

Diógenes Lagos Cortés*
Rolando Roncancio Rachid**

Recibido: 27 de mayo de 2020

Evaluación: 6 de julio de 2020

Aprobado: 12 de noviembre de 2020

Artículo de investigación

© 2021 Universidad Católica de Colombia.

Facultad de Ciencias

Económicas y Administrativas.

Todos los derechos reservados

Independencia de la junta directiva y desempeño financiero: evidencia de empresas colombianas¹


Resumen

El objetivo de este trabajo es analizar la relación entre la independencia de la junta directiva y el desempeño financiero (variables ROA, ROE y Q de Tobin). Se usaron dos perspectivas de independencia: por un lado, la Ley 964 de 2005, obligatoria en el mercado de valores colombiano; por otro, una perspectiva ampliada que incluyó relaciones de negocios (directorios cruzados, antigüedad), relaciones financieras (paquetes de compensación, participación en la propiedad) y relaciones personales (fundadores, miembros de la familia propietaria) como factores que limitan la independencia. Se usaron modelos de regresión (efectos aleatorios) en un panel de datos no balanceado compuesto por 69 empresas de la Bolsa de Valores de Colombia. Los resultados mostraron que una definición de independencia más rigurosa es apreciada mejor por el mercado. En específico, se encontró que la independencia de la junta directiva no afecta el desempeño contable (ROA y ROE), pero sí el desempeño en el mercado (Q de Tobin).


Palabras clave: desempeño económico, gobierno corporativo, independencia de la junta, junta directiva

JEL Classification: L25, G34, G38

* Ph.D. en Ciencias de la Administración, Universidad Nacional de La Plata, Argentina. Investigador del INALDE Business School, Universidad de La Sabana, Chía, Colombia. Correo electrónico: diogenes.lagos@inalde.edu.co.

 <https://orcid.org/0000-0002-8471-4726>

** Ph.D. en Gobierno y Cultura de las Organizaciones, Universidad de Navarra, Pamplona, España. Profesor del INALDE Business School, Universidad de La Sabana, Chía, Colombia. Correo electrónico: rolando.roncancio@inalde.edu.co.

 <https://orcid.org/0000-0002-4301-1178>

1 Este artículo forma parte del trabajo realizado en el grupo de investigación Empresas Familiares y Gobierno Corporativo perteneciente a INALDE Business School, Universidad de La Sabana.

Management Board Independence and Financial Performance: Evidence from Colombian Firms

Abstract

This work aims to analyze the relationship between board independence and financial performance (variables ROA, ROE, and Tobin's Q). Two perspectives on independence were used: (a) Law 964 of 2005 (mandatory in the Colombian stock market) and (b) an expanded view that included business relationships (cross-directorships, seniority on the board), financial relationships (compensation packages, ownership participation), and personal relationships (founders, members of the owner family) as factors that limit independence. Regression models (random effects) were used on an unbalanced data panel composed of 69 companies from the Colombian Stock Exchange. The results showed that a more rigorous definition of independence is better appreciated by the market. It was found that board independence does not affect accounting performance (ROA and ROE), but it does affect market performance (Tobin's Q).

Keywords: Corporate governance, board of directors, board independence, economic performance.

INTRODUCCIÓN

Hay amplio consenso sobre la importancia de la junta directiva (JD) en la creación de valor (Hinna y Monteduro, 2017), así como en la calidad del gobierno corporativo (Jermias y Gani, 2014). No obstante, para que la JD cree valor, es necesario que desarrolle sus funciones de forma eficiente (Aguilera, 2005). En este sentido, se considera que los miembros independientes¹ en la JD mejoran la eficiencia (Rashid, 2018). Por ejemplo, estos presentan menores niveles de sesgo cuando monitorean la gestión (Gabrielsson y Huse, 2005), hecho que les permite ser más eficientes en esta función (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976). También reducen el atrincheramiento gerencial, evitando la sustracción de beneficios (Dalton et al., 1998); protegen a los accionistas, en especial a los minoritarios (Anderson y Reeb, 2004; Reverte, 2009), y reducen las probabilidades de sufrir dificultades financieras (Elloumi y Gueyie, 2001) y fraude (Dunn, 2004).

Dada su importancia, la independencia de la JD ha sido promulgada en múltiples leyes y códigos de gobierno corporativo alrededor del mundo (Liu et al., 2015; Rebeiz, 2018). Su amplia difusión ha conducido a un gran interés, por parte de los académicos y empresarios, por entender los posibles beneficios económicos derivados de su implementación (Liu et al., 2015; Rebeiz, 2018). No obstante, dicha relación sigue siendo una cuestión empírica no resuelta (Hermalin y Weisbach, 2003; Rebeiz, 2018). Por una parte, estudios han documentado la existencia de una relación positiva (Leung, Richardson y Jaggi, 2014; Liang, Xu y Jiraporn, 2013; Liu et al., 2015; Müller, 2014) soportada en el argumento de que la experiencia y competencia de los directores independientes mejoran el funcionamiento de la JD (Min y Smyth, 2014; Pfeffer y Salancik, 1978). Otros estudios han encontrado que dicha relación es negativa (Arosa, Iturralde y Maseda, 2013; Cavaco et al., 2016; Hermalin y Weisbach, 2003). En general, estos estudios argumentan que los costos asociados a los directores externos superan sus beneficios (Cavaco et al., 2016). También se ha documentado un efecto neutro (Haldar et al., 2018; Weir y Laing, 2001; Wintoki, Linck y Netter, 2012) soportado en la idea de que los directores independientes aportan únicamente en funciones de asesoría y contacto externo para la administración (Hossain, Prevost y Rao, 2001) que no se traducen en un efecto directo en el desempeño.

1 En este documento *independiente* o *externo* significan lo mismo cuando se refiere a los miembros de la JD. Sucede lo mismo con el significado de *no independiente* e *interno*.

El objetivo de este trabajo es analizar la relación entre la independencia de la JD y el desempeño financiero en empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante el periodo 2015-2018. Para esto, se usaron dos perspectivas de independencia. En la primera, se usó la información que divulgan las empresas sobre la independencia de la JD bajo la Ley 964 de 2005, la cual es obligatoria para los emisores de valores en Colombia. En la segunda perspectiva, se incorporó una definición de independencia más rigurosa. Algunos estudios han sugerido que los resultados contradictorios en el análisis de la relación independencia-desempeño están relacionados con la conceptualización de independencia (Moreno, Lagos y Gómez, 2017). Estos estudios plantean que las definiciones usadas podrían no captar situaciones sutiles que conducirían a que un miembro de la JD pierda la calidad de independiente.

