

Nº 31

AD-MINISTER

UNIVERSIDAD EAFIT · MEDELLÍN · COLOMBIA · JULIO - DICIEMBRE 2017 · ISSN 1692-0279 · E-ISSN: 2256-4322

DIÓGENES
LAGOS CORTÉS

NIDIA COSTANZA
SOTO ECHEVERRY

JOSÉ BERNARDO
BETANCOURT RAMÍREZ

JULIÁN OSWALDO
ENRÍQUEZ YAGÜE

GONZALO GÓMEZ
BETANCOURT

JEL: G30, G34

DOI: [10.17230/ad-minister.31.1](https://doi.org/10.17230/ad-minister.31.1)
www.eafit.edu.co/ad-minister



UNIVERSIDAD
EAFIT[®]

TAMAÑO E INDEPENDENCIA DE LA JUNTA DIRECTIVA Y SU RELACIÓN CON EL DESEMPEÑO ECONÓMICO: UN ANÁLISIS PARA EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES

SIZE AND INDEPENDENCE OF THE BOARD OF DIRECTORS AND ITS RELATIONSHIP WITH ECONOMIC PERFORMANCE: AN ANALYSIS FOR FAMILY AND NON-FAMILY BUSINESSES

DIÓGENES LAGOS CORTÉS¹
 NIDIA COSTANZA
 SOTO ECHEVERRY²
 JOSÉ BERNARDO
 BETANCOURT RAMÍREZ³
 JULIÁN OSWALDO
 ENRÍQUEZ YAGÜE⁴
 GONZALO GÓMEZ
 BETANCOURT⁵

JEL: G30, G34

RECIBIDO: 15/09/2016

MODIFICADO: 14/12/2016

ACEPTADO: 16/01/2017

DOI: 10.17230/ad-minister.31.1

www.eafit.edu.co/ad-minister

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es determinar el efecto del tamaño y la independencia de la junta directiva en el desempeño económico en empresas familiares y no familiares colombianas. La relación se analizó mediante modelos de regresión en un panel de datos balanceado, para ello se analizaron tres aspectos (tamaño e independencia de la junta directiva y carácter familiar de la empresa). La muestra comprendió 2,170 observaciones (310 empresas cada año) durante el período 2008-2014. Se encontró que: i) el tamaño de la junta directiva influye en sentido negativo en el ROA y el ROE en las empresas familiares; ii) hay influencia positiva de los miembros independientes de la junta directiva en los ingresos operacionales (IO), tanto para empresas familiares como para las no familiares, y iii) existe influencia positiva del carácter familiar en el indicador ROA; no obstante, la relación es negativa cuando son empresas familiares de primera generación. Con base en los hallazgos empíricos se propone a los entes de control promover campañas para difundir el impacto de la junta directiva y del adecuado rol de los miembros independientes en el desempeño de las empresas y se invita a los empresarios a aplicar mejores prácticas de gobierno corporativo.

PALABRAS CLAVE

Gobierno corporativo; empresa familiar; tamaño de junta; independencia; desempeño financiero.

ABSTRACT

The purpose of this research paper is to determine the effect of the size and independence of the board of directors on economic performance of family and non-family businesses in Colombia. The relationship was analyzed using regression models in a balanced panel data based on three aspects (size and independence of the board of directors and family nature of the company). The sample comprised 2,170 observations (310 businesses a year) between 2008 and 2014. It was found that: (i) the size of the board of directors has a negative influence on the ROA, ROE in the family companies; (ii) there is a positive influence from the independent members of the board of directors in the operating

1 Ph. D. (c) en Ciencias Administrativas, Universidad Nacional de La Plata. Investigador del grupo Empresa Familiar, INALDE Business School, Universidad de La Sabana. Correo electrónico: diogenes.lagos@inalde.edu.co

2 Magister en Economía. Superintendencia de Sociedades. Grupo de Estudios Económicos y Financieros. Correo electrónico: nidiase@supersociedades.gov.co

3 Ph. D. (c) en Administración Estratégica de Empresas, Centrum Graduate Business School, Pontificia Universidad Católica. Investigador del grupo Empresa Familiar, INALDE Business School, Universidad de La Sabana. Correo electrónico: jose.betancourt@inalde.edu.co

4 MBA. Superintendencia de Sociedades. Economista. Correo electrónico: juliane@supersociedades.gov.co

5 PhD in Management, IESE Business School de la Universidad de Navarra. Legacy and Management Consulting Group. Correo electrónico: gonzalo.gomez@lymggroup.com

Diógenes Lagos Cortés · Nidia Costanza Soto Echeverry · José Bernardo Betancourt Ramírez
Julián Oswaldo Enríquez Yagüe · Gonzalo Gómez Betancourt

Tamaño e independencia de la junta directiva y su relación con el desempeño económico: un análisis para empresas familiares y no familiares

income (OI) for both family and non-family businesses; and (iii) the family nature shows a positive influence in the ROA indicator; however, the relationship is negative when they are first-generation family businesses. On the basis of the empirical findings, it is suggested that the control entities promote campaigns to disseminate the impact of the board of directors and the adequate role of independent members on the companies' performance, and entrepreneurs are welcomed to implement good corporate governance practices.

KEY WORDS

Corporate governance; family business; size of the board; independence; economic performance.

INTRODUCCIÓN

Las empresas familiares (EF) de capital cerrado representan un alto porcentaje de la base empresarial en Colombia. De acuerdo con cifras de la Superintendencia de Sociedades, en empresas sometidas a vigilancia el 46% tienen características propias de las sociedades de familia (Superintendencia de Sociedades, 2012); otros estudios indican que 57% de las grandes empresas que cotizan en bolsa son familiares (Gómez-Betancourt, López Vergara, Betancourt Ramírez y Millán Payán, 2012) y es probable que al analizar el total de empresas del país dicho porcentaje se eleve por encima del 85%, como en el caso de España (Benito-Hernández, Priede-Bergamini y López-Cózar-Navarro, 2014).

Las EF tienen dinámicas diferentes que se reflejan en niveles de riesgo mayores en comparación con las ENF y varios estudios han mostrado que este tipo de compañías ve comprometida su continuidad en el tiempo por características propias como las relaciones familiares en su gestión y su esquema de financiamiento (Guzmán y Trujillo, 2012).

Ante dichas dificultades autores como Suárez y Santana-Martín (2004) han resaltado la necesidad de incorporar buenas prácticas de gobierno corporativo, por ser herramientas útiles para afrontar las dinámicas emocionales y empresariales, así como para abordar las problemáticas derivadas de la relación entre principales y agentes (Sarbah y Xiao, 2015), o para fortalecer la propiedad socioemocional y compromiso de la familia propietaria con la empresa (Moreno-Gómez, Gómez-Betancourt y Betancourt Ramírez, 2016).

