



Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa

www.elsevier.es/redee



Artículo

Estructura del consejo de administración y rendimiento de la empresa española cotizada

Mercedes Rodríguez Fernández *, Sonia Fernández Alonso y José Rodríguez Rodríguez

Departamento de Economía y Administración de Empresas, Facultad de Estudios Sociales y del Trabajo, Universidad de Málaga, Ampliación Campus de Teatinos, 29071, Málaga, España

INFORMACIÓN DEL ARTÍCULO

Historia del artículo:

Recibido el 20 de junio de 2012

Aceptado el 10 de octubre de 2012

On-line el 5 de julio de 2013

Códigos JEL:

M21

G3

C13

Palabras clave:

Gobierno corporativo

Consejos de administración

Tamaño

Actividad

Independencia

Ocupación

Dualidad

Retorno sobre activos

Retorno sobre capital propio

Q de Tobin

R E S U M E N

En este trabajo se abordan diversos objetivos. En primer lugar se establece un marco teórico en el que se plantean los principales enfoques en que se sustentan los consejos de administración. A continuación se realiza una revisión de la literatura buscando la relación entre la estructura de los consejos y el rendimiento empresarial, dando con ello origen a las hipótesis de nuestro trabajo. Basándonos en ello, realizamos un estudio empírico aplicándolo a las empresas que cotizan en la bolsa de Madrid. Se aplica un modelo econométrico (regresión lineal múltiple) para comprobar la relación entre las características de los consejos de administración (tamaño, actividad, independencia, ocupación y dualidad) y el rendimiento medido en términos de ROA, ROE y Q de Tobin. Finalmente encontramos que tan solo el tamaño y el número de reuniones del consejo son variables que guardan relación con el rendimiento financiero de la empresa.

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

Structure of the board of directors of listed Spanish companies

A B S T R A C T

Several objectives are pursued in this work. First, a theoretical framework is established that lends support to the board of directors. A literature review then carried out in order to substantiate the relationship between board structure and the performance of the firm. This leads to five hypotheses. The empirical part of the study was then conducted by applying these hypotheses to companies listed in the Madrid Stock Exchange. An econometric model (multiple linear regression) is used to test the relationship between several features of the board (size, activity, independence, busyness and duality) and performance of the firms measured as Return on Equity (ROE) and Return on Assets (ROA), and Tobin's Q. It is concluded that the size and the activity of the board are the only two variables that correlate with the financial performance of the companies.

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

JEL classification:

M21

G3

C13

Keywords:

Corporate governance

Board of directors

Size

Activity

Independence

Busyness

Duality

Return on Assets

Return on Equity

Tobin's Q

* Autor para correspondencia.

Correo electrónico: mmrodriguez@uma.es (M. Rodríguez Fernández).

Introducción

Continuamente aparecen noticias en la prensa económica sobre casos de empresas con consejos de administración en conflicto debido a que conviven consejeros con diferentes tipos de intereses. En España es conocido el caso de la empresa Repsol, en la que se está produciendo una cruenta lucha por hacerse con el control del consejo. También está en proceso judicial el caso que mantiene en pugna a la eléctrica Iberdrola y al grupo de construcción y servicios ACS, tras que esta interpusiera una demanda judicial por las modificaciones a los Estatutos que había previsto la eléctrica para disminuir hasta 14 el número de miembros del consejo, impidiendo así la entrada de su mayor accionista (con el 19% de la propiedad). Desde un punto de vista académico no se entienden determinados comportamientos oportunistas de algunos consejeros que más que velar por la buena marcha del negocio solo persiguen el interés económico en un corto período de tiempo y no piensan en el futuro de la empresa y en su desenvolvimiento en el largo plazo. Ello nos da pie a iniciar esta investigación que, sin ser pretenciosa en sus objetivos, sí intenta arrojar alguna luz al controvertido campo de las estructuras de los consejos y su relación con el rendimiento financiero de la empresa.

La fuerte crisis económica que azota a España desde el año 2008 supone un estímulo importante para trabajar sobre un tema que consideramos puede aportar algo de utilidad tanto para la empresa en sí como para los gobernantes y para los inversores. La globalidad de la economía y la posibilidad de invertir en cualquier mercado de capitales del mundo hace necesario que esta información esté disponible para facilitar la toma de decisiones a la hora de invertir en la compra de acciones de empresas de un país o de otro. También este tipo de estudios puede tener valor predictivo, como lo señalan algunos autores (Conyon, Judge y Useem, 2011) al destacar la utilidad de la investigación en este campo para prevenir futuras crisis financieras. Es conveniente destacar que España es un país central en la Unión Europea y en la OCDE, por lo que el conjunto de empresas sobre las que recae el estudio (compañías cotizadas en la Bolsa de Madrid) tienen una importante dimensión internacional que conlleva que los resultados obtenidos puedan tener interés tanto dentro como fuera de nuestras fronteras.

En los últimos años ha habido una fuerte escalada a nivel internacional en la investigación sobre gobierno corporativo y, en concreto, sobre el tema en el que nosotros centramos nuestro estudio, es decir, en la relación entre la estructura del consejo de administración y el rendimiento del negocio (Bhagat y Black, 1999; Jackling y Johl, 2009; Judge, Naumova y Koutzevol, 2003; O'Connell y Cramer, 2010; Yoshimori, 2005; Zahra y Pearce, 1989). Como resultado de estas y otras investigaciones cabría esperar resultados que aclaren cómo es, en concreto, la citada relación. Sin embargo, como Nicholson y Kiel (2007) ya apuntaron en su día, el vínculo entre estas 2 ideas no se acaba de identificar con claridad, lo que nos da pie a continuar profundizando en ello.

Este trabajo específicamente investiga determinados aspectos de gobierno corporativo en España y profundiza en el nexo «estructura del consejo» y «rendimiento de la empresa». El estudio incluye un examen de las particularidades de los consejos incluyendo tamaño, composición, número de reuniones mantenidas y 2 características de los consejeros: su nivel de ocupación y el carácter dual del presidente del consejo, es decir, si el presidente del consejo es también primer ejecutivo de la compañía. Todo ello se pone en relación con el rendimiento financiero de la empresa.

Se espera que este trabajo contribuya a la investigación por ampliar la comprensión de las estructuras de gobierno y el rendimiento de la empresa en España enfocándose en la empresa que cotiza en bolsa. Los diferentes aspectos analizados nos sirven como medida del nivel de gobierno corporativo existente, dado que los consejos juegan un papel central en el gobierno de las empresas

cotizadas en la Bolsa española. En este sentido, las recomendaciones de buen gobierno corporativo publicadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, 1998, 2003 y 2006) en 3 sucesivas ocasiones (Informes Olivencia en 1998, Aldama en 2003 y Conthe en 2006) han ido ofreciendo una guía de actuación para las empresas que han marcado la pauta en los aspectos estructurales del consejo. Por consiguiente, en el análisis efectuado las empresas de la muestra ya incluyen estas recomendaciones de buen gobierno en sus consejos y el análisis de la relación con el rendimiento financiero obtenido supone una aportación a lo ya investigado en este campo.

El trabajo se estructura de la siguiente forma: en el siguiente apartado se presenta el marco teórico que sustenta la investigación en base a los principales enfoques desde los que analizar la relación corporativo-financiera (enfoque multiteórico). Seguidamente se hace una revisión teórica de los principales trabajos publicados hasta el momento que sirve de base para establecer las hipótesis de nuestro análisis empírico. A continuación, en el apartado «Metodología» se presenta el proceso de recogida de datos, la muestra con la que se trabaja y el modelo de regresión multivariable con el que probaremos si nuestras hipótesis se verifican o no. En el apartado «Análisis de datos y resultados» se presentan los resultados del modelo para las distintas variables dependientes analizadas, lo que finalmente conduce a la obtención de nuestras conclusiones.

Marco teórico

Aun sabiendo, como puntualizan Dulewicz y Herbert (2004, p. 277), que las principales teorías que se usan en investigación sobre gobierno corporativo son, «individual y colectivamente, inadecuadas o incompletas», y que una única teoría por sí misma no ilumina el completo espectro que supone el esfuerzo llevado a cabo por el consejo de administración de una empresa (Stiles y Taylor, 2001), creemos que debemos partir de unos troncos comunes, principales teorías, que han ido soportando a lo largo del tiempo el peso de tan profusa investigación llevada a cabo en este campo.

Las principales teorías que nos han ayudado a comprender el papel que los consejeros pueden jugar en contribuir al rendimiento de las organizaciones que ellos gobiernan son la teoría de la agencia, la teoría de los servidores y la teoría de la dependencia de recursos. También hay estudios que analizan el gobierno corporativo desde la perspectiva de los grupos de interés (*stakeholders*) o desde el enfoque institucional. Otros autores (Nicholson y Kiel, 2007; Preston, 1998), entre los cuales nos posicionamos, utilizan en sus estudios varias teorías a la vez con propósito comparativo y/o integrador. De esta forma, adoptamos un enfoque multiteórico fundamentado en la contribución que cada teoría puede hacer a la cuestión investigada en este trabajo.