En este sentido, con base en el trabajo de Mulgrew et al. (2014), se incluyeron en la definición de *independencia* algunas relaciones que pueden afectar la independencia de los directores: a) las relaciones de negocios (directorios cruzados, antigüedad en la JD superior a nueve años); b) las relaciones financieras (participación en paquetes de compensación, ser un accionista con participación superior al 5%); y c) las relaciones personales de los directores con sus empresas (ser fundador de la empresa, miembro de la familia propietaria y/o fundadora).

El análisis mostró que una definición de independencia más rigurosa es mejor apreciada en el mercado. En concreto, se encontró que la independencia de la JD no afecta el desempeño contable (ROA y ROE), pero sí el desempeño en el mercado (Q de Tobin). Estos resultados sugieren que los inversores consideran que las relaciones entre los miembros de la JD y las empresas pueden afectar las decisiones que se toman en este órgano de gobierno y, por lo tanto, afectan la valoración del mercado.

Este trabajo realiza dos contribuciones. En primer lugar, extiende la literatura sobre el análisis de la relación entre la independencia de la JD y el desempeño para el caso colombiano. La literatura ha mostrado que son escasos los estudios para regiones emergentes (Muniandy y Hillier, 2015); en general, los estudios existentes se concentran en Estados Unidos y Europa (Cavaco et al., 2016), y de forma más reciente, en Asia. Generar evidencia para el contexto latinoamericano es importante dado que las empresas en estos mercados presentan diferencias significativas en comparación con sus pares de mercados en países desarrollados; por ejemplo, se caracterizan por un limitado poder de los accionistas minoritarios enmarcados en

una alta concentración de la propiedad (La Porta et al., 1998). En segundo lugar, presenta evidencia que sugiere que una definición débil de independencia afecta de forma negativa el desempeño en el mercado (Q de Tobin). En este sentido, se sugiere a los reguladores y a las empresas considerar el hecho de elevar los estándares de independencia (autorregulación), tal como se ha recomendado en el Código País, código de gobierno corporativo colombiano.

El resto del trabajo está organizado como sigue. Esta introducción es la primera parte. En la segunda parte se elaboran las hipótesis a partir de la literatura sobre independencia de la JD y desempeño. En la tercera parte se presenta la metodología de investigación. Los resultados son mostrados en la cuarta. Finalmente, en la quinta parte se presentan las conclusiones, implicaciones prácticas, limitaciones y recomendaciones para futuros trabajos.

MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS

Independencia de la junta directiva

Monitorear la gestión de la administración es una de las principales funciones de la JD (Fama y Jensen, 1983). Los miembros independientes son considerados un mecanismo de gobierno corporativo que mejora la eficiencia de la JD (Rashid, 2018), por cuanto ayudan a enfrentar algunos problemas propios de sus miembros no independientes. Según Rebeiz (2018), los miembros de JD que no son independientes no están en condiciones de supervisar de forma adecuada la gestión de la administración por dos razones: a) la presencia de un director interno en la JD implica que la administración está supervisando la administración y b) los directores internos son superiores del CEO en la JD, en tanto que en las actividades del día a día de la empresa son subordinados del CEO. La efectividad de los miembros independientes radica en que tienen menores niveles de sesgo cuando monitorean la gestión (Gabrielsson y Huse, 2005), hecho que les permite desempeñar mejor esta función (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976). Igualmente, los miembros independientes reducen el atrincheramiento gerencial y evitan la sustracción de beneficios (Dalton et al., 1998), protegen los intereses de los accionistas, en especial a los minoritarios (Anderson y Reeb, 2004; Reverte, 2009), y reducen las probabilidades de sufrir dificultades financieras (Elloumi y Gueyie, 2001) y fraude (Dunn, 2004).

En este sentido, los miembros de JD independientes han adquirido gran importancia en el análisis del gobierno corporativo. A pesar de ello, no existe consenso ni en la literatura ni en la práctica sobre lo que es un miembro de JD independiente. En esencia, es aquel que no tiene relaciones directas o indirectas con la empresa (Mulgrew et al., 2014; Rebeiz, 2018). No obstante, la forma de operacionalizar esta definición difiere sustancialmente. En algunos casos se ha definido como aquel miembro de JD que no es ni ha sido empleado de la empresa, y cuya única conexión formal es su deber como miembro de la JD (Rosenstein y Wyatt, 1990). Pero en otros casos, dichas relaciones solo están limitadas a aquellas que pueden afectar su condición de independencia respecto de la administración y la empresa (Klein, 2002), situación que es compleja de determinar en la práctica.

Independencia de la junta directiva en Colombia

Los estándares de independencia para la JD en Colombia se encuentran en la *Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia* para el caso de empresas no listadas, y en la Ley 964 de 2005 y el Código País para el caso de los emisores de valores. El artículo 44 de esta última ley indica que la JD de las empresas listadas en la BVC deben estar compuestas por entre cinco y diez directores, de los cuales el 25% deben ser independientes. En el parágrafo 2 del artículo 44 de dicha ley se definen seis situaciones que hacen que un director no sea independiente:

- a. Empleado o directivo del emisor o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, incluyendo aquellas personas que hubieren tenido tal calidad durante el año inmediatamente anterior a la designación, salvo que se trate de la reelección de una persona independiente;
- b. Accionistas que directamente o en virtud de convenio dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto de la entidad o que determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma;
- c. Socio o empleado de asociaciones o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría al emisor o a las empresas que pertenezcan al mismo grupo económico del cual forme parte esta, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos, el veinte por ciento (20%) o más de sus ingresos operacionales;

- d. Empleado o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos importantes del emisor. Se consideran donativos importantes aquellos que representen más de veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución;
- e. Administrador de una entidad en cuya JD participe un representante legal del emisor; y
- f. Persona que reciba del emisor alguna remuneración diferente a los honorarios como miembro de la JD, del comité de auditoría o de cualquier otro comité creado por la JD.

Por otra parte, está el Código País, código de gobierno corporativo dirigido a emisores de valores que acoge los requisitos de independencia de la Ley 964 de 2005. Sin embargo, recomienda a los emisores de valores adoptar estándares de independencia más robustos a los propuestos en dicha Ley. De forma específica, en el numeral 16.5 recomienda incorporar en el reglamento de la JD una definición de independencia más rigurosa que incluya las relaciones de cualquier naturaleza del candidato a director independiente con accionistas significativos y sus partes vinculadas. En tanto que en el numeral 17.2 recomienda ajustar al alza el porcentaje del 25% de miembros independientes fijado en la Ley 964 de 2005.

