundizar en el efecto moderador de la propiedad y el entorno general de cada país, sobre las interacciones que abordamos en este estudio. Tomando como referencia la investigación realizada por López y Rodríguez-Sanz (2012), donde se obtiene como resultado que la estructura de propiedad tiene un efecto diferencial sobre el valor de las empresas en cada entorno y además, que las decisiones de finanzas corporativas se toman simultáneamente con otros mecanismos de gobierno corporativo.

6. Referencias bibliográficas

- Acharya, A. G., & Pollock, T. G. 2013. Shoot for the Stars? Predicting the Recruitment of Prestigious Directors at Newly Public Firms. *Academy of Management Journal*, 56(5): 1396–1419.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. 2007. A theory of friendly boards. *Journal of Finance*, 62(1): 217–250.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2): 291–309.
- Almazan, A., & Suarez, J. 2003. Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures. *Journal of Finance*, 58(2): 519–547.
- Arellano, M., & Bond, S. 1991. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2): 277.
- Arellano, M., & Bover, O. 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1): 29–51.
- Bebchuk, L. A., & Cohen, A. 2005. The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 78(2): 409–433.
- Berle, A. A., & Means, G. C. 1932. *The Modern Corporation And Private Property*.
- Bermig, A., & Frick, B. 2010. Board Size, Board Composition, and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1623103>.
- Bond, M. 2012. The Bases of Elite Social Behaviour: Patterns of Club Affiliation among Members of the House of Lords. *Sociology*, 46(4): 613–632.
- Brick, I. E., & Chidambaram, N. K. 2010. Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4): 533–553.
- Camargo, J., González, M., Guzmán, A., ter Horst, E., & Trujillo, M. 2018. Topics and methods in

- economics, finance, and business journals: A content analysis enquiry. *Heliyon*, 4(12): e01062.
- Carpenter, Mason A.; Geletkanycz, M. A. ., & Sanders, W. G. 2004. Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition. *Journal of Management*.
- Carpenter, M. A., & 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.
- Cassar, G. 2014. Industry and Startup Experience on Entrepreneur Forecast Performance in New Firms. *Journal of Business Venture*, 29: 137–151.
- Certo, S. T., Lester, R. H., Dalton, C. M., & Dalton, D. R. 2006. Top Management Teams, Strategy and Financial Performance: A Meta-Analytic Examination. *Journal of Management Studies*, 43(4): 813–839.
- Chen, H. L., Hsu, W. T., & Chang, C. Y. 2016. Independent directors' human and social capital, firm internationalization and performance implications: An integrated agency-resource dependence view. *International Business Review*, 25(4): 859–871.
- Chen, L. Y., Lai, J. H., & Chen, C. R. 2015. Multiple directorships and the performance of mergers & acquisitions. *North American Journal of Economics and Finance*, 33(321): 178–198.
- Cheung, Y. L., Jiang, P., Limpaphayom, P., & Lu, T. 2010. Corporate governance in China: A step forward. *European Financial Management*, 16(1): 94–123.
- Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. 2007. The Value of outside Directors : Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. *JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS*, 42(4): 941–962.
- Chong, A., & Lopez-de-Silanes, F. 2007. Corporate Governance in Latin America. *SSRN Electronic Journal*. Washington DC. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1820067>.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. 2008. Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2): 329–356.
- Cook, D. O., & Wang, H. (Barbara). 2011. The informativeness and ability of independent multi-firm directors. *Journal of Corporate Finance*, 17(1): 108–121.
- Daellenbach, U. S., McCarthy, A. M., & Schoenecker, T. S. 1999. Commitment to Innovation: The Impact of Top Management Team Characteristics. *R&D Management*, 29(3): 199–208.
- Daily, C. M. ., Dalton, D. R. ., & Cannella, A. A. 2003. Corporate Governance : Decades of Dialogue and Data. *The Academy of Management Review*, 28(3): 371–382.
- Daily, C. M., Certo, S. T., & Dalton, D. R. 2000. International experience in the executive suite: the path to prosperity? *Strategic Management Journal*, 21(4): 515–523.
- Daily, C. M., Johnson, J. L., & Dalton, D. R. 1999. On the measurements of board composition: If you have seen one, you certainly have not seen them all. *Decision Sciences*, 30: 83–106.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3): 269–290.