Así, la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983) sostiene que el principal (accionista) tiene como objetivo prioritario la maximización del valor de la empresa y delega la conducción de la misma en el agente (directivo), quien se asume racional, individualista, adverso al riesgo y al esfuerzo y, por lo tanto, sus objetivos pueden estar en contra de los intereses del principal. Los supuestos de la teoría de la agencia se ajustan convenientemente a las estructuras de las empresas en los países desarrollados, y en particular a las de origen anglosajón con una estructura de la propiedad dispersa y, por lo tanto, con separación entre la propiedad y el control. Debido a que los inversores confían en los equipos directivos para tomar decisiones estratégicas en las empresas, ellos necesitan disuadir a los directivos de perseguir objetivos individualistas a expensas de los intereses de los accionistas (Eisenhardt, 1989). Esta teoría está en el origen de este trabajo, ya que la estructura del consejo de administración (referido al principal) y su posible relación con el rendimiento financiero de

la empresa (referido a la gestión del agente) da sentido a nuestra investigación.

La teoría sobre gobierno corporativo ha evolucionado desde enfoques más normativos hacia otros de carácter cognitivo y del comportamiento (Pugliese, Bezemer, Zattoni, Huse, van den Bosch y Volverda, 2009). Muth y Donaldson (1998) señalan desde la perspectiva de la psicología ocupacional que la teoría de los servidores (*stewardship*), en contra de lo que propone la teoría de la agencia, encuentra importantes motivos (ética de los managers, satisfacción en el trabajo, necesidad de reconocimiento) para evitar la confrontación de intereses entre la propiedad y los directivos, y en el caso que nos ocupa, para hacer que la estructura concreta del consejo genere un mayor rendimiento financiero como consecuencia de que los managers desarrollan su trabajo de forma transparente y eficiente.

Bajo este enfoque, los managers son individuos de confianza y buenos administradores de los recursos que se les han encomendado (Donaldson, 1990; Donaldson y Davis, 1991, 1994). Los seguidores de esta corriente (Davis, Shoorman y Donaldson, 1997) asumen una fuerte relación entre el éxito de la organización y la satisfacción de los principales centrándose en estructuras que facilitan y refuerzan el poder de los ejecutivos, dejando en un segundo plano la supervisión y el control. Esta teoría considera que los managers son naturalmente personas dignas de confianza (Donaldson y Preston, 1995) y, además, que los costes de agencia serán minimizados, pues los ejecutivos no van a ir en contra de los intereses de los accionistas por miedo a poner en peligro su reputación (Donaldson y Davis, 1994).

Los consejos de administración en la investigación actual son analizados bajo el enfoque de la teoría de la dependencia de recursos (Barroso Castro, Villegas Perrián y Pérez-Calero, 2011), según la cual el consejo es un esencial vínculo entre la empresa y los recursos necesarios para maximizar su rendimiento (Pfeffer, 1973; Pfeffer y Salancik, 1978). Lo que no hay es una clara definición acerca de lo que es un importante recurso, ya que esta teoría se enfoca desde las disciplinas sociológicas y administrativas (Pettigrew, 1992). En sí, el consejo es un importante recurso para la empresa, sobre todo en la relación que guarda con el medio ambiente externo (Palmer y Barber, 2001), siendo capaz de obtener ventaja competitiva sostenible difícil de imitar para los competidores (Barney, 1991; Grant, 1991).

Tomando en consideración los intereses de toda la sociedad, la teoría de los grupos de interés contribuye de manera significativa en este trabajo. Los buenos resultados financieros de la empresa y su relación directa con la correcta estructura y funcionamiento del consejo favorecen a accionistas, empleados, clientes, proveedores y todos aquellos agentes que puedan verse afectados por las decisiones que se toman en la compañía. Los debates académicos en torno a este enfoque (Donaldson, 1999; Donaldson y Preston, 1995; Freeman, 1984; Jones y Wicks, 1999; Kaufman y Englander, 2011; Pesqueux y Damak-Ayadi, 2005; Preston, 1998; Preston y Donaldson, 1999; Sternberg, 1997) se suceden a lo largo del tiempo. A nuestro juicio nos parece una teoría integradora y que evita las limitaciones de las anteriores: el «supuesto» conflicto entre el principal y el agente, la «hipotética» bonanza del servidor y el «limitado» papel del consejo en la dependencia de recursos.

La perspectiva teórica institucional desarrollada por Scott (2001) nos provee un marco diferente desde el que analizar las interrelaciones corporativas y financieras. El punto clave dentro de esta teoría es que todos los actores sociales están buscando legitimidad y/o reinventando normas legítimas dentro del entorno institucional (Judge, Li y Pinsker, 2010). Si las organizaciones persiguen la legitimidad por encima de la eficiencia económica (Carver, 2010) y si el gobierno corporativo está integrado en los contextos económico, cultural y social, además del bienestar económico, el bienestar social y el balance de los grupos

de interés deben ser tenidos en cuenta (Johanson y Ostergren, 2010).

Por último, el aporte teórico realizado por Donaldson (1999) y denominado teoría de la cartera organizacional enfoca directamente a los determinantes y las consecuencias de la composición del consejo. Esta teoría ayuda en la comprensión de la dinámica relación entre las características del consejo y el rendimiento de la empresa (Heslin y Donaldson, 1999). Presentan un modelo de influencia recíproca de la composición del consejo sobre el riesgo y el rendimiento e identifican factores que previenen a la empresa de obtener bajos niveles de rendimiento llamando la atención para que los consejos sean más fuertes e independientes utilizando estrategias de diversificación, divisionalización y desinversión.

Revisión de la literatura y planteamiento de hipótesis

Se ha puesto de manifiesto la necesaria conexión entre 2 grandes áreas de gestión en la empresa: el departamento estratégico y el departamento financiero, y por ello se hace indispensable el estudio detenido de la estructura y de la forma de funcionamiento interno de los consejos de administración y su relación con el rendimiento financiero de la empresa.

De la estructura y funcionamiento de los consejos se derivan acciones que repercuten en la marcha de la empresa. Por ello nos vamos a centrar en diversos factores que creemos que son significativos y pueden guardar relación con el rendimiento financiero de la compañía. En concreto, van a tratarse 5 características: tamaño del consejo, es decir, número de miembros que lo forman; actividad o número de reuniones que mantiene el consejo anualmente; composición del consejo medida como porcentaje de consejeros externos independientes que lo conforman; cargos que ocupan, es decir, el número de puestos adicionales ocupados por los consejeros tanto en empresas del grupo como en otras fuera de él; y dualidad del presidente, que se entiende como la ocupación por la misma persona de los cargos de presidente del consejo y primer ejecutivo de la compañía (CEO).

Para el planteamiento de las hipótesis y para determinar su sentido concreto, positivo o negativo, hemos realizado una revisión de la literatura basándonos en la experiencia previa investigadora habida en este mismo tipo de análisis a nivel internacional. En la *tabla 1* aparecen los principales estudios en los que nos hemos enfocado, así como sus características diferenciadoras: país, número de empresas, período del estudio, tipo de análisis estadístico, resultados de las hipótesis que plantean, teorías en que se fundamentan, carácter cotizado o no en bolsa de la muestra y la medida de rendimiento financiero que usan para obtener sus resultados. La *tabla 2*, por su parte, recoge un resumen de la *tabla 1*.

Está ampliamente aceptado y ha quedado demostrado en la revisión de la literatura realizada en la *tabla 1* (columna relativa a los enfoques teóricos que usan en su argumentación los autores de los trabajos) que una única teoría no puede explicar el vínculo corporativo-financiero de la organización, sino que este adquiere un carácter más variado y complejo (Nicholson y Kiel, 2007). Las principales teorías utilizadas en la literatura son la teoría de la agencia, la teoría de la dependencia de recursos, la teoría de los servidores, la teoría de los grupos de interés, el enfoque institucional y la teoría de la cartera organizacional. Es por ello que nos posicionamos, al igual que otros autores (Macus, 2008; Barroso Castro, Villegas Perrián y Pérez-Calero, 2010), desde un enfoque multiteórico a la hora de plantear las hipótesis de nuestra investigación.

Tamaño del consejo (número de miembros del consejo)

Basándonos en la teoría de la dependencia de recursos podemos anticipar que un consejo que esté muy bien relacionado con