Por último, la *Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia* establece en la medida 21 que la JD debe integrarse por un número impar de directores, de los cuales por lo menos uno (1) deberá ser externo. De acuerdo con esta guía, un director externo es aquella persona que no cumple con ninguna de las siguientes condiciones:

- a. Ser empleado o representante legal de la compañía;
- b. Ser empleado o administrador de la persona natural o jurídica que preste servicios de auditoría a la sociedad o a alguna de sus filiales o subsidiarias;
- c. Ser asociado que directa o indirectamente dirija, oriente o controle la mayoría de los derechos de voto de la compañía o que determine la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma; y
- d. Tener vínculos familiares con alguno de los anteriores hasta el tercer grado de consanguinidad, segundo de afinidad o primero civil.

Independencia de la junta directiva y desempeño

El efecto de la independencia de la JD en el desempeño es una cuestión empírica no resuelta (Hermalin y Weisbach, 2003; Rebeiz, 2018). Existe evidencia que soporta tres tipos de relación: positiva, negativa y neutra. A continuación presentamos una revisión de algunos estudios que sustentan estas posiciones. Por una parte, estudios previos han sugerido que la independencia de la JD tiene un efecto positivo en el desempeño. Estos estudios han planteado que el funcionamiento de la JD mejora cuando se incluyen directores externos (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983), dado que estos proporcionan experiencia y competencia que complementa a los directores internos, mejoran los procesos de decisiones a nivel estratégico y el acceso a recursos (Hillman y Dalziel, 2003; Min y Smyth, 2014; Pfeffer y Salancik, 2003) y favorecen el alineamiento de los intereses de los administradores y los accionistas con los intereses de la empresa (Rosenstein y Wyatt, 1990). Múltiples estudios han proporcionado evidencia sobre una relación positiva entre la independencia de la JD y el desempeño (Leung, Richardson y Jaggi, 2014; Liang, Xu y Jiraporn, 2013; Liu et al., 2015; Müller, 2014). De forma general, estos estudios consideran que los directores externos pueden ejercer las funciones de monitoreo, dirección, supervisión y evaluación de la administración de manera más efectiva como producto de su independencia (Baysinger y Butler, 1985). De esta forma, se limitan los posibles comportamientos oportunistas, tanto de la administración como de los accionistas controlantes (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976). También consideran que, dada la marcada preocupación por su reputación (Fama y Jensen, 1983), los directores externos son un mecanismo eficiente y práctico para mitigar los problemas de agencia (Brown, Beekes y Verhoeven, 2011; Cavaco et al., 2016).

Por otra parte, otro grupo de estudios han planteado que los costos asociados con los directores externos superan sus beneficios (Cavaco et al., 2016). En este sentido, han reportado una relación negativa entre la independencia de la JD y el desempeño (Arosa, Iturralde y Maseda, 2013; Cavaco et al., 2016; Hermalin y Weisbach, 2003). Para explicar dicha relación, han usado diferentes argumentos. En primer lugar, dado que los directores externos trabajan a tiempo parcial (Bhagat y Black, 2002; Weir y Laing, 2001), no pueden comprender la complejidad de la empresa (Bhagat y Black, 2002). Asimismo, dada la relación a tiempo parcial, es posible que participen de otras JD o que tengan otros compromisos laborales que les impiden dedicar tiempo suficiente a cada empresa para monitorear de forma efectiva la gestión de los administradores (Weir y Laing, 2001).

En segundo lugar, los directores externos no tienen acceso a la misma información que los directores internos o la administración (Brennan y McDermott, 2004; Rebeiz, 2018), y esto les impide tomar decisiones de forma apropiada y oportuna (Cavaco et al., 2017; Weir y Laing, 2001). En este sentido, algunos estudios han sugerido que los CEO se oponen a que la JD monitoree su gestión y, por lo tanto, están menos dispuestos a entregar información específica de la empresa que mejoraría la capacidad de supervisión de la JD (Cavaco et al., 2016). De igual forma, la administración puede favorecer el nombramiento de personas con poca capacidad como miembros externos para evitar el monitoreo (Cavaco et al., 2016). En tercer lugar, los directores externos pueden carecer de la experiencia y el conocimiento necesario para comprender los problemas técnicos de la empresa (Arosa et al., 2013; García-Sánchez, 2010; Weir y Laing, 2001) que puede conducir a tomar malas decisiones. En cuarto lugar, los directores externos pueden llevar a la empresa hacia un estado de monitoreo excesivo que afecta su funcionamiento (Baysinger y Butler, 1985).

Por último, algunos estudios han aportado evidencia que soporta una relación neutra entre la independencia de la JD y el desempeño económico (Haldar et al., 2018; Weir y Laing, 2001; Wintoki et al., 2012). Estos estudios cuestionan la independencia de los miembros de JD independientes y han sugerido que debido a sus limitaciones (por ejemplo, falta de conocimiento sobre la operación de la empresa, dedicación a tiempo parcial) terminan siendo únicamente una fuente de asesoría y contacto externo para la alta dirección (Hossain, Prevost y Rao, 2001). De igual forma, se ha sugerido que la presencia de miembros independientes por sí sola no genera efectos en el desempeño de las empresas; factores como el nepotismo, la permanencia sin condiciones del CEO y una permanencia mínima de los miembros independientes deben ser considerados para garantizar que la independencia de la JD sea efectiva (Haldar et al., 2018; Weir y Laing, 2001).

En este sentido, Weir y Laing (2001) cuestionan la efectividad de los códigos de gobierno que siguen un enfoque de cumpla o explique para garantizar los derechos de los accionistas. Por ejemplo, algunos estudios encontraron que las empresas incluyen directores independientes solo para cumplir con los requisitos de regulación (Pathan y Faff, 2013). Por último, también se ha sugerido que existen problemas metodológicos que deben ser abordados, como endogeneidad, muestreo, dinámicas internas de la JD, definición de independencia, etc. (Dulewicz y Herbert, 2004; Wintoki et al., 2012).

Ante la falta de consenso, este trabajo considera que los beneficios de la independencia de la JD prevalecen ante los posibles efectos negativos. De esta forma, se plantea la siguiente hipótesis:

H1: La independencia de la JD se relaciona positivamente con el desempeño financiero en las empresas listadas en la BVC.

METODOLOGÍA

Datos y muestra

La muestra corresponde a 69 empresas (276 observaciones) listadas en la BVC durante el periodo 2015-2018. La información fue obtenida de tres fuentes: a) la información financiera proviene de la base de datos Emerging Markets Information Service (EMIS); b) la información sobre la composición accionaria proviene del Registro Nacional de Valores y Emisores de Colombia (RNVE); c) el resto de la información fue recolectada manualmente a partir de información pública como informes anuales, código de gobierno corporativo colombiano (Código País) y otros documentos publicados por las empresas.