Ante las crisis mundiales, muchos países del mundo abanderaron campañas de promoción de principios del buen gobierno corporativo como guía de nuevas legislaciones para los gobiernos, pero en especial para sus empresas con necesidades de capitalización bursátil (CAF e IAAG, 2005; OECD, 2004). Colombia, al igual que muchas otras naciones, reconoció la relevancia del gobierno corporativo y desde hace algunos años diseñó normatividad al respecto, que se encuentra atomizada en leyes, decretos, resoluciones y códigos de gobierno (Gómez-Betancourt y Zapata-Cuervo, 2013).

En términos generales el estudio del gobierno corporativo viene en aumento y aunque los académicos lo abordan de múltiples formas, muchos confluyen en la junta directiva como el actor protagónico para su ejecución y con la capacidad de influir en el desempeño económico de las empresas (Cheng, 2008). Este trabajo

tiene como objetivo determinar la relación del tamaño y la independencia de la junta directiva (JD) con el desempeño en EF y ENF. Las empresas se diferenciaron de acuerdo con el carácter familiar para validar si en Colombia las juntas directivas de las mismas presentan comportamientos diferentes, como lo encontrado en estudios internacionales (Arosa, Iturralde y Maseda, 2010; Dehaene, De Vuyst y Ooghe, 2001; Krivogorsky, 2006; Leung, Richardson y Jaggi, 2014).

Al tener en cuenta que la investigación en gobierno corporativo en Latinoamérica está en etapa de desarrollo y en particular en Colombia son pocos los estudios al respecto (Lagos y Botero, 2016), el principal aporte del presente estudio es el de contribuir a la comprensión del efecto de algunas características de la junta directiva en los resultados financieros de las empresas de Colombia, con lo que se llenará un vacío en la literatura que permitirá comprender dinámicas propias de un país bajo la influencia de la cultura latinoamericana.

El documento está organizado como sigue: primero se presenta la revisión de literatura en la que se resalta la importancia de las EF y se construyen las hipótesis frente a tres aspectos de la JD (tamaño, independencia y carácter familiar de la empresa) y su relación con el desempeño. Más tarde se presenta la metodología para continuar con los resultados y la discusión. Se finaliza con las conclusiones, las limitaciones y las recomendaciones futuras para la práctica y la investigación en el área.

REVISIÓN DE LITERATURA

Importancia de la EF

La EF ha sido la columna vertebral de la economía a lo largo del tiempo, su importancia es destacada desde el desarrollo de las civilizaciones antiguas hasta la actualidad (Bird, Welsch, Astrachan y Pistrui, 2002) y hoy en día es la forma de propiedad más extendida en el tejido empresarial internacional (Tàpies, 2011). Es frecuente encontrar que los porcentajes de participación de la EF se ubiquen por encima del 50%; de acuerdo con el informe "Family Business International Monitor", las EF representan el 91% del total de las empresas en Finlandia, 83% en Francia, 79% en Alemania y Suecia, 73% en Italia, 65% en Reino Unido y 61% en Holanda (FBM, 2008).

Las EF en Europa contribuyen entre 40% y 50% al empleo y su participación en el producto interno bruto (PIB) oscila entre el 20% y el 70% (Mandl, 2008). En Latinoamérica las cifras son similares; de acuerdo con Tàpies (2011), en Argentina las EF representan el 65%, en Brasil el 90% y en Chile el 75%; en Colombia se analizó una muestra de empresas en estado de vigilancia y se estima que el 46% de ellas son sociedades de familia (Superintendencia de Sociedades, 2012); estas cifras dan una idea de la contribución de las EF a la economía en el mundo.

No obstante la importancia de la EF, no existe consenso acerca de su definición; la búsqueda de una apropiada que se adapte a distintos países, culturas, tamaños y tipos de empresas ha sido uno de los temas centrales en el debate sobre la disciplina en las últimas décadas (Tàpies, 2011). Por lo general, las definiciones de EF se basan

Diógenes Lagos Cortés · Nidia Costanza Soto Echeverry · José Bernardo Betancourt Ramírez
Julián Oswaldo Enríquez Yagüe · Gonzalo Gómez Betancourt

Tamaño e independencia de la junta directiva y su relación con el desempeño económico: un análisis para empresas familiares y no familiares

en la participación de la familia en la propiedad, el gobierno, la administración, y la sucesión de la empresa (Chrisman, Chua y Litz, 2003; Chua, Chrisman y Sharma, 1999). Sin embargo, para muchos investigadores estos componentes de involucramiento familiar no son suficientes para determinar si una empresa es o no EF puesto que son solamente medidas sustitutas de su esencia (Chrisman et al., 2003).

Con el desarrollo de investigaciones en el campo de las EF, cada vez más robustas, surgen definiciones orientadas a aspectos menos tangibles al interior de la empresa (Litz, 1995). En este sentido, Chrisman et al. (2003) proponen que la esencia de una EF no solo se basa en el involucramiento familiar a través de la propiedad y el control y destacan cuatro factores importantes: i) la intención de mantener el control familiar; ii) las fuentes de sinergia, únicas e inseparables, provienen de la interacción y el involucramiento familiar; iii) la existencia de una visión de creación de valor a través de las generaciones, y (iv) el cumplimiento de dicha visión.

La Superintendencia de Sociedades, para el caso colombiano, en la circular externa 100-006 de 2008 define la EF como una sociedad en la que existen dos o más socios con parentesco de consanguinidad hasta el segundo grado (padre, madre, hijos y hermanos) o único civil (padre, o madre adoptante o hijo adoptivo), o estar unidos entre sí por matrimonio, siempre y cuando los socios así relacionados ejerzan sobre la sociedad un control económico, financiero o administrativo. Esta fue la definición adoptada en la presente investigación.

Las EF son organizaciones que presentan características diferenciales y un gran potencial de desarrollo a largo plazo, pero también tienen dinámicas emocionales y empresariales que deben ser manejadas a través de buenas prácticas de gobierno corporativo para asegurar su continuidad (Suárez y Santana-Martín, 2004).

Características de la JD y desempeño: formulación de hipótesis

El estudio de la relación entre la JD y el desempeño económico de las empresas sigue siendo una cuestión fundamental en la literatura relacionada con gobierno corporativo (Cheng, 2008) y gran parte de los estudios en esta área se han centrado en tres aspectos: tamaño, independencia y carácter familiar. A continuación se presenta una revisión de algunos trabajos que se centran en el estudio de la relación entre la JD y el desempeño a partir de los mencionados tres aspectos.