Tabla 1
Revisión de la literatura

Estudio	País	Empresas (n)	Período	Análisis estadístico	H1 TAMAÑO	H2 ACTIVIDAD	H3 INDEPENDENCIA	H4 OCUPACIÓN	H5 DUALIDAD	Teorías	Cotiza la muestra	Medida de rentabilidad
Abdullah, 2004	Malasia	313, 321, 318	1994-1996	T test, Correlación de Spearman	–	–	Sin relación	–	Sin relación	Anglo-americano enfoque, teorías de la agencia y hegemonía	Sí	ROA, ROE
Alves y Mendes, 2004	Portugal	60, 44, 509	1998, 2000, 2001	Modelo multifactorial y regresión de 2 etapas	Positiva	–	Positiva	–	–	–	Sí	ROA
Ameer et al., 2010	Malasia	277	2002-2007	Regresión lineal	–	–	Positiva	–	–	Teorías de la agencia, servidores y dependencia de recursos	Sí	Q de Tobin
Baliga y Moyer, 1996	EE.UU.	500	1990	Análisis de regresión y test de Wilcoxon	–	–	–	–	Sin relación	Teoría de la agencia	No	ROA, ROE
Barroso Castro et al., 2009	España	119	1993-2000	Correlación «zero order» y análisis de regresión	Positiva	–	Negativa	–	–	Teorías de la agencia, servidores y dependencia de recursos	Sí	Rentabilidad económica
Barroso Castro et al., 2010	España	45	2008-2009	Análisis de regresión	Positiva	–	Negativa	–	–	Teoría de dependencia de recursos	Sí	–
Bhagat y Black, 2002	EE.UU.	934	1991	Regresión mínimos cuadrados ordinarios y 3 etapas	–	–	Negativa	–	–	Estudio empírico	No	ROA, Q de Tobin
Brick y Chidambaran, 2010	EE.UU.	5.228	1999-2005	Análisis de regresión multivariable	–	Positiva	–	–	–	Estudio empírico	No	ROA, Q de Tobin
Crespí, 2010	España	124	2009	Regresión lineal múltiple	Sin relación	Sin relación	Sin relación	Sin relación	Sin relación	–	Sí	ROA, ROE, Q de Tobin
Dalton et al., 1998	Internacional	53.075	1972-1996	Estudio metaanalítico	–	–	Sin relación	–	Sin relación	Teorías de la agencia y servidores	No	ROA, ROE, Q de Tobin
Dalton et al., 1999	Internacional	20, 62	1972-1996	Estudio metaanalítico	Positiva	–	–	–	–	Teorías de la agencia, servidores y dependencia de recursos	No	ROA, ROE, Q de Tobin
Daraghma y Alsinawi, 2010	Palestina	28	2005-2008	Regresión lineal simple y múltiple con mínimos cuadrados	Negativa	–	–	–	Positiva	–	Sí	Retorno sobre ingresos o ventas
De Andres et al., 2005	Europa Occidental y Norteamérica	450	1996	Regresión mínimos cuadrados ordinarios en 3 etapas	Negativa	Sin relación	Sin relación	–	–	Teoría de la agencia	No	Valor de mercado/valor contable, ROA, Q de Tobin
Dey y Chauhan, 2009	India			Regresión múltiple	Negativa	–	Sin relación	–	–	Teoría de la agencia	Sí	Valor de mercado añadido, Q de Tobin

Di Pietra et al., 2008	Italia	77	1993-2000	Regresión mínimos cuadrados ordinarios	Sin relación	–	–	Positiva	–	Teoría de la agencia	Sí	Valor de mercado/valor contable
Dowell et al., 2011	Internacional	227	2000-2002	Modelo exponencial	Negativa	–	–	–	Positiva	Teoría de la agencia	Sí	Medida de dificultad financiera
Drakos y Bekiris, 2010	Grecia	146, 232	2000-2006	Análisis de ecuaciones simultáneas	Negativa	–	Sin relación	–	Sin relación	Teoría de la agencia	Sí	ROA y Q de Tobin
Ehikioya, 2009	Nigeria	107	1998-2002	Modelo de regresión	–	–	Sin relación	–	Negativa	Teoría de la agencia	Sí	ROA, ROE, Q de Tobin
Elsayed, 2007	Egipto	92	2000-2004	Regresión mínimos cuadrados ordinarios	–	–	–	–	Positiva	Teorías de la agencia, servidores y contingencia	Sí	Q de Tobin, ROA
Fernández et al., 1998	España	67	1993	Regresión mínimos cuadrados ordinarios	Positiva	–	Positiva	–	–	Teoría de la agencia	Sí	Q de Tobin
Ferris et al., 2003	EE.UU.	3.190	1995	Análisis de regresión logística, multivariable y test de Wilcoxon	–	–	–	Sin relación	–	Teoría de la agencia	No	Valor de mercado/valor contable
Fich y Shivdasani, 2006	EE.UU.	508	1989-1995	Análisis de regresión y test de Wilcoxon	–	–	–	Negativa	–	–	No	Valor de mercado/valor contable, ROA
Gill et al., 2009	Internacional			Revisión de textos	Sin relación	Sin relación	Sin relación	Sin relación	Sin relación	Teoría de la agencia	No	ROA, ROE, Q de Tobin
Guest, 2009	Inglaterra	2.746	1981-2002	Regresión mínimos cuadrados ordinarios, efectos fijos y modelo de momentos generalizados	Negativa	–	–	–	–	–	Sí	ROA, Q de Tobin
Hu et al., 2010	China	304	2003-2005	Modelo de ecuaciones estructurales	–	–	–	–	Negativa	–	Sí	Q de Tobin
Jackling y Johl, 2009	India	180	2005-2006	Regresión múltiple 3 etapas por mínimos cuadrados ordinarios	Positiva	Sin relación	Sin relación	Negativa	Sin relación	Teorías de la agencia y dependencia de recursos	Sí	ROA, Q de Tobin
Judge et al., 2003	Rusia	45	2002	Regresión lineal múltiple	–	–	–	–	Negativa	Teoría de la agencia y enfoque institucional	No	Rentabilidad financiera
Kaczmarek et al., 2011	Reino Unido	350	1999-2008	Modelo lineal efectos mixtos			Positiva	Sin relación		Teoría de la agencia y de la identidad social	Sí	Q de Tobin
Kiel y Nicholson, 2003	Australia	348	2003-2004	Análisis de regresión	Positiva	–	–	Sin relación	–	Teoría de dependencia de recursos	Sí	WTSR

Tabla 1 (continuación)

Estudio	País	Empresas (n)	Período	Análisis estadístico	H1 TAMAÑO	H2 ACTIVIDAD	H3 INDEPENDENCIA	H4 OCUPACIÓN	H5 DUALIDAD	Teorías	Cotiza la muestra	Medida de rentabilidad
Kota y Tomar, 2010	India	106	2005-2007	Análisis de regresión	Negativa	–	Sin relación	–	Positiva	Teorías de la agencia, servidores y hegemonía de la dirección	Sí	Q de Tobin
Larmou y Vafeas, 2010	Internacional	257	1996-2000	Análisis de regresión	Positiva	Positiva	Sin relación	–	–	–	No	Valor de mercado/valor contable, ingreso operativo antes de depreciación dividido por total activos
Lehn et al., 2009	EE.UU.	82	1935-2000	Análisis de regresión	Sin relación	–	Sin relación	–	–	Teoría de la agencia	Sí	Valor de mercado/valor contable
Lin et al., 2009	China	461	1999-2002	DEA (análisis envolvente de datos)	–	Positiva	Positiva	–	Sin relación	Teoría de la agencia	Sí	Ingresos por ventas
McIntyre et al., 2007	Canadá	300	2003	Análisis de regresión transversal	Positiva	–	–	–	–	Agencia y teorías del comportamiento	Sí	ROA, Q de Tobin, EVA
Miwa and Ramseyer 2005	Japón	1.000	1986-1994	Análisis de regresión ordinaria por mínimos cuadrados y de dos etapas	–	–	Sin relación	–	–	Teoría reformista	Sí	Q de Tobin, ROI
Mura, 2007	Inglaterra	672/6.340	1991-2001	Modelo de momentos generalizado	–	–	Positiva	–	–	–	Sí	Q de Tobin
O'Connell y Cramer, 2010	Irlanda	77	2001	Estimación ordinaria por mínimos cuadrados	Negativa	–	Positiva	–	–	Teoría de la agencia	Sí	Retorno y Q financiera
Raja y Kumar, 2008	India	40	2005	Análisis factorial y regresión por mínimos cuadrados	Positiva	–	Positiva	–	–	Teoría de la agencia	Sí	Q de Tobin
Reddy et al., 2010	Nueva Zelanda	50	1997-2007	Análisis de regresión ordinaria por mínimos cuadrados y de 2 etapas	Positiva	–	Positiva	–	–	Teoría de la agencia	Sí	ROA, Q de Tobin, Valor de mercado/valor contable
Schmid y Zimmermann, 2008	Suiza	152	1993-2000	Análisis de regresión ordinaria por mínimos cuadrados y de dos etapas	–	–	–	–	Sin relación	Teoría de la agencia	Sí	Q de Tobin
Stanwick y Stanwick, 2010	Canadá	47	2007	Análisis de regresión	–	–	Negativa	–	–	Teorías de la agencia y dependencia de recursos	No	Ratio de ventas a beneficio neto

Tin y Shu, 2008	Hong Kong	128	2003	Correlación de Pearson t-test	-	-	-	Positiva	Teorías de la agencia y servidores	Sí	ROA, ROE, ROCE, valor de mercado/valor contable ROE, ROCE
Uadiale, 2010	Nigeria	30	2007	Estimación ordinaria por mínimos cuadrados	Positiva	-	Positiva	Negativa	Teoría de la agencia	Sí	
Yammeesri y Herath, 2010	Tailandia	245	2004	Correlación de Pearson y regresión transversal	Sin relación	-	Sin relación	Negativa	Teoría de la agencia	Sí	Q de Tobin

Fuente: Elaboración propia.

su ambiente externo tendrá más fácil acceso a los recursos (Barroso Castro et al., 2011) y, por tanto, el rendimiento de la compañía también se verá beneficiado. Los recursos que añaden valor a la empresa son de tipo financiero, relaciones con clientes, proveedores y grupos de interés significativos. La literatura administrativa ve al consejo de administración en sí mismo como un importante recurso para las empresas y con un papel destacado en la extracción de medios provenientes del ambiente externo (Hillman, Cannella y Paetzold, 2000). Por ello, mientras más personas compongan el consejo, más vínculos externos se podrán desarrollar y mejor será el rendimiento esperado para la organización.

La teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983), al diferenciar entre el principal (consejo) y el agente (ejecutivos) ha generado evidencia cuando Goodstein, Gautam y Boecker (1994) sugieren que consejos numerosos pueden llegar a reducir la dominancia del director ejecutivo. Por su parte, la teoría de los grupos de interés (Donaldson, 1999; Donaldson y Preston, 1995; Freeman, 1984; Frooman, 1999) en relación al tamaño del consejo contribuye a la idea de que un número elevado de consejeros realizará una aportación global en los debates de las reuniones de mayor riqueza y tendrá en cuenta más diversidad de intereses de los diferentes grupos relacionados con la empresa.

Los autores que han indagado en la relación concreta entre el tamaño del consejo y el rendimiento de la organización llegan a conclusiones contradictorias, aunque mayormente los resultados se inclinan hacia el lado positivo (ver H1 en la tabla 2), como ocurre en los estudios a nivel internacional realizados por Dalton, Daily, Ellstrand y Johnson (1999) y Larmou y Vafeas (2010), que se caracterizan por no usar en sus muestras empresas que cotizan en Bolsa. Es de destacar que Dalton et al. (1999) usa 3 teorías principales para analizar la relación corporativo-financiera, a saber: la teoría de la agencia, la de dependencia de recursos y la de los servidores.

A nivel nacional, autores que han llegado a esta misma conclusión son: Alves y Mendes (2004), que enfocan su estudio en Portugal, Barroso Castro, Domínguez de la Concha, Vecino Gravel y Villegas Periñan (2009) y Fernández, Gómez-Ansón y Fernández-Méndez (1998), que lo enfocan en empresas españolas que cotizan en bolsa, Jackling y Johl (2009) y Raja y Kumar (2008) en India, Kiel y Nicholson (2003), que lo aplican a empresas australianas, McIntyre, Murphy y Mitchell (2007) en Canadá, Reddy, Locke y Scrimgeour (2010) en Nueva Zelanda, y finalmente Uadiale (2010), que se centra en Nigeria.

Por el contrario, el número de investigadores que han obtenido una relación negativa entre el tamaño del consejo y el rendimiento financiero de la empresa es menos numeroso, destacando a nivel internacional los estudios de De Andres, Azofra y Lopez (2005), que lo aplican a Europa Occidental y Norteamérica, o Dowell, Shakell y Stuart (2011), a nivel mundial. Entre los estudios realizados sobre un único país hay que reseñar Daraghma y Alsinawi (2010) en Palestina, Dey y Chauhan (2009) y Kota y Tomar (2010), ambos en India, Drakos y Bekiris (2010) en Grecia, Guest (2009) en el Reino Unido y O'Connell y Cramer (2010) en Irlanda.

Otros autores, como Crespí (2010) en España, Di Pietra, Grambovas, Raonic y Riccaboni (2008) en Italia, Gill, Vijay y Jha (2009) a nivel internacional, Lehn, Patro y Zhao (2009) en Estados Unidos o Yammeesri y Herath (2010) en Tailandia, no llegan a proporcionar resultados en uno u otro sentido (ver H1 en tabla 1).

El último código de buen gobierno corporativo aprobado en España (CNMV, 2006) señala al respecto que un mínimo de consejeros proporciona riqueza de puntos de vista, mientras que un número excesivo puede favorecer la inhibición de los consejeros e ir en detrimento de la efectividad e incluso de la cohesión del consejo. Por ello recomienda que su tamaño no sea inferior a 5 ni superior a 15 miembros. Teniendo en cuenta las anteriores

Tabla 2
Tabla resumen de la revisión de la literatura

Resultados	H1 TAMAÑO	H2 ACTIVIDAD	H3 INDEPENDENCIA	H4 OCUPACIÓN	H5 DUALIDAD
Negativa	8	0	4	2	5
Positiva	12	3	10	1	5
Sin relación	5	4	14	5	9

Fuente: Elaboración propia.

evidencias empíricas, así como esta última recomendación, proponemos la siguiente hipótesis para nuestro estudio:

H1 (TAMAÑO). El tamaño del consejo de administración y el rendimiento de la empresa presentan una relación positiva.

Actividad del consejo de administración (número de reuniones anuales)

Un aspecto de la teoría de dependencia de recursos unido al gobierno corporativo y al rendimiento es la intensidad de la actividad del consejo, medida como el número de reuniones del consejo. El mayor número de encuentros posibilita que nuevas ideas fluyan y se traduzcan en generación de recursos para la organización. La teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983) al confrontar los intereses del principal se refleja en la relación entre el consejo y los ejecutivos, ya que un incremento número de encuentros provoca mayor comunicación entre ambos agentes y un posible mayor control del consejo sobre el equipo directivo. Esta mayor actividad del consejo también influirá en mayor o menor grado sobre los intereses de todos los grupos de interés relacionados con la organización (Freeman, 1984; Froomean, 1999).

De los estudios recopilados en la tabla 1 (ver resultados para H2) concluimos que 4 de 7 que tratan esta misma hipótesis quedan indefinidos (Crespí, 2010; De Andres et al., 2005; Gill et al., 2009; Jackling y Johl, 2009) mientras que en 3 de ellos (Brick y Chidambaran, 2010; Larmou y Vafeas, 2010; Lin, Ma y Su, 2009) los autores encuentran una relación positiva. Recurriendo a las recomendaciones del código de buen gobierno corporativo (CNMV, 2006) no encontramos referencia expresa al número de reuniones del consejo, aunque sí nos remite al anterior Informe Olivencia (CNMV, 1998), que establece que para asegurar el adecuado funcionamiento del consejo sus reuniones han de celebrarse con la frecuencia necesaria para el cumplimiento de su misión. Por consiguiente, de todos los testimonios teóricos y empíricos anteriores deducimos la siguiente hipótesis para nuestro trabajo:

H2 (ACTIVIDAD). Existe una relación positiva entre la actividad del consejo de administración y el rendimiento de la empresa.

Composición del consejo (porcentaje de consejeros externos independientes)

De la tipología de consejeros existente nos centramos en los independientes, dado que son designados en base a sus condiciones personales y profesionales y deben desempeñar sus funciones con imparcialidad y objetividad de criterio (CNMV, 2003) sin ser condicionados por la sociedad, por los accionistas o por los ejecutivos. Las teorías administrativas que arrojan luz en la relación entre la composición del consejo y el rendimiento empresarial son varias. La teoría de la agencia (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983) implica que se deben establecer adecuados mecanismos de control sobre los ejecutivos para proteger los intereses de los accionistas. De esta forma, una elevada proporción de consejeros independientes es vista como positiva a la hora de obtener un mayor rendimiento

(Jensen y Meckling, 1976). Y la autonomía y reconocida valía profesional que se les supone a estos consejeros está en la base de la aplicación de la teoría de dependencia de recursos (Pfeffer, 1973; Pfeffer y Salancik, 1978). Donaldson (1999), bajo el enfoque de la nueva teoría de la cartera organizacional, incide directamente en los determinantes y las consecuencias de la composición del consejo. Esta teoría ayuda en la comprensión de la dinámica relación entre las características del consejo y el rendimiento de la empresa (Heslin y Donaldson, 1999). Estos autores presentan un modelo de influencia recíproca de la composición del consejo sobre el riesgo y el rendimiento e identifican factores que previenen a la empresa de obtener bajos niveles de rendimiento llamando la atención para que los consejos sean cada vez más fuertes e independientes.

De la revisión de la literatura efectuada en la tabla 1 y de su resumen en la tabla 2 (ver resultados para H3) se infiere, en primer lugar, que es un tema ampliamente debatido (el más estudiado por los autores, seguido por el tamaño del consejo) y, en segundo lugar, que dominan los estudios que no llegan a dar un resultado claro (Abdullah, 2004; Dalton, Daily, Ellstrand y Johnson, 1998; Dey y Chauhan, 2009; Drakos y Bekiris, 2010; Ehikioya, 2009; Lehn et al., 2009; Miwa and Ramseyer, 2005; Yammeesri y Herath, 2010). Stanwick y Stanwick (2010) realiza su estudio en Canadá y Bhagat y Black (2002) en EE.UU. publicando ambos resultados negativos para esta relación. Por el contrario, hay más estudios que arrojan resultados positivos. Destacamos los siguientes: Alves y Mendes (2004) en Portugal, Ameer, Ramli y Zakaria, 2010 en Malasia, Kaczmarek et al. (2011) y Mura (2007) en el Reino Unido, Lin et al. (2009) en China, O'Connell y Cramer (2010) en Irlanda, Raja y Kumar (2008) en India, Reddy et al. (2010) en Nueva Zelanda y Uadiale (2010) en Nigeria. Cabe señalar que todos ellos usan en sus estudios muestras de empresas cotizadas en Bolsa (ver columna correspondiente de la tabla 1), coincidiendo en ese aspecto con nuestro trabajo.

Basándose en todas las evidencias empíricas anteriormente señaladas y siguiendo la recomendación que al respecto establece el código unificado donde apla a que el número de consejeros independientes represente al menos un tercio del total de consejeros (CNMV, 2006), planteamos la tercera de nuestras hipótesis de trabajo de la siguiente forma:

H3 (INDEPENDENCIA). La proporción de consejeros externos independientes y el rendimiento de la empresa exhiben una positiva relación.