- Dalziel, T., Gentry, R. J., & Bowerman, M. 2011. An Integrated Agency-Resource Dependence View of the Influence of Directors' Human and Relational Capital on Firms' R&D Spending. *Journal of Management Studies*, 48(6): 1217–1242.
- Davis, G. F., & Cobb, J. A. 2010. Chapter 2: Resource dependence theory: Past and future. *Research in the Sociology of Organizations*, vol. 28: 21–42.
- Dulewicz, V., & Herbert, P. 2004. Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies? *Corporate Governance: An International Review*, 12(3): 263–280.
- Easterwood, J. C., Ince, Ö. Ş., & Raheja, C. G. 2012. The evolution of boards and CEOs following performance declines. *Journal of Corporate Finance*, 18(4): 727–744.
- Elm, D. R., Kennedy, E. J., & Lawton, L. 2001. Determinants of Moral Reasoning: Sex Role Orientation, Gender, and Academic Factors. *Business & Society*, 40(3): 241–265.
- Escribá, A., Sánchez, L., & Sánchez, E. 2009. The Influence of Top Management Teams in the Strategic Orientation and Performance of Small and Medium-sized Enterprises. *British Journal of Management*, 20(4): 581–597.
- Faley, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. 2011. The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 101(1): 160–181.
- Fama, E. F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2): 288–307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301–325.
- Farag, H., & Mallin, C. 2018. The influence of CEO demographic characteristics on corporate risk-taking: evidence from Chinese IPOs. *The European Journal of Finance*, 24(16): 1528–1551.
- Fernández-Temprano, M. A., & Tejerina-Gaite, F. 2020. Types of director, board diversity and firm performance. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(2): 324–342.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. 2003. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments. *The Journal of Finance*, 58(3): 1087–1111.
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Liao, M. Y. (Stella). 2018. Better directors or distracted directors? An international analysis of busy boards. *Global Finance Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.05.006>.
- Ferry, G. 2008. *Pedagogía de la formación*. (Facultad d). Buenos Aires.
- FIAB, F. I. de B. 2015. *El gobierno corporativo en Iberoamérica*.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. 2006. Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61(2): 689–724.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, B. 2008. Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards. *Oxford University Press, New York* (1ra edición).
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *The*

- Quarterly Journal of Economics*, 118(1): 107–156.
- González, E. 2007. La teoría de los stakeholders. Un puente para el desarrollo práctico de la ética empresarial y de la responsabilidad social corporativa. *Veritas. Revista de Filosofía y Teología*, 11(17): 205–224.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. 1994. The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3): 241–250.
- Guest, P. M. 2008. The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14(1): 51–72.
- Hafsi, T., & Turgut, G. 2013. Boardroom Diversity and its Effect on Social Performance: Conceptualization and Empirical Evidence. *Journal of Business Ethics*, 112(3): 463–479.
- Hambrick, D. C. 2007. Upper Echelons Theory: An Update. *The Academy of Management Review*, 32(2): 334–343.
- Hambrick, Donald C., & Mason, P. A. 1984. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 9.
- Hambrick, Donald C., & Mason, P. a. 1984. Echelons : of Reflection The Its Organization as Top a. *Management*, 9(2): 193–206.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. 2006. Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7–8): 1034–1062.
- Hansen, P. C. 1992. Numerical tools for analysis and solution of Fredholm integral equations of the first kind. *Inverse Problems*, 8(6): 849–872.
- Harris, I. G., & Shimizu, K. 2004. Too busy to serve? an examination of the Influence of Overboarded Directors. *Journal of Management Studies*, 41(5): 775–798.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. 1988. The Determinants of Board Composition. *The RAND Journal of Economics*, 19(4): 589–606.
- Hiebl, M. R. W. 2014. Upper echelons theory in management accounting and control research. *Journal of Management Control*, 24(3): 223–240.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Harris, I. C. 2002. Women and Racial Minorities in the Boardroom: How Do Directors Differ? *Journal of Management*, 28(6): 747–763.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. 2003. Boards of Directors and Firm Performance : Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy of Management Review*, 28(3): 383–396.
- Hillman, A. J., Nicholson, G., & Shropshire, C. 2008. Directors' multiple identities, identification, and board monitoring and resource provision. *Organization Science*, 19(3): 441–456.
- Hillman, A. J., Shropshire, C., Certo, S. T., Dalton, D. R., & Dalton, C. M. 2011. What I like about you: A multilevel study of shareholder discontent with director monitoring. *Organization Science*, 22(3): 675–687.
- Hitt, M. A., Bierman, L., Uhlenbruck, K., & Shimizu, K. 2006. The importance of resources in the internationalization of professional service firms: The good, the bad, and the ugly. *Academy of Management Journal*, 49(6): 1137–1157.
- Hopt, K. J., & Leyens, P. C. 2004. Board Models in Europe - Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy.