Tamaño de la JD

El objetivo de estos estudios es determinar si el tamaño de la JD incide en los indicadores de desempeño, además de indagar acerca de si existe un tamaño óptimo para dicho órgano de gobierno. Algunos estudios sugieren que la comunicación y la coordinación se complican a medida que los grupos son más grandes, situación que requiere mayor esfuerzo para alcanzar consensos; no obstante, ello se traduce en que las decisiones finales de los grupos grandes reflejan un mayor compromiso y son menos extremas en comparación con los grupos pequeños (Cheng, 2008). El mismo autor muestra que las empresas en las que la JD es más grande presentan

menor desempeño (ROA); cuanto mayor sea el tamaño de la JD la misma se hace menos eficiente y se torna más lenta para el proceso de toma de decisiones; también implica que los problemas de agencia sean más severos y en estos casos el poder del CEO en la toma de decisiones incrementa con el tamaño de la junta (Jensen, 1993).

Otros estudios también han encontrado evidencia de una relación negativa entre el tamaño de la JD y el desempeño. Por ejemplo, Liang, Xu y Jiraporn (2013) analizaron el desempeño de los principales bancos chinos y encontraron relación entre el tamaño de la junta y los directivos con conflictos de interés que influían en la calidad de créditos y, por ende, en el desempeño financiero del banco. Pathan y Faff (2013) encontraron resultados similares en su estudio con bancos en el mercado abierto norteamericano. O'Connell y Cramer (2010) estudiaron en Irlanda las empresas listadas en bolsa y encontraron una relación entre el tamaño de la junta y el ROA y aclararon que el impacto negativo disminuye con el tamaño de la empresa, razón por la cual puede afirmarse que dicha relación en empresas promedio debe generarse y el presente estudio contribuye a tal fin.

En cuanto al tamaño óptimo de la JD, hay autores que sugieren entre siete y ocho miembros (Jensen, 1993); en forma similar, Lipton y Lorsch (1992) sugieren entre siete y nueve miembros. De acuerdo con Barney (1990), el desarrollo de una estrategia cooperativa y la búsqueda de beneficios para todos los participantes es una característica de la teoría del *stewardship*, que para efectos de esta investigación podría dificultarse con un mayor número de integrantes en la JD. Dicha teoría tiene sus orígenes en la psicología y la sociología y de acuerdo con ella la junta directiva y los administradores están más motivados para actuar en la búsqueda del beneficio de la empresa en lugar de su propio interés (Sarbah y Xiao, 2015).

Al tomar como base los mencionados estudios se elaboraron las siguientes hipótesis:

H1a: a mayor tamaño de la JD menor desempeño (ROA)

H1b: a mayor tamaño de la JD menor desempeño (ROE)

H1c: a mayor tamaño de la JD menor desempeño (IO)

Independencia de la JD

Si se tiene en cuenta que las empresas de Latinoamérica se caracterizan por la concentración del poder de un accionista mayoritario, se requiere con mayor ahínco la influencia de los actualmente casi inexistentes externos en la junta directiva para emitir opiniones críticas y servir como auditores de los propietarios (Molina Manzano, 2006). El valor de los miembros externos consiste en la habilidad de juzgar las decisiones de manera independiente; no obstante, algunos estudios cuestionan esta capacidad y sugieren que los directores externos son solamente una fuente de contacto externo y asesoría para la alta dirección (Hossain, Prevost y Rao, 2001).

Existen diversos estudios que muestran una relación positiva entre la presencia de directores externos y el desempeño de la empresa (Dehaene et al., 2001; Hossain

et al., 2001; Krivogorsky, 2006; Leung et al., 2014; Liang et al., 2013; Liu, Miletkov, Wei y Yang, 2015; Müller, 2014; O'Connell y Cramer, 2010; Pombo y Gutiérrez, 2011), no obstante, también se encuentra evidencia que muestra un efecto negativo en el desempeño relacionado con la independencia de la JD. Por ejemplo, Arosa, Iturralde y Maseda (2013) analizaron una muestra de empresas españolas y encontraron una relación negativa entre independencia de la junta y desempeño cuando las juntas eran de gran tamaño, lo que inducía mala comunicación, coordinación y flexibilidad; por lo tanto, dicho efecto estaría limitado a compañías que cumplan tal característica.

Quienes defienden el efecto positivo de la independencia de la JD sugieren que la preocupación por la reputación ayuda a que los directores externos sean más efectivos al momento de monitorear la gestión de la alta dirección (Fama y Jensen, 1983); por ejemplo, Krivogorsky (2006) encuentra una relación positiva entre la proporción de miembros independientes en la junta y varios indicadores de desempeño (ROA y ROE); también sugiere que la independencia de la JD se relaciona con la disminución de problemas de agencia. Gani y Jermias (2006) encontraron la misma relación con los indicadores de desempeño ROE y ROI; sin embargo, la relación es más fuerte en empresas que siguen una estrategia de eficiencia en costos en comparación con las que adoptan las de innovación. Por su parte, Dehaene et al. (2001) identificaron una relación positiva entre el desempeño (ROE) y el número de directores externos y sugieren que los últimos tienen una visión más objetiva de la empresa y, por lo tanto, pueden tomar mejores decisiones que los directores internos, si se tiene en cuenta que son capaces de cumplir en forma más eficiente la función de supervisión (Liang et al., 2013).

En una visión opuesta, otros estudios sugieren que la independencia de la JD afecta en forma negativa el desempeño de las empresas; por ejemplo, Pathan y Faff (2013) mostraron que los bancos usan en sus juntas directivas a directores externos más por una imposición de regulación que por una convicción; además, no tienen acceso a suficientes independientes que cumplan el perfil exigido. Entre tanto, Arosa et al. (2013) sugieren que los directores externos están poco familiarizados con las actividades de la empresa, lo que aumenta la probabilidad de cometer errores en momentos de crisis. Arosa et al. (2010) mostraron que la presencia de miembros independientes en la JD tiene un efecto positivo en el desempeño cuando la primera generación está al frente de la empresa, situación que no se presenta cuando lo hacen la segunda y las subsiguientes generaciones; similares conclusiones fueron obtenidas por García-Ramos y García-Olalla (2011). De acuerdo con la teoría del *stewardship* (Donaldson y Davis, 1991), los administradores requieren estructuras que les permitan actuar con eficacia y bajo una figura de autoridad, que aplicado a la JD sería fortalecido con la presencia de independientes. Con base en los estudios anteriores se plantearon las siguientes hipótesis:

H2a: a mayor porcentaje de independientes en la JD mayor desempeño (ROA)

H2b: a mayor porcentaje de independientes en la JD mayor desempeño (ROE)

H2c: a mayor porcentaje de independientes en la JD mayor desempeño (IO)

El carácter familiar en el gobierno corporativo

El gobierno corporativo, por lo general, se asocia con la existencia de problemas de agencia en grandes empresas (Sarbah y Xiao, 2015); no obstante, debido a su importancia se ha generado un interés por estudiar este tema en el ámbito de la EF, en el que dichas organizaciones se enfrentan no solo a los problemas propios de cualquier compañía, sino también a conflictos originados por la interacción entre empresa y familia (Suárez y Santana-Martín, 2004). El gobierno corporativo en la EF puede definirse como un conjunto de mecanismos voluntarios establecidos con el objetivo principal de especificar y fortalecer las relaciones derivadas de la interacción entre la familia y la organización, así como las relaciones entre el miembros de la propia familia empresaria (Suess, 2014).