Modelo econométrico

La relación independencia-desempeño financiero fue abordada mediante el modelo de regresión de la ecuación [1]. Se estimaron los modelos mediante datos de panel, técnica más adecuada que controla variables no observadas, a la vez que evalúa la evolución de los individuos en el tiempo (Labra y Torrecillas, 2014; Wooldridge, 2010). Para determinar el tipo de efecto en la estimación (fijos o aleatorios), se usó la prueba de Hausman (1978). Los resultados de esta prueba en los diferentes modelos indicaron que el uso de efectos aleatorios es apropiado en este caso ($\text{Prob} > \chi^2 > 0.05$).

$$\text{DESEMPEÑO}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{INDEPENDENCIA}_{it} + \beta_j (\text{CONTROLES}_{it}) + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

Donde DESEMPEÑO corresponde a las mediciones de desempeño financiero (de origen contable, ROA y ROE) y de mercado (QTOBIN). En tanto que

INDEPENDENCIA representa diferentes mediciones de independencia bajo dos perspectivas: en la perspectiva uno, IND1, %IND1, MAY_IND1 y >25%_IND1; en la perspectiva dos, IND2, %IND2, MAY_IND2 y >25%_IND2. Por último, CONTROLES incorpora diferentes variables a nivel de empresa y JD (TAMAÑO_JD, TAMAÑO_E, DEUDA, C_VENTAS, EDAD, VOTO23/1, P_FAM, P_FIN, P_NOFIN y P_EST), y para identificar el sector económico (SECTOR) y tiempo de análisis (AÑO).

Variable dependiente

Desempeño financiero. Se usaron dos variables para aproximar el desempeño financiero: la rentabilidad de los activos (ROA) y la rentabilidad del patrimonio (ROE). El ROA se calculó como el cociente entre la utilidad neta y el valor en libros de los activos (Krivogorsky, 2006). El ROE se calculó como el cociente entre la utilidad neta y el valor en libros del patrimonio (Krivogorsky, 2006). Estas variables fueron ajustadas de acuerdo con el nivel de riesgo de cada empresa, y para ello dividimos el ROA y el ROE por su desviación estándar (volatilidad) durante un periodo de 5 años (Gangi, Daniele y Varrone, 2020). En pruebas de robustez se usó la Q de Tobin como una aproximación del desempeño financiero en el mercado, y esta se calculó, siguiendo a Cai et al. (2015), como el valor en libros de los activos, menos el valor en libros del patrimonio, más el valor de mercado de las acciones, todo lo anterior dividido por el valor en libros de los activos.

Variable independiente

Independencia de la JD. Se usaron dos perspectivas para aproximar la independencia de la JD. En la perspectiva uno se usó información divulgada sobre independencia por los emisores en los informes anuales bajo la Ley 964 de 2005. En la perspectiva dos se usó una definición de independencia más exigente. En este sentido, se incluyeron las relaciones de negocios (directorios cruzados, antigüedad en la JD superior a nueve años), las relaciones financieras (participación en paquetes de compensación mediante acciones, ser un accionista con participación superior al 5% de la composición accionaria) y las relaciones personales (ser fundador de la empresa, miembro de la familia propietaria y/o fundadora) de los miembros de JD como elementos que comprometen la independencia de los miembros de la JD (Mulgrew et al., 2014).

En cada una de las dos perspectivas se calcularon cuatro variables para medir la independencia de la JD: a) el número de directores independientes en la JD (IND1 y IND2); b) la proporción de directores independientes (%IND1 y %IND2); c) usamos las variables dummy MAY_IND1 y MAY_IND2 para identificar aquellas empresas con JD compuestas por más del 50% de directores independientes; y d) usamos las variables dummy >25%_IND1 y >25%_IND2 para identificar aquellas empresas que cumplen con el estándar de independencia de la Ley 964 de 2005, es decir, tener como mínimo el 25% de los directores con la calidad de independientes.

Variables de control

Para reducir los posibles efectos de confusión, se incluyeron diferentes variables a nivel de la JD y de la empresa. La variable TAMAÑO_JD indica el número de directores que componen la JD. La variable TAMAÑO_E representa el tamaño de la empresa, calculado como el logaritmo natural de los activos totales (González et al., 2013). La variable DEUDA indica el nivel de endeudamiento de la empresa, calculado como la relación entre la deuda y el activo (Wintoki et al., 2012). La variable C_VENTAS indica el crecimiento porcentual de las ventas en los últimos tres años. La variable EDAD es el tiempo que lleva la empresa en el mercado (Claessens, Djankov y Lang, 2000). La variable VOTO23/1 representa la capacidad de respuesta del segundo y del tercer bloque de accionistas frente al primer bloque de accionistas (Jara-Bertin y López-Iturriaga, 2014). Las variables dummy P_FAM, P_FIN, P_NOFIN y P_EST indican el tipo de propiedad en la empresa, familiar, financiera, no financiera o estatal, respectivamente.

Finalmente, incluimos las variables dummy SECTOR para identificar las empresas de acuerdo con el sector en el que desarrollan su actividad económica principal (Industrial, Agroindustrial, Financiero, Servicios, Construcción y Servicios Públicos) y las variables dummy AÑO para identificar cada año del periodo de análisis. Algunos estudios han planteado la existencia de una relación no lineal entre las características de la JD y el desempeño (De Andres y Vallelado, 2008; Moreno et al., 2017). Para verificar esto, en las pruebas de robustez se incluyeron las variables IND1_CUAD, %IND1_CUAD, IND2_CUAD, %IND2_CUAD y TAMJD_CUAD para analizar el efecto de los cuadrados de las variables iniciales.

RESULTADOS

Descripción de la muestra

La muestra consistió en un panel de datos con 69 empresas (276 observaciones) listadas en la BVC durante el periodo 2015-2018. De acuerdo con el sector económico, encontramos la siguiente distribución para las observaciones: Industrial (68), Agroindustrial (40), Financiero (68), Construcción (24), Servicios (40) y Servicios Públicos (36).

En la Tabla 1 se presentan los principales estadísticos descriptivos (media, desviación estándar, mínimo y máximo) para las variables de análisis, además de las correlaciones con las variables dependientes (ROA, ROE y QTOBIN). El ROA promedio fue 2,53, en tanto que el ROE promedio fue 2,82 y el promedio de la Q de Tobin fue 1,13. Desde la perspectiva uno de independencia, se encontró que el número de directores independientes (IND1) varía entre 1 y 9, en promedio las JD estaban conformadas por 3,64 directores independientes. Se encontró que la proporción de directores independientes (%IND1) era de 56,8%, porcentaje que varía en un rango de 20% a 100%. El 52,9% de las empresas tenían JD conformadas mayoritariamente por directores independientes (MAY_IND1), en tanto que el 96% de las empresas cumplía con el estándar mínimo de independencia de la Ley 964 de 2005 (tener al menos 25% de directores independientes) (>25%_IND1).