Ocupación (cargos ostentados por los consejeros)

La ocupación de los miembros del consejo es explicada por la teoría de dependencia de recursos (Pfeffer, 1973; Pfeffer y Salancik, 1978). Un consejo que mantenga un alto nivel de compromiso con su ambiente externo proporcionará acceso a recursos variados que mejorarán el rendimiento empresarial. Pero la literatura también nos ofrece posturas en contra de los cargos que un consejero puede mantener, ya que un gran número de ellos (tanto en empresas del grupo como en otras fuera del mismo) pueden comprometer su habilidad para vigilar la gestión de la compañía y llegar a perjudicarla. Incluso los múltiples cargos pueden no ser consistentes con los intereses de los accionistas.

En Italia, Di Pietra et al. (2008) obtuvo un resultado positivo para la relación propuesta en esta hipótesis basándose en la teoría de la agencia y usando en su muestra empresas cotizadas en Bolsa. En cambio, Jackling y Johl (2009) o Fich y Shivdasani (2006) no llegaron a la misma conclusión en sus trabajos. Las primeras autoras deducen finalmente que los consejeros externos ocupados pueden no tener la necesaria reputación y redes de contacto necesarias para generar beneficios a las empresas indias. Para Fich y Shivdasani (2006), un consejero externo ocupado es aquel que se sienta en tres o más consejos. Usan en su trabajo una muestra de grandes compañías industriales americanas listadas en el 1992Forbes500 durante un período de 7 años y concluyen que una mayoría de empresas con consejeros externos ocupados presentan resultados financieros más bajos.

Estudios que concluyen sin relación son los de Ferris, Jagannathan y Pritchard (2003) en Estados Unidos, Gill et al. (2009) a nivel internacional, Kaczmarek, Kimino y Pye (2011) en el Reino Unido, Kiel y Nicholson (2003) en Australia o Crespi (2010) en España. La recomendación de la Comisión Europea (CE, 2005) es que cada administrador se comprometerá a limitar el número de sus demás compromisos profesionales (cargos directivos en otras empresas) en la medida necesaria para poder cumplir correctamente sus tareas. Teniendo en cuenta esta última advertencia y los testimonios empíricos anteriores, podemos extraer la siguiente hipótesis de trabajo:

H4 (OCUPACIÓN). La relación entre el nivel de ocupación de los consejeros y el rendimiento de la empresa presenta una asociación negativa.

Dualidad del consejo (los cargos de presidente del consejo y primer ejecutivo de la compañía recaen en la misma persona)

Usando la teoría de la agencia, sería de esperar que la separación de poderes entre el presidente y el primer ejecutivo de la compañía condujera a un mayor rendimiento. Se asume que hay inevitables conflictos entre la parte que delega (principal) y aquellos que ejecutan (agentes) (Jensen y Meckling, 1976). Por ello, desde la perspectiva de la agencia estos 2 cargos deberían estar separados. Esta no dualidad permite al consejo de administración, en tanto que representante de los accionistas, controlar la gestión de los ejecutivos como propiamente interesados.

Está aceptado, sin embargo, que la teoría de los servidores adopta una visión contraria del debate dualidad-rendimiento. Defensores de esta teoría argumentan que la toma de decisiones autoritaria bajo el liderazgo de una única persona ostentando los 2 cargos conduce a mayores niveles de rendimiento (Donaldson y Davis, 1991).

Teniendo en cuenta las diferencias en las perspectivas teóricas, y recurriendo a las evidencias empíricas existentes sobre el impacto de la dualidad en el rendimiento, no se llega a aclarar la relación. Los resultados positivos provienen de estudios a nivel internacional, como el de Dowell et al. (2011) o el de Daraghma y Alsinawi (2010) en Palestina, el de Elsayed (2007) en Egipto, el de Kota y Tomar (2010) en India o el de Tin y Shu (2008) en Hong Kong. Estos últimos aplican su estudio teniendo en cuenta el control familiar de las empresas, llegando a aseverar que este puede tener un efecto moderadamente negativo sobre la relación dualidad-rendimiento. Dowell et al. (2011) encuentran evidencia positiva en empresas de Internet con ejecutivos poderosos que muestran altas probabilidades de supervivencia en tiempos de crisis. Uadiale (2010), en la empresa nigeriana, según el tipo de medida de rendimiento financiero que utilice encuentra positiva o negativa relación con la dualidad del CEO. Schmid y Zimmermann (2008) estudian la separación de ambos cargos en Suiza, un país donde ello consti-

tuye una práctica habitual, y llegan a concluir que no hay evidencia de una significativa diferencia entre firmas donde los cargos están combinados y aquellas otras donde se separan.

Ehikioya (2009) en Nigeria, Hu, Tam y Tan (2010) en China, Judge et al. (2003) en Rusia o Yammesri y Herath (2010) en Tailandia arrojan resultados negativos para el vínculo. Resultados sin relación vierten los estudios de Abdullah (2004) en Malasia, Dalton et al. (1998) y Gill et al. (2009) a nivel internacional o Lin et al. (2009) en China. Drakos y Bekiris (2010) se centran en empresas cotizadas en la bolsa de Atenas entre los años 2000 a 2006, y usando sistemas de ecuaciones simultáneas tampoco llegan a determinar un signo concreto.

El Informe Olivencia (CNMV, 1998) recomienda que el consejo adopte las medidas de cautela necesarias para reducir los riesgos de concentración de poder en una sola persona, y la recomendación de la Comisión Europea (CE, 2005) es que se informe de las medidas de salvaguarda que se aplicarán cuando se dé este hecho.

Tras considerar las argumentaciones teóricas y empíricas anteriores, planteamos la siguiente hipótesis de trabajo para el vínculo analizado:

H5 (DUALIDAD). Existe una relación negativa entre el carácter dual del presidente del consejo y el rendimiento de la compañía.

Metodología

Muestra y recogida de datos

La muestra inicial de datos para este estudio se obtuvo de la lista de empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid. En este sentido, la información se ha obtenido a través de las páginas web de la propia Bolsa (<http://www.bolsamadrid.es>) y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)¹ (<http://www.cnmv.es>). En principio, el número de empresas que cotizaban en 2009 en el mercado continuo y en el parqué (excluyendo Latibex) ascendía a 146. Los bancos y las compañías financieras fueron excluidos de la muestra debido a su diferente estructura contable, que genera dificultad en calcular los ratios financieros utilizados en el estudio, y porque así lo han hecho autores que nos han precedido en este tipo de análisis (Black, Kim, Jam y Park (2010); Jackling y Johl, 2009). Para recabar los datos de la estructura del consejo de administración nos centramos fundamentalmente en los Informes de Gobierno Corporativo publicados fundamentalmente en las webs de las empresas, a través de la CNMV o directamente solicitándolos a las propias compañías. Para recabar los ratios financieros de estas empresas hemos usado las bases de datos SABI² (como en Mateos, Gimeno y Escot (2011)) y AMADEUS³. Se han empleado ambas bases de datos por 2 motivos: en primer lugar porque a la que se recurrió

¹ La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV; <http://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx?lang=es>) es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores de España y de la actividad de cuantos intervienen en ellos. El principal mercado de valores de España es la Bolsa de Madrid (<http://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx?lang=es>), institución fundada en 1831 que finalizó el año 2010 con un volumen de capitalización bursátil de 1.071.633 millones de euros y 3.355 compañías admitidas a negociación en todos los segmentos de la Bolsa española.

² SABI (*Analysis System of Iberian Balances*) es una base de datos que contiene información general y financiera sobre más de 800.000 empresas españolas. La información es obtenida desde distintas fuentes oficiales, registros mercantiles, prensa económica... y se actualiza periódicamente.

³ AMADEUS es una base de datos que contiene información financiera sobre 18 millones de compañías europeas públicas y privadas. El informe de cada empresa incluye datos sobre pérdidas y ganancias, balances, ratios y previsiones de hasta 5 años. Es una herramienta de investigación muy útil para estudios sectoriales, macro y microeconómicos.

inicialmente, AMADEUS, de ámbito europeo, no incluía los datos de todas las empresas de la muestra, y en segundo lugar porque nos ha permitido contrastar los datos. Finalmente, hemos llegado a tener un conjunto de 121 empresas con todos sus datos (corporativos y financieros).

Modelo de regresión multivariable

La relación entre el rendimiento de la firma y la estructura del consejo se analiza siguiendo el siguiente modelo base (Bhagat y Bolton, 2008):

$$\text{RENDIMIENTO} = \alpha + \beta_1 \text{N.CONSEJEROS} + \beta_2 \text{N.REUNAÑO} + \beta_3 \% \text{INDEPENDIENTES} + \beta_4 \text{DUALIDAD} + \beta_5 \text{PODER.CEO} + \beta_6 \text{OCUPAMED.INT} + \beta_7 \text{OCUPAMED.EXT} + \epsilon \text{ (residuos)}$$

Para valorar el rendimiento empresarial utilizamos 3 ratios financieros diferentes: ROA, ROE y Q de Tobin, siguiendo, entre otros, a Guest (2009), Jackling y Johl (2009) o a Crespi (2010) en sus recientes análisis. La variable ROA (*Return on Assets*) es el ratio del beneficio operativo antes de depreciación y provisiones dividido por el total de activos. La variable ROE (*Return on Equity*) es el resultado de dividir el beneficio operativo antes de depreciación y provisiones entre el capital propio, y Q de Tobin es el ratio resultante de dividir el valor de cotización de la acción entre el valor contable de la misma, es decir, entre el coste de reposición de los activos (Perfect y Wiles, 1994).