European Company and Financial Law Review, 1(2): 1–31.

- Hoseini, M., Gerayli, M. S., & Valiyan, H. 2019. Demographic characteristics of the board of directors' structure and tax avoidance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Social Economics*, 46(2): 199–212.
- Jackling, B., & Johl, S. 2009. Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4): 492–509.
- 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.
- Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. 2013. Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics. *Journal of Management*, 39(1): 232–262.
- Kagzi, M., & Guha, M. 2018. Does board demographic diversity influence firm performance? Evidence from Indian-knowledge intensive firms. *Benchmarking: An International Journal*, 25(3): 1028–1058.
- Kim, B., Burns, M. L., & Prescott, J. E. 2009. The strategic role of the board: The impact of board structure on top management team strategic action capability. *Corporate Governance: An International Review*, 17(6): 728–743.
- Kim, Y., & Cannella, A. A. 2008. Toward a social capital theory of director selection. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4): 282–293.
- Kor, Y. Y., & Misangyi, V. F. 2008. Outside directors' industry-specific experience and firms' liability of newness. *Strategic Management Journal*, 29(June): 1345–1355.
- Kor, Y. Y., & Sundaramurthy, C. 2009. Experience-based human capital and social capital of outside directors. *Journal of Management*, 35(4): 981–1006.
- Kroll, M., Walters, B. A., & Wright, P. 2008. Board vigilance, director experience, and corporate outcomes. *Strategic Management Journal*, 29(4): 363–382.
- Lefort, F., & Walker, E. 2000. Corporate Governance: Challenges for Latin America. *Abante*, 2(2): 99–111.
- Lindstädt, H., Wolff, M., & Fehre, K. 2011. Frauen in Führungspositionen: Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg. *Bundesministerium Für Familie, Senioren, Frauen Und Jugend*, 1–32.
- López-Quesada, M. E. 2013. *El Gobierno Corporativo Y El Modelo De Resultado Global*.
- López, F. J., & Morrós, I. 2014. Boards of directors and firm performance: the effect of multiple directorships. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 43(2): 177–192.
- Lublin, J. S. 2001. Multiple seats of power—Companies are cracking down on number of directorships board members can hold. *Wall Street Journal*, January 23(B1).
- Masulis, R. W., & Mobbs, S. 2011. Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market. *Journal of Finance*, 66(3): 823–872.
- Matthew, B., Siana, G., & Nicholas, H. 2010. The political mobilization of corporate directors: Socio-economic correlates of affiliation to European pressure groups. *British Journal of Sociology*, 61(2): 306–335.
- Mayoral, J. M., & Segura, A. S. 2008. Gobierno corporativo, conflictos de agencia y elección de