Desde la perspectiva dos, se encontraron menores índices de cumplimiento. El número de directores independientes (IND2) estuvo entre 0 y 7, en promedio las empresas contaban con 2,02 directores independientes. Se encontró que la proporción de directores (%IND2) fue de 30,9%, porcentaje que se ubicó en un rango de 0% a 100%. El 20,3% de las empresas tenían JD conformadas mayoritariamente por directores independientes (MAY_IND2), en tanto que el 57,2% de las empresas cumplía con el estándar mínimo de la Ley 964 de 2005 (>25%_IND2).

Por otra parte, respecto a las variables de control encontramos que las JD estaban conformadas por entre 5 y 13 directores (TAMAÑO_JD), en promedio las empresas tenían 6,5 directores. El tamaño de las empresas (T_EMPRESA) fue en promedio 14,37, en tanto que el endeudamiento (DEUDA) fue en promedio de 43,8%. Las empresas tenían un crecimiento promedio de ventas (C_VENTAS) del 21,1%. Respecto a la edad de la empresa (EDAD), se observó un promedio de 59,6 años. En cuanto a la propiedad mayoritaria, se observó que domina la propiedad familiar

(P_FAM, 141 observaciones), seguido de la propiedad no financiera (P_NOFIN, 47 observaciones), financiera (P_FIN, 17 observaciones) y estatal (P_EST, 15 observaciones). Por último, se observó que la capacidad de respuesta del segundo y tercer accionista frente al primer accionista (VOTING23/1) era en promedio de 31%.

Tabla 1.

Estadísticos descriptivos y correlaciones

Variables	Descriptivos				Correlaciones		
	Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo	ROA	ROE	QTOBIN
Panel A. Variables de desempeño							
ROA	2,525	3,267	-3,010	20,871	1,000	0,895***	0,097
ROE	2,823	3,789	-3,634	21,526	0,895***	1,000	0,051
QTOBIN	1,128	1,143	0,285	9,509	0,097	0,051	1,000
Panel B. Independencia desde la perspectiva uno							
IND1	3,645	1,778	1,000	9,000	0,010	-0,013	-0,117*
%IND1	0,568	0,248	0,200	1,000	-0,086	-0,135**	-0,152**
MAY_IND1	0,529	0,500	0,000	1,000	0,052	-0,005	-0,115*
>25%_IND1	0,960	0,196	0,000	1,000	-0,115*	-0,243***	-0,052
Panel C. Independencia desde la perspectiva dos							
IND2	2,022	1,558	0,000	7,000	-0,114*	-0,126**	-0,007
%IND2	0,309	0,224	0,000	1,000	-0,176***	-0,195***	0,015
MAY_IND2	0,203	0,403	0,000	1,000	-0,157***	-0,177***	-0,068
>25%_IND2	0,572	0,496	0,000	1,000	-0,124**	-0,164***	0,049
Panel D. Variables de control							
TAMAÑO_JD	6,529	1,755	5,000	13,000	0,187***	0,237***	-0,024
TAMAÑO_E	12,868	2,111	7,312	17,910	0,213***	0,201***	0,101
DEUDA	0,438	0,279	0,002	1,592	-0,151**	-0,080	0,121*
C_VENTAS	0,211	0,913	-0,995	7,994	0,042	0,037	0,027
EDAD	59,645	32,195	4,000	149,000	0,020	0,078	-0,167***
VOTO23/1	0,310	0,396	0,000	2,000	0,125**	0,107*	0,161**

* Relación significativa al 10 %; ** al 5 %; *** al 1 %.

Fuente: elaboración de los autores.

Efecto de la independencia en el desempeño financiero: perspectiva uno

La Tabla 2 presenta los resultados de la relación independencia-desempeño financiero usando la perspectiva uno (requerimientos definidos en la normatividad colombiana). En los modelos 1 al 4 se usó como variable dependiente el ROA, en tanto que en los modelos 6 al 8 se usó el ROE. Como variables independiente se usaron cuatro aproximaciones de independencia (IND1, %IND1, MAY_IND1 y >25%_IND1). Respecto al ROA (modelos 1 al 4), se encontró que ninguna de las cuatro mediciones de independencia es significativa para determinar el desempeño. En general, se observó una relación positiva del ROA con el tamaño de la empresa (TAMAÑO_E), la capacidad de respuesta de los accionistas (VOTO23/1), la propiedad mayoritaria familiar (P_FAM) y la propiedad mayoritaria no financiera (P_NOFIN). Los resultados son similares cuando se usó el ROE como medición del desempeño financiero (modelos 5 al 8), a excepción de la propiedad mayoritaria, que resultó no significativa para explicar el ROE.

Tabla 2.

Resultados de regresión usando la perspectiva uno

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ROA				ROE			
IND1	0,042				-0,113			
	(0,155)				(0,213)			
%IND1		0,411				-0,389		
		(0,896)				(1,140)		
MAY_IND1			0,141				-0,276	
			(0,454)				(0,454)	
>25%_IND1				-0,068				-0,663
				(0,886)				(1,414)
TAMAÑO_ JD	0,031	0,055	0,049	0,054	0,225	0,158	0,170	0,158
	(0,187)	(0,160)	(0,161)	(0,159)	(0,223)	(0,184)	(0,183)	(0,185)
TAMAÑO_E	0,522***	0,521***	0,522***	0,531***	0,528***	0,523***	0,528***	0,532***
	(0,193)	(0,192)	(0,190)	(0,189)	(0,160)	(0,162)	(0,162)	(0,156)
DEUDA	-5,080***	-5,074***	-5,068***	-5,048***	-3,693***	-3,731***	-3,721***	-3,787***
	(1,476)	(1,485)	(1,481)	(1,472)	(1,351)	(1,359)	(1,359)	(1,351)
C_VENTAS	-0,094	-0,094	-0,093	-0,097	-0,084	-0,080	-0,084	-0,079
	(0,101)	(0,101)	(0,100)	(0,100)	(0,106)	(0,107)	(0,106)	(0,106)