Las variables independientes usadas en el modelo son siete. La variable N.CONSEJEROS representa el tamaño del consejo de administración y se calcula como el número de consejeros que lo componen y que, por tanto, participan en las deliberaciones. La variable %INDEPENDIENTES, referida a la composición del consejo, es el porcentaje de consejeros externos independientes⁴ y se calcula dividiendo el número de consejeros externos independientes entre el número total de consejeros que componen el consejo y multiplicando el resultado por 100. La variable N.REUNAÑO se refiere a la actividad que mantiene el consejo y se calcula como el número de reuniones anuales que mantiene el consejo de administración. Las variables OCUPAMED.INT y OCUPAMED.EXT se refieren a la ocupación de los consejeros e indican el número medio de cargos adicionales que ocupan los consejeros en empresas del grupo (OCUPAMED.INT) o en empresas fuera del grupo (OCUPAMED.EXT). Los valores se calculan como la suma del número de cargos adicionales que ocupan los consejeros en empresas del grupo dividido por el número total de consejeros, en el caso de la primera variable, o la suma del número de cargos adicionales que ocupan los consejeros en empresas fuera del grupo dividido por el número total de consejeros, en el caso de la segunda variable. Por último, la variable DUALIDAD se refiere a la posibilidad de que el presidente del consejo sea además el primer ejecutivo de la compañía, y la variable PODER.CEO a que, en el caso de que ambos cargos recaigan en la misma persona, esta sea el único consejero interno. Ambas son variables dicotómicas, toman los valores 0 (no se cumple) y 1 (se cumple). La variable PODER.CEO tomará valor 1 solo en el caso de que la variable DUALIDAD tome valor 1.

Como variables de control se han usado los rendimientos respectivos del año anterior (2008), el tamaño y la edad de la firma y una variable ficticia que representa el sector al que pertenece cada empresa.

Análisis de datos y resultados

Las variables explicativas usadas en el modelo se refieren a algunas de las características de los consejos de administración de las empresas. El tamaño del consejo de administración es una de ellas. En España, el último Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG) publicado por la CNMV (2006) recomienda que el tamaño del consejo no sea inferior a 5 ni superior a 15. En la muestra que hemos tomado la media es de 10,71, siendo el mínimo de 3 y el máximo de 24. Es interesante señalar que en nuestra muestra de empresas solo 2 de ellas tienen menos de 5 miembros y 13 cuentan con más de 15. Por lo tanto, el 88% de las empresas cumplen las recomendaciones del CUBG.

Sobre el número de reuniones anuales no se establece en el CUBG más recomendación que la de mantener las que fueran necesarias para el buen funcionamiento del consejo. En nuestra muestra la media se sitúa en 9,54 y el mínimo y máximo en 3 y 22, respectivamente.

En relación con el porcentaje de consejeros externos independientes que componen el consejo, el CUBG recomienda un mínimo de un tercio del total de consejeros. La media de esta variable (30,33%) no llega a alcanzar el mínimo recomendado (33,33%), y del total de empresas solo el 45% cuentan con el mínimo recomendado. Del 55% restante, 10 de ellas no tienen a ningún consejero externo independiente en su consejo de administración.

En cuanto al número de cargos adicionales que tiene cada consejero dentro (OCUPAMED.INT) y fuera del grupo (OCUPAMED.EXT), en nuestra muestra los valores mínimos y máximos son de 0 de mínimo en ambos casos y de 13,1 de máximo para el valor medio de cargos en empresas del grupo y de 2,9 de máximo en el caso de cargos fuera del grupo. La media en el primer caso es de 1,51 y en el segundo de 0,390. Solo hay 6 empresas de la muestra en las que los consejeros únicamente ocupan los cargos del consejo de la empresa. El CUBG se limita a recomendar en este punto que el número de cargos sea limitado para no interferir con las labores del consejo.

Relativo a la jefatura del consejo de administración, en el 56% de las empresas existe dualidad entre presidente del consejo y primer ejecutivo de la compañía, y en el 13% de estos casos se da la circunstancia de que, además de coincidir en la misma persona ambos puestos, esta es el único consejero interno del consejo. El CUBG no establece recomendación sobre la conveniencia o no de que ambos cargos recaigan en una misma persona, pero sí recomienda que en el caso de que haya dualidad se faculte a un consejero independiente para realizar algunas tareas, como puede ser incluir nuevos puntos en el orden del día.

Sobre las variables financieras o explicadas, el valor del ROE alcanza un máximo de 111,9 y un mínimo de -562,3, siendo la media de -8,91. El ROA toma los valores máximo y mínimo de 33,3 y -54,7, respectivamente, y tiene una media de -0,63. Por último, la Q de Tobin varía entre 20,63 de máximo y -3,79 de mínimo, y su media es de 2,29.

En la tabla 3 se recogen los estadísticos descriptivos de las variables explicadas y de las variables explicativas o variables independientes.

Los resultados obtenidos de las correlaciones de Pearson, reflejados en la tabla 4, indican que existe relación significativa entre la variable explicativa N.CONSEJEROS y las variables financieras ROE2009 (Sig 0,028) y ROA2009 (Sig 0,034). Además, hay relación muy significativa entre el número de reuniones anuales (N.REUNAÑO) y el ROE2009 (Sig 0,000).

Para estudiar la relación entre las variables explicativas, características del consejo de administración, y las variables explicadas (ROE, ROA y Q de Tobin) se ha realizado el análisis de regresión múltiple para cada una de las variables financieras. Así, se han investigado cuáles son los valores de los coeficientes β_i para

⁴ Los consejeros pueden ser de dos tipos: internos y externos. Los internos están vinculados a la gestión de la compañía y los externos no. Los consejeros externos a su vez pueden ser dominicales (tienen o representan a paquetes accionariales) o independientes (no tienen acciones ni representan a paquetes accionariales).

Tabla 3

Estadísticos descriptivos de las variables

	n	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típica
<i>Variables explicadas</i>					
ROE2009	121	−562,3	111,9	−8,91	66,65
ROA2009	121	−54,7	33,3	−0,63	9,31
QTOBIN2009	121	−3,79	20,63	2,29	3,09
<i>Variables explicativas</i>					
N.CONSEJEROS	121	3	24	10,71	3,65
N.REUNAÑO	121	3	22	9,54	3,18
%_INDEPENDIENTES	121	0,00	80,00	30,33	16,15
OCUPAMED_INT	121	0,0	13,1	1,51	2,30
OCUPAMED_EXT	121	0,0	2,9	0,390	0,41
DUALIDAD	121	0	1	0,56	0,49
PODER.CEO	121	0	1	0,13	0,340

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4

Correlaciones de Pearson para las variables del modelo de regresión lineal multivariable

	n	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 ROE2009	121	1									
2 ROA2009	121	0,529**	1								
3 QTOBIN2009	121	−0,163	0,005	1							
4 N.CONSEJEROS	121	0,200*	0,193*	−0,058	1						
5 N.REUNAÑO	121	0,352**	−0,067	−0,025	0,13	1					
6 %_INDEPENDIENTES	121	0,112	0,081	−0,020	0,074	0,145	1				
7 OCUPAMED_INT	121	−0,190	0,029	0,360	−0,055	−0,025	0,09	1			
8 OCUPAMED_EXT	121	0,048	0,158	−0,068	0,269**	0,096	0,115	−0,109	1		
9 DUALIDAD	121	−0,420	−0,003	−0,006	0,026	0,097	0,238**	0,000	0,012	1	
10 PODER.CEO	121	0,012	−0,110	−0,107	−0,002	0,173	0,254**	−0,171	−0,05	0,345**	1

Fuente: Elaboración propia.

* La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

construir la ecuación de regresión mínimo cuadrática para el modelo. Asimismo, se busca el término constante de la ecuación (α) y el componente aleatorio que representa los residuos. Los residuos representan aquella parte que el modelo por sí solo no es capaz de explicar (Neter, Wasserman & Kutner, 1985; Petersen, 2009).

En el caso de la variable ROE2009 (ver tabla 5), los resultados del análisis nos indican que existe relación lineal significativa entre las variables explicativas y la variable explicada ($F=3,698$ y Sig. 0,000), y que el modelo explica un 25,2% (R^2 0,252) de la varianza del ROE2009. Los coeficientes de la ecuación de regresión mínimo-cuadrática, β_i , serían los reflejados en la columna «coeficientes no estandarizados». Atendiendo a los valores recogidos en la columna «Coeficientes estandarizados beta», se deduce la importancia relativa de las distintas variables. En el caso que nos ocupa son las variables N.CONSEJEROS (Beta 0,242) y N.REUNAÑO (Beta −0,400) las que mayor importancia tienen (los valores beta

son los más altos en valor absoluto). El estadístico t y su significación (Sig) nos indican para cada coeficiente si hemos de rechazar la hipótesis nula de que el coeficiente de regresión valga cero en la población (Myers, 1990). Para rechazar dicha hipótesis se debe cumplir que Sig < 0,05. En nuestro análisis solo se rechaza la hipótesis nula para las variables N.CONSEJEROS (Sig 0,033) y N.REUNAÑO (Sig 0,000), y por lo tanto son estas las únicas variables que contribuyen significativamente a explicar la variable dependiente.