- auditor. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 37(137): 113–156.
- Miller, D. 1991. Stale in the Saddle : CEO Tenure and the Match between Organization and Environment. *Management Science*, 37(1): 34–52.
- Nadkarni, S., & Herrmann, P. 2010. CEO Personality, Strategic Flexibility, and Firm Performance: The Case of the Indian Business Process Outsourcing Industry. *Academy of Management Journal*, 53(5): 1050–1073.
- Nicholson, G. J., & 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.
- OCDE. 2004. *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*.
- OECD. 2015. *Board practices and financing for Latin American state-owned enterprises*.
- OCDE. 2016. *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. Paris.
<https://doi.org/10.1787/9789264259171-es>.
- Oppong, S. 2014. Upper echelons theory revisited: The need for a change from causal description to casual explanation. *Management (Croatia)*, 19(2): 169–183.
- Pearce, J. A., & Patel, P. C. 2018. Board of director efficacy and firm performance variability. *Long Range Planning*, 51(6): 911–926.
- Pelled, L. H. 1996. Demographic Diversity , and Conflict , Theory Work Group Outcomes : Intervening Process. *Organization Science*, 7(6): 615–631.
- Perry, T., & Peyer, U. 2005. Board seat accumulation by executives: A shareholder’s perspective. *Journal of Finance*, 60(4): 2083–2124.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (role)aut. 1978. *The external control of organizations : a resource dependence perspective*. New York : Harper & Row.
- Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. 2011. Green Governance: Boards of Directors’ Composition and Environmental Corporate Social Responsibility. *Business & Society*, 50(1): 189–223.
- Priem, R. L., & Butler, J. E. 2001. Tautology in the resource based views and the implications of externally determined resource value: Further comments. *Academy of Management Review*, 26: 57–66.
- Prieto, A. I. 2011. *La influencia de la dirección general en la estrategia de exportación de las empresa: El papel de las características demográficas, psicológicas y organizacionales*. Salamanca.
- Puentes, P. R., Gámez, M. del M. V., & Hernández, J. V. 2009. El Buen Gobierno Corporativo en las Sociedades Cooperativas. *REVESCO, Revista de Estudios Cooperativos*, 98: 118.140.
- Reguera-Alvarado, N., & Bravo, F. 2017. The effect of independent directors’ characteristics on firm performance: Tenure and multiple directorships. *Research in International Business and Finance*, 41(February): 590–599.
- Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, P., & Laffarga, J. 2017. Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141(2): 337–350.
- Report Cadbury, C. 1992. *Cadbury the Financial Aspectos of Corporate Governance*.

- Santiago, M., Brown, C. J. ., & Báez-Díaz, A. 2009. Overview of Latin American corporate governance mechanisms. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, 43: 26–40.
- Singh, V. 2007. Ethnic diversity on top corporate boards: A resource dependency perspective. *The International Journal of Human Resource Management*, 18(12): 2128–2146.
- Stearns, L. B., & Mizruchi, M. S. . 1993. Board Composition and Corporate Financing : The Impact of Financial Institution Representation on Borrowing. *Academy of Management Journal*, 36(3): 603–618.
- Stiles, P., & Taylor, B. 2001. *Boards at Work: How Directors View their Roles and Responsibilities*. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199258161.001.0001>.
- Tang, Y., Li, J., & Liu, Y. 2016. Does Founder CEO Status Affect Firm Risk Taking? *Journal of Leadership & Organizational Studies*, 23(3): 322–334.
- Van Knippenberg, D., De Dreu, C. K. W., & Homan, A. C. 2004. Work group diversity and group performance: An integrative model and research agenda. *Journal of Applied Psychology*, 89(6): 1008–1022.
- Wally, S., & Becerra, M. 2001. Top Management Team Characteristics and Strategic Changes in International Diversification. *Group & Organization Management*, 26(2): 165–188.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2): 185–211.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. 2004. The social construction of market value: Institutionalization and learning perspectives on stock market reactions. *American Sociological Review*, 69: 433–457.
- Zona, F., Zattoni, A., & Minichilli, A. 2013. A Contingency Model of Boards of Directors and Firm Innovation: The Moderating Role of Firm Size. *British Journal of Management*, 24(3): 299–315.

Apéndice No.1: Variables utilizadas, extraídas de Thomson Reuters Eikon

Variables	Description
Country of Exchange	Country where the instrument trades
TRBC Economic Sector Name	Primary Thomson Reuters Business Classification (TRBC) Business Sector Description. TRBC Classifies companies with increasing granularity by Economic Sector, Business Sector, Industry Group, Industry and Activity
Board Size	The total number of board members at the end of the fiscal year
Independent Board Members	Percentage of independent board members as reported by the company
Board Gender Diversity, Percent	Percentage of female on the board.
Female on Board	Percentage of female on the board
Board Background and Skills	Does the company describe the professional experience or skills or the age of every board member?
Board Member Term Duration	The smallest interval of years in which the board members are subject to re-election. - the smallest interval of years of board members re-election - annual re-election for board members who have served for a long-time is accepted as "1" year - if data mentions about one-third of board members who must retire at the AGM, then it is 3 years
CEO Board Member	The CEO is a board member
Board Individual Re-election	Are all board members individually subject to re-election (no classified or staggered board structure)?
Board Member Affiliations	Average number of other corporate affiliations for the board member
Average Board Tenure	Average number of years each board member has been on the board.
CEO-Chairman Separation	Does the CEO simultaneously chair the board or has the chairman of the board been the CEO of the company
Corporate Governance Board Committee	Does the company have a corporate governance board committee?
External Consultant	Do the board or board committees have the authority to hire external advisers or consultants without management's approval?
Chairman is ex-CEO	Has the chairman held the CEO position in the company prior to becoming the chairman? - true: when Chairman was CEO in previous years - false: when the chairman was never the CEO of the company - false: when the chairman is currently the CEO
Company Market Cap	The Company Market Capitalization represents the sum of market value for all relevant issue level share types. The issue level market value is calculated by multiplying the requested shares type by latest close price. This item supports Default, Free Float and