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ROA				ROE			
EDAD	0,017	0,017	0,016	0,017*	0,022	0,022	0,022	0,022
	(0,010)	(0,010)	(0,010)	(0,010)	(0,015)	(0,015)	(0,015)	(0,014)
VOTO23/1	1,499***	1,482***	1,483***	1,516***	1,518***	1,518***	1,553***	1,502***
	(0,470)	(0,473)	(0,475)	(0,457)	(0,520)	(0,524)	(0,529)	(0,486)
P_FAM	0,920*	0,917*	0,927*	0,926*	0,613	0,599	0,595	0,581
	(0,512)	(0,513)	(0,512)	(0,52)	(0,609)	(0,612)	(0,613)	(0,626)
P_FIN	0,903	0,922	0,914	0,881	1,123	1,108	1,098	0,980
	(0,934)	(0,934)	(0,941)	(0,939)	(1,059)	(1,077)	(1,057)	(1,148)
P_NOFIN	1,594*	1,606*	1,589*	1,578*	1,563	1,553	1,563	1,480
	(0,948)	(0,944)	(0,939)	(0,947)	(1,102)	(1,106)	(1,106)	(1,079)
P_EST	-0,116	-0,116	-0,104	-0,150	-0,166	-0,154	-0,184	-0,293
	(0,829)	(0,827)	(0,845)	(0,813)	(1,079)	(1,069)	(1,104)	(1,030)
CONSTANTE	-6,232**	-6,440**	-6,265**	-6,295**	-7,916***	-7,572***	-7,807***	-7,113**
	(2,763)	(2,720)	(2,670)	(2,805)	(2,760)	(2,874)	(2,728)	(3,148)
Hausman Test								
chi2	6,840	6,840	7,810	9,920	2,790	2,840	2,880	15,770
Prob>chi2	0,910	0,910	0,856	0,701	0,999	0,999	0,998	0,262

Nota: el método de regresión usado fue panel de datos con efectos aleatorios. Todos los modelos incluyeron variables dummy SECTOR y AÑO. Entre paréntesis se presentan los errores estándar robustos. * Relación significativa al 10%; ** al 5%; *** al 1%.

Fuente: elaboración de los autores.

Efecto de la independencia en el desempeño financiero: perspectiva dos

La Tabla 3 presenta los resultados de la relación independencia-desempeño financiero usando la perspectiva dos (definición más rigurosa que la normatividad colombiana). En los modelos 1 al 4 se usó como variable dependiente el ROA, en tanto que en los modelos 6 al 8 se usó el ROE. Como variables independientes se usaron cuatro aproximaciones de independencia (IND2, %IND2, MAY_IND2 y >25%_IND2). Los resultados son similares a los encontrados cuando se usó la perspectiva uno: tanto para el ROA como el ROE, ninguna de las cuatro mediciones de independencia es significativa para determinar el desempeño. En el caso del ROA, se observó una relación positiva con el tamaño de la empresa (TAMAÑO_E), la capacidad de respuesta de los accionistas (VOTO23/1), la propiedad mayoritaria familiar (P_FAM), y la propiedad mayoritaria no financiera (P_NOFIN). En tanto que en el ROE, el tipo de propiedad no es significativa para explicar el desempeño financiero.

Tabla 3.

Resultados de regresión usando la perspectiva dos

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ROA				ROE			
IND2	-0,126 (0,158)				-0,150 (0,165)			
%IND2		-0,832 (1,008)				-0,898 (1,005)		
MAY_IND2			-0,608 (0,392)				-0,530 (0,407)	
>25%_IND2				-0,156 (0,504)				-0,280 (0,475)
TAMAÑO_JD	0,091 (0,164)	0,056 (0,157)	0,060 (0,161)	0,054 (0,159)	0,205 (0,194)	0,161 (0,181)	0,170 (0,185)	0,153 (0,183)
TAMAÑO_E	0,544*** (0,192)	0,536*** (0,19)	0,546*** (0,185)	0,528*** (0,191)	0,536*** (0,163)	0,529*** (0,163)	0,528*** (0,162)	0,524*** (0,163)
DEUDA	-5,034*** (1,455)	-5,030*** (1,454)	-5,057*** (1,447)	-5,049*** (1,476)	-3,746*** (1,345)	-3,742*** (1,347)	-3,767*** (1,346)	-3,746*** (1,353)
C_VENTAS	-0,117 (0,110)	-0,112 (0,107)	-0,107 (0,101)	-0,098 (0,102)	-0,101 (0,111)	-0,094 (0,110)	-0,084 (0,107)	-0,080 (0,107)
EDAD	0,016 (0,010)	0,016 (0,010)	0,017* (0,010)	0,016 (0,010)	0,021 (0,015)	0,022 (0,015)	0,022 (0,015)	0,021 (0,015)
VOTO23/1	1,498*** (0,450)	1,507*** (0,454)	1,584*** (0,436)	1,512*** (0,460)	1,490*** (0,492)	1,496*** (0,496)	1,572*** (0,475)	1,502*** (0,506)
P_FAM	0,869* (0,521)	0,866* (0,523)	0,881* (0,521)	0,921* (0,511)	0,533 (0,624)	0,532 (0,627)	0,570 (0,625)	0,570 (0,613)
P_FIN	0,868 (0,967)	0,856 (0,974)	0,849 (0,957)	0,903 (0,953)	1,078 (1,090)	1,063 (1,089)	1,071 (1,077)	1,122 (1,086)
P_NOFIN	1,590* (0,949)	1,573* (0,946)	1,612* (0,964)	1,612* (0,961)	1,545 (1,083)	1,526 (1,083)	1,555 (1,103)	1,587 (1,085)
P_EST	-0,134 (0,854)	-0,152 (0,859)	-0,206 (0,875)	-0,096 (0,847)	-0,186 (1,085)	-0,196 (1,089)	-0,233 (1,101)	-0,124 (1,059)
CONSTANTE	-6,385** (2,687)	-6,047** (2,608)	-6,361** (2,635)	-6,211** (2,645)	-7,740*** (2,771)	-7,391*** (2,734)	-7,656*** (2,755)	-7,484*** (2,761)
Hausman Test								
chi2	8,340	7,330	10,050	6,900	4,630	3,760	5,660	3,440
Prob>chi2	0,821	0,884	0,690	0,907	0,982	0,994	0,958	0,996

Nota: el método de regresión usado fue panel de datos con efectos aleatorios. Todos los modelos incluyeron variables dummy SECTOR y AÑO. Entre paréntesis se presentan los errores estándar robustos. * Relación significativa al 10%; ** al 5%; *** al 1%.

Fuente: elaboración de los autores.