Aunque los patrones de separación entre propiedad y control son diferentes en cada país (Burkart, Panunzi y Shleifer, 2003), la alta concentración en la propiedad es el común denominador en las EF (Aguilera y Crespi-Cladera, 2012) y para algunos autores la reducción de los conflictos de agencia, producto de la unificación de la propiedad y el control, se convierten en una ventaja competitiva de las EF (Carney, 2005). Las familias son los grandes accionistas en este tipo de empresas, situación que les permite nombrar o ser directivos de las mismas, lo que reduce los problemas de agencia entre directivos y grandes accionistas, todo ello sin desconocer que pueden surgir otros tipos de problemas de igual tipo entre accionistas minoritarios y mayoritarios (Morck y Yeung, 2003).

La teoría de *stewardship* ha servido como base conceptual para el estudio del gobierno corporativo en la EF puesto que en dichas empresas se toman decisiones basadas en la confianza y en horizontes de tiempo más largos en comparación con las ENF (Chami, 2001). La noción de familia, por definición, implica un vínculo basado en relaciones de confianza (Suárez y Santana-Martín, 2004), que son importantes en las EF en las que una buena parte de los miembros de la JD, los administradores y los propietarios pertenecen a una misma familia (Mustakallio, Autio y Zahra, 2002). Con base en los estudios anteriores se plantearon las siguientes hipótesis:

H3a: el carácter familiar de la empresa aumenta el desempeño (ROA)

H3b: el carácter familiar de la empresa aumenta el desempeño (ROE)

H3c: el carácter familiar de la empresa aumenta el desempeño (IO)

METODOLOGÍA

Datos y muestra

Los datos provienen del Informe 42 - Prácticas empresariales de la Superintendencia de Sociedades (s.f), que se solicita cada año y se diligencia únicamente por las empresas que se encuentran en estado de vigilancia o control de acuerdo con los artículos 84 y 85 de la ley 222 de 1995. Para incluir una empresa en la muestra, la misma debía tener la información suficiente para calcular las variables descritas en la tabla 1.

Diógenes Lagos Cortés · Nidia Costanza Soto Echeverry · José Bernardo Betancourt Ramírez
 Julián Oswaldo Enríquez Yagüe · Gonzalo Gómez Betancourt

Tamaño e independencia de la junta directiva y su relación con el desempeño económico: un análisis para empresas familiares y no familiares

Tabla 1. Operacionalización de las variables

Variables dependientes

ROA	Rentabilidad del activo, calculada como el cociente entre la utilidad neta y el activo total
ROE	Rentabilidad del patrimonio, calculada como el cociente entre la utilidad neta y el patrimonio
IO	Logaritmo natural de los IO (ingresos operacionales)

Variables independientes

Familiar	Toma el valor de uno (1) si la empresa es familiar y cero (0) en caso contrario
Tamaño_JD	Cantidad de miembros que componen la JD
Independencia_JD	Toma el valor de uno (1) si tiene menos del 25% de miembros de junta independientes, el de dos (2) si tiene entre el 25% y el 50% de miembros de junta independientes y el de tres (3) si tiene más del 50% de miembros de junta independientes

Variables de control

Tamaño_Empresa	Tamaño de la empresa, medida como el logaritmo natural de activo total
Endeudamiento	Razón de endeudamiento, calculada como la relación entre el pasivo total y el activo total
Apalancamiento	Nivel de apalancamiento, calculado como la relación entre el pasivo total y el patrimonio total
Generación	Generación familiar; toma el valor de uno (1) si es de primera generación y de cero (0) si es de una generación diferente a la primera
Agropecuario	Toma el valor de uno (1) si la empresa tiene código CIIU A o B y de cero (0) en caso contrario
Minas	Toma el valor de uno (1) si la empresa tiene código CIIU C y de cero (0) en caso contrario
Manufactura	Toma el valor de uno (1) si la empresa tiene código CIIU D y de cero (0) en caso contrario
Construcción	Toma el valor de uno (1) si la empresa tiene código CIIU F y de cero (0) en caso contrario
Comercio	Toma el valor de uno (1) si la empresa tiene código CIIU G y de cero (0) en caso contrario
Servicios	Toma el valor de uno (1) si la empresa tiene código CIIU E, H, I, J, K, M, N, O P y de cero (0) en caso contrario

Fuente: elaboración propia

La muestra se compuso de 2,170 observaciones por año, de las cuales 770 (110 empresas) observaciones corresponden a EF y 1,400 (200 empresas) a ENF; respecto a las generaciones presentes en las EF se observó que 62 empresas eran de primera generación, 42 de segunda y seis de tercera. De acuerdo con su actividad económica se encontró que las empresas desarrollaban su actividad en los siguientes sectores: agropecuario (18), minero (1), manufacturero (124), de construcción (20), de comercio (89) y de servicios (58).

Modelo de investigación

En este estudio se analizó la relación entre dos características de la JD (tamaño, independencia) y el desempeño (ROA, ROE e IO) en EF y ENF. El análisis se realizó mediante el modelo de la ecuación (1).

RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Análisis descriptivo

En la tabla 2 se presentan los principales estadísticos descriptivos. Se encontró que las EF presentan en promedio mayor rendimiento (ROA y ROE) en comparación con las ENF; sin embargo, esta diferencia solo es significativa en el caso del ROA (-0.011, $p < 1\%$); también se observó que las ENF presentan mayores niveles de IO (0.145, $p < 1\%$), y tienen juntas de mayor tamaño (0.171, $p < 1\%$), en promedio las ENF tiene 4.1 miembros, en tanto que las EF tiene en sus juntas 3.9 miembros. Además, se observó que las ENF tienen mayor proporción de miembros independientes en comparación con la EF. Por último, se encontró que las ENF son más grandes y presentan mayores niveles de endeudamiento y apalancamiento que las EF.