El análisis realizado para la variable ROA2009 (ver tabla 6) indica que existe relación lineal significativa entre las variables explicativas y la variable explicada ($F=19,505$ y Sig. 0,000), y que el modelo explica un 69,8% (R^2 0,698). De forma individual, la variable N.CONSEJEROS es la única que explica el comportamiento de la variable dependiente (Sig 0,049).

En el caso de la variable QTOBIN2009 no se ha encontrado relación lineal significativa ($F=0,328$ Sig 0,940 > 0,05).

Tabla 5

Resultados del análisis de regresión lineal múltiple para la variable ROE2009

	Signo previsto	Coeficientes no estandarizados (β_i)	Coeficientes estandarizados beta	t	Significación	Estadísticos tolerancia	Colinealidad FIV
Constante		16,680		0,349	0,728		
N.CONSEJEROS	+	4,392	0,242	2,164	0,033	0,497	2,013
N.REUNAÑO	+	−8,325	−0,400	−4,691	0,000	0,859	1,164
%_INDEPENDIENTES	+	0,716	0,174	1,823	0,071	0,680	1,471
OCUPAMED_INT	−	1,859	0,065	0,719	0,474	0,770	1,298
OCUPAMED_EXT	−	−0,636	−0,004	−0,045	0,964	0,818	1,223
DUALIDAD	−	−3,530	−0,027	−0,294	0,769	0,767	1,303
PODER.CEO	−	6,777	0,035	0,380	0,705	0,742	1,347
R^2 : 0,252		F: 3,698	Durbin Watson:	2,171		Signif. F:	0,000

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 6
Resultados del análisis de regresión lineal múltiple para la variable ROA2009

	Signo previsto	Coefficientes no estandarizados (β_i)	Coefficientes estandarizados beta	t	Significación	Estadísticos tolerancia	Colinealidad FIV
Constante		-4,474		-1,067	0,288		
N.CONSEJEROS	+	-0,356	-0,143	-1,988	0,049	0,487	2,052
N.REUNIÓN	+	0,124	0,043	0,783	0,435	0,821	1,218
%INDEPENDIENTES	+	-0,052	-0,091	-1,515	0,133	0,690	1,449
OCUPAMED_INT	-	0,143	0,036	0,645	0,520	0,801	1,249
OCUPAMED_EXT	-	0,628	0,028	0,511	0,610	0,816	1,225
DUALIDAD	-	0,373	0,020	0,356	0,722	0,769	1,301
PODER.CEO	-	1,677	0,063	1,054	0,294	0,714	1,400
R ² : 0,698		F: 19,505	Durbin Watson:	1,910		Signif. F:	0,000

Fuente: Elaboración propia.

Conclusiones

En el transcurso de esta investigación hemos relacionado las características estructurales y de funcionamiento de los consejos de administración con el rendimiento financiero de las empresas para las que ellos prestan sus servicios. Con este objetivo hemos establecido 5 hipótesis de trabajo basándonos en un enfoque multiteórico y en una extensa revisión de la literatura que nos ha proporcionado en cada caso argumentos a favor y en contra. Tras el análisis econométrico de los datos presentamos una serie de conclusiones que esperamos contribuyan en alguna medida a esclarecer el extenso debate académico en torno a esta cuestión.

De las 3 estimaciones del modelo concluimos que 2 de las variables dependientes ROE2009 y ROA2009 tienen valor explicativo (R^2 : 0,252 y 0,698, respectivamente). No ocurre así con los resultados obtenidos para la Q de Tobin. Y de las 5 hipótesis planteadas, tan solo la primera y la segunda han resultado estadísticamente significativas; el resto no han podido ser aceptadas ni rechazadas porque los resultados de la regresión no cumplen los valores correspondientes.

Investigaciones recientes (Alves y Mendes, 2004; Barroso Castro et al., 2010; Jackling y Johl, 2009; Kiel y Nicholson, 2003; Larmou y Vafeas, 2010; Uadiale, 2010) obtuvieron una relación positiva para la primera de nuestras hipótesis (TAMAÑO), y así también lo predecíamos en nuestro caso, aunque no hemos obtenido el resultado esperado. Los datos usados en nuestro estudio no son soportados por las teorías de la agencia, dependencia de recursos y grupos de interés, bases para esta hipótesis. La explicación podría estar en un número de consejeros muy diferente al de los países de nuestro entorno; la media del tamaño del consejo es de 10,71 miembros, valor que si bien ha ido ligeramente en descenso en los últimos 10 años, actualmente es similar al de Reino Unido o al de Estados Unidos e inferior a los que presentan en Francia e Italia (Spencer Stuart, 2011). Drakos y Bekiris (2010) encontraron una relación negativa para la empresa cotizada griega y lo explicaban en base a dificultades de comunicación y diferentes objetivos en un consejo de tamaño grande. Dowell et al. (2011) lo han aplicado a empresas con dificultades financieras y concluyen que los costes de un gran consejo superan a los beneficios. Podrían estos últimos autores servirnos de apoyo para justificar nuestros resultados, considerando los momentos de crisis por los que atraviesa la empresa española analizada en la muestra.

Asimismo, y en contra de lo que se predijo en la hipótesis segunda (ACTIVIDAD), la relación entre el número de reuniones de los consejos de administración y el rendimiento (medido en términos de ROE) ha resultado ser negativa. Indagando en el caso español, la explicación podemos encontrarla en el alto número de encuentros que mantiene la empresa española si se la comparada con la de otros países; en este caso la media es 9,54, habiendo un elevado número de empresas que mantienen más de 12 reuniones al año,

que son las recomendadas por el Informe Aldama (CNMV, 2003). Este dato se corrobora en el estudio de De Andres et al. (2005), en el que se observa que el número de reuniones de los consejos de la empresa española es el más alto, junto con Estados Unidos, de los 10 países de la OCDE analizados. El informe de la consultora Spencer Stuart (2011) advierte que las compañías españolas con más de 13 reuniones al año han tenido situaciones especiales (fusión, compra de grandes activos, remodelación de accionariado), y en ello nos apoyamos para explicar nuestro resultado. Es posible que gran parte de la muestra analizada haya atravesado por momentos de dificultad que han requerido un mayor número de encuentros del consejo. Actualmente el CUBG no establece un número concreto de reuniones: simplemente que se reúna con la frecuencia precisa para desempeñar con eficacia sus funciones (CNMV, 2006). Hay que tener en cuenta, como hemos podido comprobar en nuestro estudio, que si bien en determinados momentos es necesario reunirse con más frecuencia, el hecho de llevar a cabo más de una reunión al mes no es garantía de un mayor rendimiento financiero.

Conscientes de las limitaciones de este trabajo, encaramos la investigación futura ampliando el horizonte tanto temporal como geográfico. Por ello, pretendemos por un lado usar datos de los últimos años disponibles que nos indiquen la evolución histórica de las dimensiones estructurales y financieras de las empresas cotizadas en la Bolsa española y, por otro, extender el estudio al entorno europeo usando empresas pertenecientes a índices de Bolsa europea para poder extraer conclusiones a este nivel.

Bibliografía

- Abdullah, S. N. (2004). Board composition, CEO duality and performance among Malaysian-listed companies. *Corporate Governance*, 4(4), 47–61.
- Alves, C., y Mendes, V. (2004). Corporate governance policy and company performance: The Portuguese case. *Corporate Governance-an International Review*, 12(3), 290–301.
- Ameer, R., Ramli, F., y Zakaria, H. (2010). A new perspective on board composition and firm performance in an emerging market. *Corporate Governance*, 10(4), 647–661.
- Baliga, B. R., y Moyer, C. (1996). CEO Duality and Firm Performance. What's the fuss? *Strategic Management Journal*, 17(1), 41–53.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Barroso Castro, C., Domínguez de la Concha, M., Vecino Gravel, J., y Villegas Perrián, M. M. (2009). Does the team leverage the board's decisions? *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 744–761.
- Barroso Castro, C., Villegas Perrián, M. M., y Pérez-Calero, L. (2010). ¿Son efectivos los consejos de administración? La eficacia del consejo y los resultados de la empresa. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(3), 107–126.
- Barroso Castro, C., Villegas Perrián, M. M., y Pérez-Calero, L. (2011). Board influence on a firm's internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 351–367.
- Bhagat, S., y Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, 54(3), 921–963.
- Bhagat, S., y Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), 231–273.