	Outstanding shares types. The default shares type is the most widely reported outstanding shares for a market and it is most commonly Issued, Outstanding, or Listed shares.
Total Assets, Reported	Represents the total assets of a company
Total Debt	Represents total debt outstanding, which includes: Notes Payable/Short-Term Debt, Current Portion of Long-Term Debt/Capital Leases and Total Long-Term Debt.
Total Equity	Consists of the equity value of preferred shareholders, general and limited partners, and common shareholders, but does not include minority shareholders' interest Current Portion of Long-Term Debt/Capital Leases and Total Long-Term Debt
Current Assets-Actual	The Company's actual value normalized to reflect the I/B/E/S default currency and corporate actions (e.g. stock splits). Current Assets are any asset reasonably expected to be sold, consumed, or exhausted through the normal operations of a business within the current fiscal year or operating cycle (whichever period is longer). Typical current assets include cash, cash equivalents, short-term investments, accounts receivable, stock inventory and the portion of prepaid liabilities which will be paid within a year.
Total Long Term Debt	Represents the sum of: Long-Term Debt and Capital Lease Obligations
Long Term Debt	Represents debt with maturities beyond one year. Long-Term Debt may consist of long-term bank borrowings, bonds, convertible bonds, etc.
Total current assets	Is the sum of: Cash and Short Term Investments; Total Receivables, Net; Total Inventory; Prepaid Expenses and Other Current Assets, Total
Total Liabilities	Represents the sum of: Total Current Liabilities, Total Long-Term Debt, Deferred Income Tax, Minority Interest and Other Liabilities, Total
Total Capital	Total Capital represents the sum of Total Equity, Total Debt and Minority Interest as of the end of the fiscal period. Not available for Bank.
EBITDA	EBITDA is EBIT for the fiscal year plus the same period's Depreciation, Supplemental [VDEP], Amortization of Acquisition Costs, Supplemental [VAMA] and Amortization of Intangibles, Supplemental [VAMI].
Tobin's Q Ratio	This ratio is defined as the market value of a company divided by its assets' replacement cost.
ROA	Return On Assets is a profitability ratio and as such gauges the return on investment of a company. Specifically, ROA measures a company's operating efficiency regardless of its financial structure and is calculated by dividing a company's net income prior to financing costs by total assets

Fuente: Elaboración propia a partir de Thomson Reuters Eikon.

Apéndice No. 2: Estadísticos descriptivos de las variables por países de la muestra

Country of Exchange	Board Size			Independent Board			Female on Board			Board Gender Diversity			Board Member			Board Member Term		
	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.
Argentina	12,56	3,68	124	19,45	16,9	124	6,67	7,85	124	6,67	7,85	124	0,63	1,01	125	1,86	0,92	80
Chile	9,22	2,18	264	19,63	14,42	262	6,29	8,18	264	6,29	8,18	264	1,97	1,08	264	2,87	0,39	226
Colombia	8,25	2,38	127	46,82	17,76	127	13,11	16,26	127	13,11	16,26	127	1,22	0,8	127	1,89	0,76	122
Perú	8,38	3,03	97	29,4	21,65	97	6,12	9,05	97	6,12	9,05	97	2,02	1,8	97	2,63	0,66	32
Total	9,56	3,14	612	26,81	20,1	610	7,75	10,78	612	7,75	10,78	612	1,55	1,28	613	2,42	0,8	460