Tabla 2. Estadísticos descriptivos

	Total (310)		ENF (200)		EF (110)		Diferencia de Medias	
	Media	Desviación Estándar	Media	Desviación Estándar	Media	Desviación Estándar	Valor	Estadístico t
ROA	0.039	0.067	0.035	0.072	0.047	0.057	-0.011***	-3.981
ROE	-0.047	5.103	-0.125	6.352	0.096	0.136	-0.220	-0.963
IO	0.155	1.240	0.207	1.335	0.062	1.041	0.145***	2.794
Tamaño_JD	4.104	1.252	4.164	1.259	3.994	1.231	0.171***	3.067
Independencia	2.585	0.641	2.644	0.617	2.477	0.669	0.168***	5.740

Diógenes Lagos Cortés · Nidia Costanza Soto Echeverry · José Bernardo Betancourt Ramírez
 Julián Oswaldo Enríquez Yagüe · Gonzalo Gómez Betancourt

Tamaño e independencia de la junta directiva y su relación con el desempeño económico: un análisis para empresas familiares y no familiares

Tabla 2. Estadísticos descriptivos. Continuación

	Total (310)		ENF (200)		EF (110)		Diferencia de Medias	
	Desviación		Desviación		Desviación		Valor	Estadístico t
	Media	Estándar	Media	Estándar	Media	Estándar		
Tamaño_Empresa	17.679	11.287	17.786	1.199	17.486	0.958	0.301***	6.382
Endeudamiento	0.483	0.240	0.490	0.247	0.470	0.226	0.019***	1.839
Apalancamiento	2.638	20.352	3.257	25.240	1.512	2.716	1.745***	2.561

Nota: la prueba de diferencia de medias se realizó entre empresas familiares (EF) y empresas no familiares (ENF). *, ** y *** indican nivel de significancia del 10%, el 5% y el 1%, en su orden

Fuente: elaboración propia

Resultados del modelo de regresión

En esta sección se presentan los resultados del modelo de regresión de la ecuación (1) en la que se usaron como variables dependientes tres aproximaciones para el desempeño (ROA, ROE e IO). En la tabla 3 se resumen los resultados para la muestra total y para los grupos de ENF y EF.

Tabla 3. Resultados del modelo de regresión

Variables independientes	Variables dependientes								
	ROA			ROE			IO		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Total	ENF	EF	Total	ENF	EF	Total	ENF	EF
Familiar	0.0271**	-	-	-0.1555	-	-	0.3285	-	-
	(2.390)	-	-	(-0.600)	-	-	(1.520)	-	-
Tamaño_JD	-0.0022*	-0.0010	-0.0040**	-0.0537*	-0.0746	-0.0103**	-0.0237**	-0.0217	-0.0185
	(-1.880)	(-0.680)	(-2.480)	(-1.690)	(-1.560)	(-2.460)	(-2.300)	(-1.530)	(-1.420)
Independencia	0.001	0.0007	0.0015	0.0091	0.0147	-0.0028	0.0569***	0.0525**	0.0591**
	(0.500)	(0.230)	(0.530)	(0.160)	(0.160)	(-0.380)	(3.020)	(2.000)	(2.530)
Tamaño_Empresa	-0.0054**	-0.0050**	-0.0045	0.0011	0.0061	-0.0124*	0.5569***	0.6198***	0.4313***
	(-2.590)	(-1.930)	(-1.310)	(0.020)	(0.090)	(-1.660)	(20.410)	(17.160)	(11.720)
Endeudamiento	-0.1059***	-0.1120***	-0.1012***	2.7393***	3.1670***	0.2344***	0.2184***	0.0437	0.6369***
	(-11.530)	(-9.540)	(-6.440)	(12.140)	(9.630)	(6.560)	(2.080)	(0.320)	(4.180)
Apalancamiento	-0.0001***	-0.0001***	0.0009	-0.2516***	-0.2530***	-0.0203***	0.0002	0.0004	-0.0019
	(-3.170)	(-2.890)	-1300	(-153.7)	(-126.82)	(-10.730)	(0.600)	(0.690)	(-0.340)
Generación	-0.0147**	-	-0.0159	0.0119	-	-0.0210	-0.2122	-	-0.1165
	(-2.020)	-	(-2.310)	(0.070)	-	(-1.540)	(-1.530)	-	(-0.970)

Tabla 3. Resultados del modelo de regresión. Continuación

Variables independientes	Variables dependientes								
	ROA			ROE			IO		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Total	ENF	EF	Total	ENF	EF	Total	ENF	EF
Agropecuario	-0.0254**	-0.0338	-0.009	0.5918**	1.1162***	-0.0389	0.0299	-0.0145	-0.0341
	(-2.110)	(-2.150)	(-0.470)	(2.140)	(2.670)	(-1.020)	(0.130)	(-0.050)	(-0.100)
Minas	-0.0307	-0.0325	-	-0.6980	-0.6833	-	-0.8201	-0.5547	-
	(-0.680)	(-0.680)	-	(-0.670)	(-0.540)	-	(-0.960)	(-0.620)	-
Manufactura	-0.0079	-0.0126	0.0018	-0.3981**	-0.4134*	-0.0487*	-0.3979***	-0.3585**	-0.6603***
	(-1.130)	(-1.440)	(0.150)	(-2.450)	(-1.770)	(-1.940)	(-2.960)	(-2.160)	(-3.030)
Construcción	0.0083	0.0086	0.0068	0.2069	0.5271	-0.0487	-0.3706	-0.6523**	-0.0247
	(0.720)	(0.590)	(0.350)	(0.780)	(1.360)	(-1.250)	(-1.690)	(-2.350)	(-0.070)
Comercio	0.0083	0.0083	0.0124	-0.5051**	-0.6401**	-0.0421	0.0685	0.2939	-0.4601**
	(1.090)	(0.870)	(0.910)	(-2.850)	(-2.510)	(-1.550)	(0.470)	(1.630)	(-2.010)
Intercepto	0.1927***	0.1881***	0.2018***	-0.2206	-0.4502	0.3515***	-9.6953***	-10.7806***	-7.2574***
	(4.989)	(3.850)	(3.250)	(-0.240)	(-0.340)	(2.610)	(-19.200)	(-16.180)	(-10.600)
R ² ajustado (%)	10.55	10.25	10.51	89.19	89.79	15.08	41.17	44.26	41.2

Nota: la muestra total comprende un panel de datos balanceado de 310 empresas en el período 2008-2014; 110 empresas se clasificaron como familiares (EF) y 200 como no familiares (ENF). ***, ** y * indican nivel de significancia del 1%, el 5% y el 10%, en su orden. El estadístico t se muestra entre paréntesis. En la variable familiar la categoría de referencia fue empresa familiar (EF) y en las variables de sector la categoría de referencia fue servicios

Fuente: elaboración propia

Análisis de resultados para el modelo de regresión con la variable ROA

Los resultados para el modelo de regresión con la variable dependiente ROA se presentan en la tabla 3 así: en la columna (1) para la muestra total, en la (2) para ENF y en la (3) para EF. El modelo permitió explicar el 10,55% de la variación del ROA en la muestra total, el 10,25% en las ENF y el 10,51% en las EF.

En la muestra total la variable familiar muestra una relación positiva con el desempeño que es significativa al 5%, lo que sugiere que las EF son más rentables en términos de ROA en comparación con las ENF; no obstante, se observa que la rentabilidad es menor y significativa en empresas de primera generación en comparación con empresas en las que hay más de una generación. Respecto al tamaño de la JD, en la muestra total se encontró una relación negativa con el ROA que es significativa al 10% y por cada miembro adicional en la JD el ROA se reduce en 0.0022. Aunque el signo se mantiene cuando se analizan por separado EF y ENF, la relación solo es significativa al 5% en las EF. En cuanto a la independencia no se encontró evidencia para afirmar que un mayor porcentaje de miembros externos en la junta se relacione con el ROA.