- Bhagat, S., y Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273.
- Black, B., Kim, W., Jam, H., y Park, K. (2010). How corporate boards affects firm value: Evidence on channels from Korea. *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No. 103/2005*.
- Brick, I. E., y Chidambaram, N. K. (2010). Board meetings, committee structure and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 533–553.
- Carver, J. (2010). A case for global governance theory: Practitioners avoid it, academics narrow it, the world needs it. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 149–157.
- CE. Recomendaciones de la Comisión Europea, 15 de febrero de 2005.
- CNMV. (1998). *Informe de la comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades (Informe Olivencia)*. Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- CNMV. (2003). *Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las sociedades cotizadas (Informe Aldama)*. Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- CNMV. (2006). *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (Código Conthe)*. Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Canyon, M., Judge, W. Q., y Useem, M. (2011). Corporate governance and the 2008–09 financial crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), 399–404.
- Crespí, R. (2010). Observatorio de gobierno corporativo y transparencia informativa de las sociedades cotizadas en el mercado continuo español. *Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación*, 40.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., y Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269–290.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., y Johnson, J. L. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674–686.
- Daraghma, Z. M. A., y Alsinawi, A. A. (2010). Board of Directors. Management ownership, and capital structure and its effect on performance: The case of Palestine Securities Exchange. *International Journal of Business and Management*, 5(11), 118–127.
- Davis, J. H., Shoorman, F. D., y Donaldson, L. (1997). Towards a stewardship theory of management. *Academy of Management Journal*, 22(1), 20–47.
- De Andres, P., Azofra, V., y Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197–210.
- Dey, D. K., y Chauhan, Y. K. (2009). Board composition and performance in Indian firms: A comparison. *IUP Journal of Corporate Governance*, 8(2), 7–19.
- Di Pietra, R., Grambovas, C. A., Raonic, I., y Riccaboni, A. (2008). The effects of board size and 'busy' directors on the market value of Italian companies. *IUP Journal of Management & Governance*, 12(1), 73–91.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational management theory. *Academy of Management Review*, 15(3), 369–381.
- Donaldson, L. (1999). Making stakeholder theory whole. *Academy of Management. The Academy of Management Review*, 24(2), 237–241.
- Donaldson, L., y Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or Agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49–64.
- Donaldson, L., y Davis, J. H. (1994). Boards and company performance—research challenges the conventional wisdom. *Corporate Governance: An International Review*, 2(3), 151–160.
- Donaldson, T., y Preston, L. E. (1995). The Stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91.
- Dowell, G. W. S., Shakell, M. B., y Stuart, N. V. (2011). Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: Evidence from the internet shakeout. *Strategic Management Journal*, 10(32), 1025–1045.
- Drakos, A. A., y Bekiris, F. V. (2010). Endogeneity and the relationship between board structure and firm performance: A simultaneous equation analysis for the Athens Stock Exchange. *Managerial and Decision Economics*, 31(6), 387–401.
- Dulewicz, V., y Herbert, P. (2004). Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies. *Corporate Governance*, 12(3), 263–280.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria. *Corporate Governance*, 9(3), 231–243.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Elsayed, K. (2007). Does CEO duality really affect corporate performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1203–1214.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
- Fama, E. F., y Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Fernández, A. I., Gómez-Ansón, S., y Fernández-Méndez, C. (1998). El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español. *Investigaciones Económicas*, 23(3), 501–516.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., y Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58(3), 1087–1112.
- Fich, E. M., y Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689–724.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Frooman, J. (1999). Stakeholder influence strategies. *Academy of Management Review*, 24, 191–205.
- Gill, M. S., Vijay, T. S., y Jha, S. (2009). Corporate governance mechanisms and firm performance: A survey of literature. *IUP Journal of Corporate Governance*, 8(1), 7–21.
- Goodstein, J., Gautam, K., y Boecker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 22, 1087–1111.
- Grant, R. M. (1991). The resource-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation. *California Management Review*, 33(3), 114–135.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385–404.
- Heslin, P. A., y Donaldson, L. (1999). An organizational portfolio theory of board composition. *Corporate Governance: An International Review*, 7(1), 81–88.
- Hillman, A., Cannella, A., Jr., y Paetzold, R. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37, 235–255.
- Hu, H. W., Tam, O. K., y Tan, M. G. (2010). Internal governance mechanisms and firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, 27(4), 727–749.
- Jackling, B., y 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., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Johanson, D., y Ostergren, K. (2010). The movement toward independent directors on boards: A comparative analysis of Sweden and the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 18(6), 527–539.
- Jones, T. M., y Wicks, A. C. (1999). Convergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24(2), 206–221.
- Judge, W., Li, S., y Pinsker, R. (2010). National adoption of international accounting standards: An institutional perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 161–174.
- Judge, W. Q., Naoumova, I., y Koutzev, N. (2003). Corporate governance and firm performance in Russia: An empirical study. *Journal of World Business*, 38(4), 385–396.
- Kaczmarek, S., Kimino, S., y Pye, A. (2011). Board task-related faultlines and firm performance: A decade of evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 20(4), 1467–1483.
- Kaufman, A., y Englander, E. (2011). Behavioral economics, federalism and the triumph of stakeholder theory. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 421–438.
- Kiel, G. C., y Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189–205.
- Kota, H. B., y Tomar, S. (2010). Corporate governance practices in Indian firms. *Journal of Management and Organization*, 16(2), 266–279.
- Larmou, S., y Vafeas, N. (2010). The relation between board size and firm performance in firms with a history of poor operating performance. *Journal of Management & Governance*, 14(1), 61–85.
- Lehn, K. M., Patro, S., y Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US Corporate Boards: 1935–2000. *Financial Management*, 38(4), 747–780.
- Lin, C., Ma, Y., y Su, D. (2009). Corporate governance and firm efficiency: Evidence from China's publicly listed firms. *Managerial and Decision Economics*, 30(3), 193–209.
- Macus, M. (2008). Board capability. *International Studies of Management and Organization*, 38, 98–116.
- Mateos, R., Gimeno, R., y Escot, L. (2011). Disentangling discrimination on Spanish boards of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 19(1), 77–95.
- McIntyre, M. L., Murphy, S. A., y Mitchell, P. (2007). The top team: Examining board composition and firm performance. *Corporate Governance*, 7(5), 547–561.
- Miwa, Y., y Ramseyer, M. (2005). Who appoints them, what do they do? Evidence on outside directors from Japan. *Journal of Economics & Management Strategy*, 14(2), 299–337.
- Mura, R. (2007). Firm performance: Do non-executive directors have minds of their own? Evidence from UK panel data. *Financial Management*, 36(3), 81–112.
- Muth, M., y Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5–28.
- Myers, R. H. (1990). *Classical and modern regression with applications* (2nd edition). Boston: PWS-Kent.
- Neter, J., Wasserman, W., y Kutner, M. (1985). *Applied linear statistical models* (2nd edition). Homewood, IL: Irwin.
- Nicholson, G. J., y Kiel, G. C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 585–608.
- O'Connell, V., y Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387–399.
- Palmer, D., y Barber, B. M. (2001). Challengers, elites and owning families: A social class theory of corporate acquisitions in the 1960s. *Administrative Science Quarterly*, 46(1), 87–120.
- Perfect, S. B., y Wiles, K. W. (1994). Alternative constructions of Tobin's q: An empirical comparison. *Journal of Empirical Finance*, 1(3–4), 313–341.
- Pesqueux, Y., y Damak-Ayadi, S. (2005). Stakeholder theory in perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 5(2), 5–21.
- Petersen, M. (2009). Estimating standard errors in financial panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22, 435–480.

- Pettigrew, A. M. (1992). On studying managerial elites. *Strategic Management Journal*, 13(Special Issue), 163–182.
- Pfeffer, J. (1973). Size, composition and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18(3), 349–364.
- Pfeffer, J., y Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A Resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Preston, L. E. (1998). Agents, stewards and stakeholder. Academy of Management. *The Academy of Management Review*, 23(1), 9–13.
- Preston, L. E., y Donaldson, T. (1999). Stakeholder management and organizational wealth. Academy of Management. *The Academy of Management Review*, 24(4), 619–625.
- Pugliese, A., Bezemer, P., Zattoni, A., Huse, M., van den Bosch, F., y Volberda, H. (2009). Boards of directors' contribution to strategy: A literature review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 292–306.
- Raja, J., y Kumar, A. (2008). SME entrepreneurship, firm performance, and corporate governance practices in indian service firms. *Journal of Services Research*, 7(2), 99–113.
- Reddy, K., Locke, S., y Scrimgeour, F. (2010). The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: An empirical investigation. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 190–219.
- Schmid, M. M., y Zimmermann, H. (2008). Should chairman and CEO be separated? Leadership structure and firm performance in Switzerland. *Schmalenbach Business Review: ZFBF*, 60, 182–204.
- Scott, W. R. (2001). *Institutions and organizations* (2nd edition). Thousands Oaks, CA: Sage.
- Spencer Stuart. (2011). *España 2011. Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración* (15.ª ed).
- Stanwick, P. A., y Stanwick, S. D. (2010). The relationship between corporate governance and financial performance: An empirical study of Canadian firms. *The Business Review, Cambridge*, 16(2), 35–41.
- Sternberg, E. (1997). The defects of stakeholder theory. *Corporate Governance*, 5(1), 3–10.
- Stiles, P., y Taylor, B. (2001). *Boards at work—How directors view their roles and responsibilities*. Oxford: Oxford University Press.
- Tin, Y. L., y Shu, K. L. (2008). CEO duality and firm performance: Evidence from Hong Kong. *Corporate Governance*, 8(3), 299–316.
- Uadiale, O. M. (2010). The impact of board structure on corporate financial performance in Nigeria. *International Journal of Business and Management*, 5(10), 155–166.
- Yammeetri, J., y Herath, S. K. (2010). Board characteristics and corporate value: Evidence from Thailand. *Corporate Governance*, 10(3), 279–292.
- Yoshimori, M. (2005). Does corporate governance matter? Why the corporate performance of Toyota and Canon is superior to GM and Xerox. *Corporate Governance: An International Review*, 13(3), 447–457.
- Zahra, S. A., y Pearce, J. A., II. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15, 291–334.