Pruebas de robustez

A continuación, se presentan los resultados de algunas pruebas de robustez. Algunos estudios han planteado la existencia de una relación no lineal entre la características de la JD y el desempeño (De Andres y Vallelado, 2008; Moreno et al., 2017). Se verificó esta relación incluyendo el término cuadrático para el tamaño de la JD (TAMJD_CUAD). Asimismo, se incluyeron los términos cuadráticos para verificar la existencia de una relación no lineal entre el número de directores independientes (IND1_CUAD y IND2_CUAD) y la proporción de estos (%IND1_CUAD y %IND2_CUAD) con el desempeño. Por último, usamos una medición de mercado como otra alternativa para aproximar el desempeño financiero (QTOBIN).

Por efectos de espacio, en la Tabla 4 solo se reportan los resultados para la variable QTOBIN (los resultados para los casos del ROA y ROE están disponibles solicitándolos al correo electrónico de los autores). De forma general, no se encontró evidencia que relacione la independencia de la JD con el desempeño medido a través del ROA y el ROE. En cuanto a la Q de Tobin, cuando se usó la perspectiva uno, se observó una relación positiva y significativa entre la proporción de directores independientes (%IND1) y el desempeño. Igual resultado se observó cuando las empresas cumplen con los estándares de la Ley 964 de 2005 (>25%_IND1). Cuando se usó la perspectiva dos, se observó una relación positiva y significativa entre el número (IND2), la proporción de directores independientes (%IND2) y el cumplimiento de la Ley 964 de 2005 (>25%_IND2) con el desempeño. No obstante, esta relación se invierte cuando la mayoría de los directores son independientes (MAY_IND2). De forma general, se encontró que la relación entre independencia y desempeño medido mediante la Q de Tobin es no lineal: tanto a mayor número de directores (IND1 y IND2) como a mayor proporción de directores independientes (%IND1 y %IND2), menor es la valoración de mercado.

CONCLUSIONES Y DISCUSIÓN

La literatura que aborda la relación entre la independencia de la JD y el desempeño de la empresa presenta resultados mixtos; existe evidencia que soporta una relación tanto positiva, como negativa y neutra. Los estudios que soportan una relación positiva argumentan que la experiencia y competencia de los directores externos mejoran el funcionamiento de la JD (Hillman y Dalziel, 2003; Min y Smyth, 2014; Pfeffer y Salancik, 2003). Por su parte, aquellos estudios que soportan una relación

Tabla 4.

Pruebas de robustez

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Variable dependiente = QTOBIN							
	Perspectiva UNO				Perspectiva DOS			
	IND1	%IND1	MAY_IND1	>25%_IND1	IND2	%IND2	MAY_IND2	>25%_IND2
IND1	0,100 (0,089)	1,293* (0,728)	-0,013 (0,118)	0,229*** (0,106)	0,125** (0,052)	0,828*** (0,312)	-0,127** (0,051)	0,150*** (0,052)
IND_CUAD	-0,014* (0,008)	-1,125* (0,577)			-0,019*** (0,006)	-0,972** (0,389)		
TAMAÑO_JD	0,026 (0,149)	0,037 (0,129)	-0,031 (0,134)	-0,021 (0,136)	0,161 (0,179)	0,188 (0,177)	-0,001 (0,132)	0,012 (0,127)
TAMJD_CUAD	0,001 (0,010)	-0,001 (0,009)	0,004 (0,009)	0,003 (0,009)	-0,009 (0,012)	-0,011 (0,012)	0,003 (0,009)	0,001 (0,009)
TAMAÑO_E	-0,094*** (0,018)	-0,098*** (0,017)	-0,096*** (0,018)	-0,098*** (0,017)	-0,099*** (0,018)	-0,098*** (0,018)	-0,097*** (0,017)	-0,099*** (0,017)
DEUDA	1,403*** (0,388)	1,408*** (0,381)	1,337*** (0,385)	1,402*** (0,390)	1,358*** (0,327)	1,395*** (0,355)	1,348*** (0,383)	1,369*** (0,371)
C_VENTAS	0,011 (0,009)	0,013 (0,009)	0,011 (0,009)	0,012 (0,009)	0,018* (0,01)	0,016* (0,009)	0,012 (0,009)	0,013 (0,009)
EDAD	-0,005 (0,005)	-0,005 (0,005)	-0,005 (0,005)	-0,005 (0,005)	-0,004 (0,005)	-0,004 (0,005)	-0,005 (0,005)	-0,004 (0,005)
VOTO23/1	0,331 (0,272)	0,325 (0,286)	0,360 (0,272)	0,371 (0,276)	0,290 (0,232)	0,279 (0,255)	0,410 (0,271)	0,355 (0,266)
P_FAM	0,019 (0,080)	0,016 (0,082)	0,012 (0,081)	0,026 (0,082)	0,018 (0,072)	0,012 (0,074)	0,033 (0,085)	0,027 (0,080)
P_FIN	-0,374 (0,259)	-0,406 (0,247)	-0,396 (0,248)	-0,377 (0,247)	-0,376 (0,248)	-0,477** (0,218)	-0,450** (0,221)	-0,386 (0,245)
P_NOFIN	0,642 (0,425)	0,620 (0,406)	0,631 (0,410)	0,636 (0,416)	0,646 (0,407)	0,579 (0,358)	0,588 (0,382)	0,630 (0,411)
P_EST	-0,082 (0,187)	-0,086 (0,195)	-0,073 (0,186)	-0,053 (0,188)	-0,107 (0,16)	-0,125 (0,173)	-0,051 (0,186)	-0,066 (0,180)
CONSTANTE	2,517*** (1,407)	2,429* (1,333)	2,955** (1,367)	2,678** (1,343)	2,154 (1,435)	2,096 (1,448)	2,876** (1,358)	2,673** (1,329)
Hausman Test								
chi2	4,950	5,170	4,400	3,370	6,810	6,840	5,900	4,560
Prob>chi2	0,993	0,991	0,993	0,998	0,963	0,962	0,969	0,991

Nota: el método de regresión usado fue panel de datos con efectos aleatorios. La variable IND_CUA es el término cuadrático para el número y proporción de directores independientes, tanto en la perspectiva uno como en la perspectiva dos. Todos los modelos incluyeron variables dummy SECTOR y AÑO. Entre paréntesis se presentan los errores estándar robustos. * Relación significativa al 10%; ** al 5%; *** al 1%.

Fuente: elaboración de los autores.

negativa plantean que los costos asociados con los directores externos superan sus beneficios (Cavaco et al., 2016). Por último, los estudios que soportan una relación neutra argumentan que la ventaja de tener esta clase de directores es únicamente la posibilidad de contacto externo y funciones de asesoría que proporcionan a la administración (Hossain, Prevost y Rao, 2001).