Diógenes Lagos Cortés · Nidia Costanza Soto Echeverry · José Bernardo Betancourt Ramírez
Julián Oswaldo Enríquez Yagüe · Gonzalo Gómez Betancourt

Tamaño e independencia de la junta directiva y su relación con el desempeño económico: un análisis para empresas familiares y no familiares

Respecto a las variables de control se encontró que a mayor tamaño de la empresa menor ROA, de modo que la relación es significativa en la muestra total en el nivel del 5%, al igual que en las ENF. El nivel de endeudamiento exhibe una relación significativa al 1% y con efecto negativo en los tres grupos, la muestra total, las ENF y las EF, en tanto que el nivel de apalancamiento es significativo en el nivel del 1% en las ENF y en la muestra total. Por último, las variables ficticias (*dummies*) para el sector indican que existen diferencias en el ROA dependiendo de la actividad económica de la empresa.

Los resultados indican que las características de estructura y funcionamiento de la JD influyen en el rendimiento de las empresas en general y en las familiares, con lo que se soportan las hipótesis H_{1a} a mayor tamaño de la JD menor desempeño (ROA) y H_{3a} el carácter familiar de la empresa aumenta el desempeño (ROA). Estos resultados son coherentes con la teoría del *stewardship* en la que los administradores actúan por su cuenta de manera responsable sobre los activos que controlan, en especial en empresas de carácter familiar en las que hay aspectos no económicos que sirven como motivador (Westhead y Howorth, 2006). También se observa que el carácter de independencia no tiene efectos significativos en las empresas de la muestra por lo que se rechazó H_{2a} , lo que obedece probablemente a que los empresarios no delegan en los miembros externos independientes el poder que les corresponde o su nombramiento tiene que ver con un requisito legal que no surte efectos en la realidad.

Respecto a la variable generación es de resaltar que el efecto familiar positivo para el ROA, incrementa con el paso del tiempo, probablemente porque las nuevas generaciones tienen mayor nivel de formación y apertura para implementar prácticas de gobierno corporativo que la generación de fundadores; el reto para generaciones posteriores es conservar e incrementar el volumen de negocios y su eficiencia en la medida que el tamaño de la compañía incrementa, razón por la que se observó un efecto negativo del mayor tamaño en la rentabilidad de los activos. El resultado del endeudamiento y del apalancamiento es coherente con la literatura que ha identificado en las empresas la preferencia por estrategias conservadoras de endeudamiento (Leech y Leahy, 1991); con la presente investigación se puede entender que la intuición de los empresarios se genera porque observan efectos negativos en algunos indicadores como el de rentabilidad sobre activos.

Análisis de resultados para el modelo de regresión con la variable ROE

Los resultados para el modelo de regresión con la variable dependiente ROE se presentan en la tabla 3 así: en la columna (4) para la muestra total, en la (5) para ENF y en la (6) para EF. El modelo permitió explicar el 89.19% de la variación del ROE en la muestra total y el resultado está marcado por el comportamiento de las ENF, en las que el modelo explicó el 89.79%, en tanto que en las EF el porcentaje es de 15.08%.

En la muestra total se encontró que las variables familiar y generación no fueron determinantes para explicar el ROE. En cuanto al tamaño de la JD se encontró una relación significativa en el nivel del 10% y negativa con el ROE en la muestra total, lo

que indica que por cada miembro adicional en la JD el ROE se reduce su efecto en 0.0537. Este signo se mantiene cuando se analizan EF y ENF; sin embargo, la relación solo es significativa al 5% en las EF. En cuanto a la independencia no se encontró evidencia que indique alguna relación con el ROE.

Respecto a las variables de control se halló que el tamaño de la empresa exhibe una relación significativa al 10% e inversa con el ROE solo en las EF. El nivel de endeudamiento muestra una relación significativa al 1% y positiva en los tres grupos; no obstante, el efecto del endeudamiento en el ROE es superior en las ENF en comparación con las EF y con la muestra total. En el nivel de apalancamiento se observó una relación significativa al 1% y negativa en los tres grupos; fue menor el efecto en el ROE en las EF en comparación con las ENF y la muestra total. De igual forma que en el caso de ROA, las variables ficticias (*dummies*) para el sector indican que existen diferencias significativas en el ROE dependiendo de la actividad económica de la empresa, en algunos casos con un impacto importante en la rentabilidad.

Con los resultados del modelo de regresión se puede rechazar la hipótesis H_{2b} y H_{3b} . Además, soportar las hipótesis H_{1b} a mayor tamaño de la JD menor desempeño (ROE), resultado similar al obtenido con el análisis del ROA. En el caso del ROE, el tamaño de la empresa solo afecta de manera significativa el desempeño de las EF debido a que este tipo de empresas prefiere usar recursos propios para fundear la organización; por esta razón se encontró que al aumentar el endeudamiento, es decir, la razón de los pasivos sobre el activo, se genera un impacto positivo y mayor en la rentabilidad sobre el patrimonio; por otro lado, la razón de apalancamiento, que corresponde al cociente de los pasivos sobre el patrimonio, genera un efecto negativo sobre el ROE. Aunque a primera vista el resultado parece contradictorio, la combinación de los dos efectos de endeudamiento y apalancamiento corresponde a un bucle de balance del modelo con efectos positivos en la rentabilidad del patrimonio, es decir, que el incremento del endeudamiento puede aumentar el ROE.

Análisis de resultados para el modelo de regresión con la variable IO

Los resultados para el modelo de regresión con la variable dependiente IO se presentan en la tabla 3 así: en la columna (7) para la muestra total, en la (8) para ENF y en la (9) para EF. El modelo permitió explicar el 41.17% de la variación de los IO en la muestra total, el 44.26% en las ENF y el 41.2% en las EF.

En la muestra total se encontró que las variables familiar y generación no fueron determinantes para explicar los IO; respecto al tamaño de la JD, se encontró una relación significativa al 5% y negativa con los IO solo en la muestra total. En cuanto a la independencia se encontró una relación significativa y positiva con los IO en los tres grupos, en la muestra total ($p < 1\%$), en las ENF ($p < 5\%$) y en las EF ($p < 5\%$).

Respecto a las variables de control se encontró que a mayor tamaño de la empresa mayor nivel de IO, relación que es significativa al 1% en los tres grupos, es decir, en la muestra total, en las ENF y en las EF. En el nivel de endeudamiento se observó una relación significativa en el nivel del 1% y positiva en la muestra total y en las EF, en tanto que el nivel de apalancamiento no fue significativo en ninguno de los casos.