Country of Exchange	Company Market Cap USD			ROA			Tobin's Q			Total Liabilities			Total Capital		
	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.
Argentina	817,74158	1869,1961	503	0,16309808	1,2260766	515	1,3161546	0,82347617	462	1637,9044	3419,1669	519	1092,4859	2834,8553	460
Chile	4805,0126	5347,8581	398	0,0858093	0,10690271	411	1,3221821	0,62471881	363	8992,2748	13896,224	412	5391,3925	5925,6163	362
Colombia	6340,3581	13643,562	219	0,08702576	0,05978829	229	1,2257174	0,51698286	201	12714,579	18326,512	229	6103,0969	8144,976	179
Perú	1996,8096	3010,311	295	0,12448137	0,10616705	302	1,1848736	1,9118607	267	2454,3144	6690,4417	304	1152,6068	1177,1531	282
Total	3039,7995	6663,3833	1415	0,12133521	0,73345317	1457	2,5499235	0,86878987	1293	5609,7266	11780,895	1464	3017,7062	5224,4544	1283

Country of Exchange	Total Debt			Total Assets Reported			Total Long Term Debt			Total Current Assets			Total Equity		
	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.	Mean	Std. Dev.	Freq.
Argentina	479,16405	1515,4063	519	2206,5174	4376,2606	519	353,68268	1241,2304	519	440,02346	927,98467	460	568,61303	1246,5902	519
Chile	3190,7505	3997,7914	412	11626,212	15165,746	412	2544,8018	3407,8394	412	3037,3041	7456,8092	364	2633,9368	2479,6097	412
Colombia	3371,8594	4203,5733	229	16336,301	20654,869	229	2633,0627	3390,0331	229	1688,8597	2669,7415	165	3621,7223	4927,5195	229
Perú	690,63699	1427,6722	300	3358,2375	7351,1839	304	554,89915	1179,4227	298	403,59355	392,24555	273	903,92313	1054,5965	304
Total	1741,5221	3209,4848	1460	7306,7615	13399,911	1464	1371,9828	2655,2747	1458	1344,5581	4314,2728	1262	1697,0349	2775,1165	1464

Fuente: Elaboración propia a partir de las salidas del software Stata.

Apéndice No.3: Correlaciones con todas las variables extraídas de Thomson Reuters Eikon