Diógenes Lagos Cortés · Nidia Costanza Soto Echeverry · José Bernardo Betancourt Ramírez
 Julián Oswaldo Enríquez Yagüe · Gonzalo Gómez Betancourt

Tamaño e independencia de la junta directiva y su relación con el desempeño económico: un análisis para empresas familiares y no familiares

Por último, las variables ficticias (*dummies*) para el sector indican, en forma similar a lo encontrado para el ROA y el ROE, que existen diferencias en los IO dependiendo de la actividad económica de la empresa.

Los resultados de este análisis soportan las tres hipótesis H_{1c} a mayor tamaño de la JD menor desempeño (IO), H_{2c} a mayor porcentaje de independientes en la JD mayor desempeño (IO). A diferencia de los modelos anteriores, los IO son un indicador que se deriva en forma directa de la estrategia diseñada por la JD, razón por la cual una JD más pequeña con mayor proporción de miembros independientes alcanza mayores volúmenes. Los IO también corresponden a la dinámica de las empresas, por lo que las empresas de mayor tamaño y las que aumentan el endeudamiento incrementan sus resultados comerciales. En este caso los sectores de manufactura, construcción y comercio se vieron más favorecidos que los demás.

CONCLUSIONES

Este trabajo buscó identificar en cuál medida las características de la JD influyen en el desempeño en una muestra de EF y ENF de Colombia. El modelo de investigación exploró tres aspectos: i) tamaño de la JD, ii) independencia de la misma y iii) carácter familiar de la empresa. Aunque los resultados varían de acuerdo con el indicador de desempeño analizado, se tuvo evidencia suficiente para aceptar las siguientes hipótesis:

Tabla 4. Hipótesis soportadas

H1a: a mayor tamaño de la JD menor desempeño (ROA)

H1b: a mayor tamaño de la JD menor desempeño (ROE)

H1c: a mayor tamaño de la JD menor desempeño (IO)

H2c: a mayor porcentaje de independientes en la JD mayor desempeño (IO)

H3a: el carácter familiar de la empresa aumenta el desempeño (ROA)

Fuente: elaboración propia

Los resultados hallados fueron consistentes con los hallazgos previos encontrados en la literatura. En el caso del tamaño de la junta, el desempeño se vio afectado por la menor eficiencia en la toma de decisiones (Cheng, 2008). Sobre la independencia de la junta y un mayor desempeño (O'Connell y Cramer, 2010) se puede concluir que es fruto de la influencia directa ejercida en la estrategia de la empresa. Con respecto al carácter familiar de la empresa y su relación con el mayor desempeño, es fruto de un compromiso a largo plazo de los propietarios y administradores (Chami, 2001).

Con base en los resultados de este estudio se recomienda a las empresas tener JD de menor tamaño, pero, en especial, que cuenten con miembros independientes que ejerzan plenamente sus funciones en el órgano de gobierno, pues, como se observó en los resultados, ello tiene efecto en la estrategia comercial pero no en la de optimización de activos y la rentabilidad de los mismos.

Por otro lado, se resalta el importante efecto presentado por el endeudamiento en los tres índices de desempeño, en particular en el ROE, lo que puede explicarse porque dicha variable tiene implícitos otros factores relacionados con la estrategia empresarial; dicho efecto tiene menor peso en las EF debido a su tendencia a usar recursos propios, aunque con un adecuado manejo y guía en su implementación podría potenciar sus resultados, que es un aspecto por analizar en futuras investigaciones. Otro efecto notable fue el hallado respecto a los sectores; por un lado, las EF no participan en sectores intensivos de capital como el minero, como fue identificado por Harris, Martínez y Ward (1994); respecto al sector agrícola su efecto en el ROE tendió a ser mayor en las ENF probablemente por su eficiencia y tecnificación. El efecto del sector manufactura refleja otra realidad, en la que las ENF son más hábiles para generar mayor IO, pero las EF tienen la capacidad de ser más eficientes en el ROE. Sectores como el de construcción generaron un efecto reductor del IO en las ENF y, al igual que el de comercio, disminuyó su ROE.

Este estudio tiene varias implicaciones; por una parte, para el ámbito académico se demuestra que en Colombia tener una JD con miembros independientes influye en forma directa en el desempeño (medido por los IO), con mayor impacto en las EF que en las ENF. Se sugiere para futuras investigaciones profundizar en los efectos colaterales de un miembro independiente en la JD, la mejora en la comunicación, el clima societario y la unidad y armonía de la familia propietaria. Otra de las implicaciones prácticas es la relación entre la estructura de la JD y el desempeño financiero de la organización, lo que permitirá promover campañas entre los empresarios para que den los primeros pasos en la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo que les ayuden a formalizarse y tener estructuras de propiedad, gobierno y dirección acordes con las necesidades que plantea el entorno competitivo actual, con especial énfasis en el papel de los miembros independientes que complementen las habilidades de la firma y potencien su desempeño.

REFERENCIAS

- Aguilera, R. V. & Crespi-Cladera, R. (2012). Firm family firms: Current debates of corporate governance in family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 3(2), 66-69. DOI: 10.1016/j.jfbs.2012.03.006
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2010). Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 1(4), 236-245. DOI: 10.1016/j.jfbs.2010.10.004

Diógenes Lagos Cortés · Nidia Costanza Soto Echeverry · José Bernardo Betancourt Ramírez
 Julián Oswaldo Enríquez Yagüe · Gonzalo Gómez Betancourt

Tamaño e independencia de la junta directiva y su relación con el desempeño económico: un análisis para empresas familiares y no familiares

- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2013). The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(3), 127-135. DOI: 10.1016/j.iedee.2012.12.003
- Barney, J. B. (1990). The debate between traditional management theory and organizational economics: Substantive differences or intergroup conflict? *Academy of Management Review*, 15(3), 382-393. DOI: 10.5465/AMR.1990.4308815
- Benito-Hernández, S., Priede-Bergamini, T., & López-Cózar-Navarro, C. (2014). Factors determining exportation and internationalization in family businesses: The importance of debt. *South African Journal of Business Management*, 45(1), 13-25.
- Bird, B., Welsch, H., Astrachan, J. H., & Pistrui, D. (2002). Family business research: The evolution of an academic field. *Family Business Review*, 15(4), 337-350. DOI: 10.1111/j.1741-6248.2002.00337.x
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. *The Journal of Finance*, 58(5), 2167-2201. DOI: 10.1111/1540-6261.00601
- CAF e IAAG. (2005). *Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo. Eficiencia, equidad y transparencia en el manejo empresarial*. Caracas: CAF e IAAG. Recuperado de <https://www.caf.com/media/3266/linea6abril100dpi.pdf>
- Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 249-265. DOI: 10.1111/j.1540-6520.2005.00081.x
- Chami, R. (2001). *What is different about family businesses?* IMF working paper N° 01/70. Washington, DC: International Monetary Fund. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=879571
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157-176. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.10.006
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. (2003). A unified systems perspective of family firm performance: An extension and integration. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 467-472. DOI: 10.1016/S0883-9026(03)00055-7
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23(4), 19-39.
- Dehaene, A., De Vuyst, V., & Ooghe, H. (2001). Corporate performance and board structure in Belgian companies. *Long Range Planning*, 34(3), 383-398. DOI: 10.1016/S0024-6301(01)00045-0

- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64. DOI: 10.1177/031289629101600103
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Family Business Network, FBN (2008). *Family business international monitor*. Lausana: FBN International. Recuperado de <http://www.fbnasia.org/web/wp-content/uploads/2011/pdf/Monitor2008.pdf>
- Gani, L., & Jermias, J. (2006). Investigating the effect of board independence on performance across different strategies. *The International Journal of Accounting*, 41(3), 295-314. DOI: 10.1016/j.intacc.2006.07.009
- García-Ramos, R., & García-Olalla, M. (2011). Board characteristics and firm performance in public founder-and nonfounder-led family businesses. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 220-231. DOI: 10.1016/j.jfbs.2011.09.001
- Gómez-Betancourt, G., López Vergara, M. P., Betancourt Ramírez, J. B., y Millán Payán, J. O. (2012). Estudio sobre el desempeño de las empresas familiares colombianas que cotizan en la bolsa de valores, frente a las empresas no familiares. *Entramado*, 8(1), 28-42.
- Gómez-Betancourt, G., y Zapata-Cuervo, N. (2013). Gobierno corporativo: una comparación de códigos de gobierno en el mundo, un modelo para empresas latinoamericanas familiares y no familiares. *Entramado*, 9(2), 98-117.
- Guzmán, A., y Trujillo, M. A. (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en sociedades cerradas*. Bogotá: CESA.
- Harris, D., Martinez, J. I., & Ward, J. L. (1994). Is strategy different for the family-owned business? *Family Business Review*, 7(2), 159-174. DOI: 10.1111/j.1741-6248.1994.00159.x
- Hossain, M., Prevost, A. K., & Rao, R. P. (2001). Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(2), 119-145. DOI: 10.1016/S0927-538X(01)00003-8
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental Europe. *The International Journal of Accounting*, 41(2), 176-197. DOI: 10.1016/j.intacc.2006.04.002

**Diógenes Lagos Cortés · Nidia Costanza Soto Echeverry · José Bernardo Betancourt Ramírez
Julián Oswaldo Enríquez Yagüe · Gonzalo Gómez Betancourt**

Tamaño e independencia de la junta directiva y su relación con el desempeño económico: un análisis para empresas familiares y no familiares

- Lagos, C. D., & Botero, I. C. (2016). Corporate governance in family businesses from Latin America, Spain and Portugal. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 29(3), 231–254. DOI: 10.1108/arla-03-2016-0064
- Leech, D., & Leach, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *Economic Journal*, 101(409), 1418-1437. DOI: 10.2307/2234893
- Leung, S., Richardson, G., & Jaggi, B. (2014). Corporate board and board committee independence, firm performance, and family ownership concentration: An analysis based on Hong Kong firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(1), 16-31. DOI: 10.1016/j.jcae.2013.11.002
- Liang, Q., Xu, P., & Jiraporn, P. (2013). Board characteristics and Chinese bank performance. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2953-2968. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.04.018
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Litz, R. A. (1995). The family business: Toward definitional clarity. *Family Business Review*, 8(2), 71-81. DOI: 10.1111/j.1741-6248.1995.00071.x
- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2014.12.004
- Mandl, I. (2008). *Overview of family business relevant issues*. Viena: Austrian Institute for SME Research. Recuperado de http://www.pedz.uni-mannheim.de/daten/edz-h/gdb/08/familybusiness_study_en.pdf
- Molina Manzano, C. A. (2006). Los directores independientes y el gobierno de las empresas. *Debates IESA*, 11(4), 20-24.
- Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 367-382. DOI: 10.1111/1540-8520.t01-1-00015
- Moreno-Gómez, J. I., Gómez-Betancourt, G., & Betancourt Ramírez, J. (2016). Board of director in the family business and its impact on socioemotional wealth. *Espacios*, 37(8).
- Müller, V.-O. (2014). The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109, 969-975. DOI: 10.1016/j.sbspro.2013.12.573
- Mustakallio, M., Autio, E., & Zahra, S. A. (2002). Relational and contractual governance in family firms: Effects on strategic decision making. *Family Business Review*, 15(3), 205-222. DOI: 10.1111/j.1741-6248.2002.00205.x

- O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387-399. DOI: 10.1016/j.emj.2009.11.002
- Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD (2004). *OECD principles of corporate governance*. París: OECD. Recuperado de <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- Pathan, S., & Faff, R. (2013). Does board structure in banks really affect their performance? *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1573-1589. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2012.12.016
- Pombo, C., & Gutiérrez, L. H. (2011). Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups. *Journal of Economics and Business*, 63(4), 251–277. DOI: 10.1016/j.jeconbus.2011.01.002
- Sarbah, A., & Xiao, W. (2015). Good corporate governance structures: A must for family businesses. *Open Journal of Business and Management*, 3(1), 40. DOI: 10.4236/ojbm.2015.31005
- Suárez, K. C., & Santana-Martín, D. J. (2004). Governance in Spanish family business. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 10(1/2), 141-163. DOI: 10.1108/13552550410521425
- Suess, J. (2014). Family governance - Literature review and the development of a conceptual model. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 138-155. DOI: 10.1016/j.jfbs.2014.02.001
- Superintendencia de Sociedades (2008). *Circular externa 100-006 de 2008*. Bogotá: Superintendencia de Sociedades. Recuperado de https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_ivc/dir_supersoc/Documents/circular_externa_100-006_de_2008.pdf
- Superintendencia de Sociedades (2012). *Informe 31. Prácticas empresariales. Análisis gobierno corporativo 2012. Información año ejercicio 2011*. Bogotá: Superintendencia de Sociedades. Recuperado de http://www.supersociedades.gov.co/delegatura_aec/informes_publicaciones/responsabilidad_social/documentos_resocial/Informe%20An%C3%A1lisis%20de%20Gobierno%20Corporativo%202012.pdf
- Superintendencia de Sociedades (s.f.). *Guía para diligenciar. Informe 42. Prácticas Empresariales*. Bogotá: Superintendencia de Sociedades. Recuperado de <http://superwas.supersociedades.gov.co/storm/Cartilla%20Informe%2042%20Prácticas%20Empresariales.pdf>
- Tàpies, J. (2011). Empresa familiar: un enfoque multidisciplinar. *Universia Business Review*, 4(32), 12-25.
- Westhead, P., & Howorth, C. (2006). Ownership and management issues associated with family firm performance and company objectives. *Family Business Review*, 19(4), 301-316. DOI: 10.1111/j.1741-6248.2006.00077.x