Variables	Company Market Cap USD	Board Size	Independent Board	Board Gender Diversity	Female on Board	CEO Chairman Separation	Corporate Governance Board	External Consult.	Average Board Tenure	Chairman is ex-CEO	CEO Board Member	Board Member Affiliations	Board Backg. and Skills	Board Individ. Re-election	Board Member Term	ROA	Q	EBITDA	Total Capital	Total Liabilities	Total Current Assets	Total Long Term Debt	Long Term Debt	Current Assets Actual	Total Equity	Total Debt	Total Assets Reported
Company Market Cap USD	1																										
Board Size	0.017	1																									
Independent Board	0.1674	-0.1832	1																								
Board Gender Diversity	0.003	-0.0757	0.1695	1																							
Female on Board	0.003	-0.0757	0.1695	1	1																						
CEO Chairman Separation	-0.0859	0.0627	0.0684	-0.0172	-0.0172	1																					
Corporate Governance Board	0.1848	-0.037	0.4408	0.0754	0.0754	0.0275	1																				
External Consultant	0.0343	-0.1234	0.3522	0.0824	0.0824	0.0205	0.4205	1																			
Average Board Tenure	-0.1001	-0.0726	0.0148	-0.2371	-0.2371	0.1952	-0.0685	0.0023	1																		
Chairman is ex-CEO	-0.0867	0.0782	0.0429	-0.0067	-0.0067	0.9663	-0.0002	-0.0002	0.1968	1																	
CEO Board Member	-0.1765	0.0849	-0.0105	-0.1129	-0.1129	0.3244	0.0382	-0.1096	0.0477	0.2835	1																
Board Member Affiliations	0.0444	-0.0972	-0.0419	-0.0778	-0.0778	0.0424	0.0002	-0.0598	0.4152	0.0351	-0.078	1															
Board Background and Board Individual Re-election	-0.2613	-0.2613	0.1577	0.0619	0.0619	-0.0704	0.1128	0.0981	0.2854	-0.0832	-0.1203	0.3831	1														
Board Member Term	0.1902	-0.0603	0.1609	-0.0234	-0.0234	0.01	0.0913	0.2936	0.0262	0.0089	-0.2004	0.0182	0.1149	1													
ROA	-0.1026	-0.1043	-0.2022	0.0649	0.0649	0.1595	-0.1651	-0.069	0.1341	0.1419	-0.044	0.3517	0.2821	-0.0975	1												
Q	-0.0001	0.1372	-0.0259	-0.0105	-0.0105	0.001	-0.0512	-0.0952	-0.2006	-0.0056	0.0441	-0.1258	-0.1847	-0.0515	-0.0765	1											
EBITDA	-0.0126	-0.0074	-0.0319	0.0123	0.0123	-0.0193	-0.0241	-0.0307	-0.0682	-0.0186	0.0864	0.0287	0.037	-0.0482	0.1426	0.0353	1										
Total Capital	0.3745	0.0141	0.2194	-0.0252	-0.0252	-0.1018	0.1545	0.0729	-0.1073	-0.0993	-0.1588	-0.015	0.0793	0.1819	-0.1847	0.8816	-0.0099	1									
Total Liabilities	0.6869	-0.0526	0.2298	0.0284	0.0284	-0.1603	0.1753	0.1187	-0.0842	-0.1594	-0.1994	0.1312	0.1849	0.1695	-0.0579	-0.0103	-0.0171	0.3633	1								
Total Current Assets	0.4123	-0.0317	0.1297	-0.0276	-0.0276	-0.0446	0.0691	0.1028	0.1162	-0.034	-0.1041	0.1149	0.182	0.1695	-0.0804	-0.0345	-0.0135	0.2318	0.8515	1							
Total Long Term Debt	0.2576	-0.0426	0.017	-0.0498	-0.0498	-0.1175	0.0336	0.0405	0.0496	-0.1131	-0.1301	0.2065	0.1042	-0.0176	0.0028	-0.0158	-0.0598	0.1483	0.6058	0.304	1						
Long Term Debt	0.4758	0.0004	0.1321	0.0127	0.0127	-0.0604	0.0297	0.1355	0.0725	-0.0501	-0.1139	0.1561	0.1997	0.1964	-0.0198	-0.0281	-0.0145	0.2715	0.9106	0.8001	0.6548	1					
Current Assets	0.4738	0.0177	0.0987	-0.0165	-0.0165	-0.0406	0.0504	0.106	0.0511	-0.0277	-0.1036	0.1277	0.1737	0.1782	-0.0215	-0.0301	-0.1093	0.2669	0.9119	0.8756	0.6611	0.9838	1				
Actual	0.5764	0.0207	0.0601	-0.0302	-0.0302	-0.1364	0.1053	0.1392	-0.0899	-0.1425	-0.0978	0.0747	-0.0008	-0.088	-0.1173	-0.2063	-0.0807	0.5952	0.7273	0.8466	0.9277	0.6382	0.6266	1			
Total Equity	0.8061	-0.0893	0.2547	-0.0102	-0.0102	-0.1259	0.207	0.134	-0.0912	-0.1301	-0.2174	0.0548	0.1937	0.2334	-0.1067	-0.0109	-0.0168	0.4082	0.9108	0.5057	0.3791	0.6248	0.6196	0.6466	1		
Total Debt	0.4758	-0.0001	0.1387	0.0143	0.0143	-0.0634	0.0514	0.1177	0.0816	-0.0518	-0.1476	0.1569	0.2209	0.1972	-0.0346	-0.0307	-0.0153	0.2773	0.9097	0.9152	0.6895	0.9662	0.9684	0.6509	0.6213	1	
Total Assets Reported	0.5335	-0.0481	0.172	-0.0267	-0.0267	-0.0674	0.1072	0.1208	0.0822	-0.059	-0.1395	0.1139	0.2042	0.202	-0.0957	-0.0326	-0.0154	0.2883	0.9526	0.9839	0.8079	0.8857	0.8998	0.8319	0.6517	0.9334	1

Fuente: Elaboración propia a partir de las salidas del software Stata. (Denota un p-valor por debajo de 0.1; *un p-valor inferior a 0,05; **un p-valor por debajo de 0,01; ***un p-valor por debajo de 0.001)