En este trabajo se analizó la relación entre la independencia de la JD y el desempeño financiero en un panel de datos no balanceado compuesto de empresas listadas en la BVC durante el periodo 2015-2018. Analizamos dicha relación a partir de dos perspectivas de independencia: en la primera, tomamos la información que divulgan los emisores en los informes anuales sobre la independencia de sus directores de acuerdo con la Ley 964 de 2005; en tanto que en la segunda perspectiva, más rigurosa, incluimos un análisis de las relaciones de negocios (directorios cruzados, antigüedad en la JD superior a nueve años), financieras (participación en paquetes de compensación, ser un accionista significativo [$>5\%$]) y personales (ser fundador de la empresa, miembro de la familia propietaria y/o fundadora) de los directores con sus empresas. Para cada perspectiva, calculamos cuatro variables que miden la independencia de la JD: a) el número de directores independientes; b) la proporción de directores independientes; c) aquellas empresas que su JD está compuesta por más del 50% de directores independientes; y d) aquellas empresas que cumplen con el estándar de independencia de la Ley 964 de 2005.

Encontramos que la independencia de la JD no tiene un efecto significativo en el desempeño financiero medido a través del ROA y ROE. Estos resultados soportan la idea de que los directores independientes no son eficientes dado que dependen, para la toma de decisiones, del conocimiento y la autoridad que poseen los directores internos (Finkelstein, Hambrick y Cannella, 1996; McNulty y Pettigrew, 1996; Nicholson y Kiel, 2007). De igual forma, la efectividad de los miembros independientes puede verse aún más comprometida debido a dedicación a tiempo parcial que los caracteriza (Brennan, 2006). Finalmente, aunque este estudio usó, en la perspectiva de independencia dos, un enfoque más riguroso de independencia, es posible que no capte otros tipo de relaciones de los directores independientes con los directores internos y/o con la empresa que pueden minar su independencia (Rashid, 2018). En general, lo anterior es consistente con aquellos estudios que plantean que los directores independientes no necesariamente tienen un efecto directo en el desempeño dado que, debido a sus limitaciones (por ejemplo, falta de conocimiento sobre la operación de la empresa, dedicación a tiempo parcial), terminan siendo

únicamente una fuente de contacto externo y de asesoría para la administración (Hossain, Prevost y Rao, 2001).

Contrario a lo encontrado en el caso del ROA y ROE (indicadores de desempeño financiero contable), en el caso de la Q de Tobin (indicador de desempeño financiero de mercado) se encontró que una definición de independencia más rigurosa, es decir, aquella que incluyó vínculos laborales, de negocios y familiares, es apreciada por el mercado. Específicamente, se encontró que presentaron una mayor Q de Tobin las empresas: a) con mayor número de directores independientes, b) con mayor proporción de directores independientes y c) que acogen los lineamientos del Código País en los que se sugiere que al menos el 25% de sus directores sean independientes. Estos resultados sugieren que, a pesar de que los directores independientes no impacten en el desempeño financiero contable de la empresa, su presencia sí es valorada por el mercado. Esto podría sugerir que los inversionistas consideran que las relaciones entre los miembros de JD y la empresa pueden afectar las decisiones que se toman en este órgano de gobierno y, por lo tanto, reconocen una mayor valoración en el mercado a aquellas empresas que cuentan con directores independientes.

Por último, se destaca que la relación entre la independencia y el desempeño no es lineal. Esto plantea que existe un punto en el cual aumentar el número, y por consiguiente, la proporción de directores independientes no es estratégico para la JD; por el contrario, esto hace que la relación independencia-desempeño sea negativa. Tal resultado es consistente con lo encontrado cuando se identificaron aquellas JD en las que los miembros independientes eran la mayoría, en cuyo caso se observó una relación negativa y significativa con la Q de Tobin.

De estos resultados se derivan algunas implicaciones prácticas que deberían ser consideradas por los reguladores y las empresas. En primer lugar, dado que una definición débil de independencia afecta de forma negativa el desempeño en el mercado (Q de Tobin), se sugiere a los reguladores y a las empresas elevar los estándares de independencia (autorregulación), tal como se ha recomendado en el Código País. En segundo lugar, aunque se sugiere la autorregulación como una alternativa para mejorar los procesos en la JD, las empresas deben ser cuidadosas para encontrar un balance entre miembros independientes e internos que no afecte los resultados de la empresa.

Este trabajo presenta algunas limitaciones que pueden ser abordadas en trabajos futuros. En primer lugar, es necesario considerar la representatividad de la muestra que puede generar algún sesgo en los resultados. En este sentido,

investigaciones futuras podrían incluir en la muestra tanto empresas listadas en el mercado de valores como empresas cerradas; de igual forma se podría extender el análisis a otros países América Latina. En segundo lugar, este trabajo se limita a analizar el desempeño financiero; este análisis podría extenderse a otras variables que incluyan aproximaciones de desempeño tanto económicas como no económicas. En tercer lugar, los resultados presentados en este trabajo sugieren que la presencia de miembros de JD independientes por sí sola no genera efectos en el desempeño y, por lo tanto, es necesario identificar cuáles son las condiciones que permiten que dicha independencia sea efectiva; por ejemplo, el nepotismo, la permanencia sin condiciones del CEO y una permanencia mínima de los miembros independientes deben ser considerados para garantizar que la independencia de la JD sea efectiva (Haldar et al., 2018; Weir y Laing, 2001).

Futuros trabajos podrían incluir otros elementos que pueden limitar o potenciar los posibles beneficios de la independencia de la JD. Por último, futuros estudios podrían considerar el impacto del gobierno corporativo en el desempeño, no solo a partir de la composición de la JD, sino que podrían incorporar otros elementos como la dinámica y la calidad de las relaciones en la JD, elementos que pueden moderar dicha relación.

REFERENCIAS

1. Aguilera, R. V. (2005). Corporate governance and director accountability: An institutional comparative perspective. *British Journal of Management*, 16, S39-S53. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2005.00446.x>
2. Anderson, R. C. y Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209-237. <https://doi.org/10.2307/4131472>
3. Arosa, B., Iturralde, T. y 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. <https://doi.org/10.1016/j.iedee.2012.12.003>
4. Baysinger, B. y Butler, H. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 101-124. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.jleo.a036883>
5. Bhagat, S. y Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporate Law*, 27, 231-273. <https://doi.org/10.2139/ssrn.133808>

6. Brennan, N. (2006). Boards of directors and firm performance: is there an expectations gap? *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 577-593. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00534.x>
7. Brennan, N. y McDermott, M. (2004). Alternative perspectives on independence of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 325-336. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00373.x>
8. Brown, P., Beekes, W. y Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting & Finance*, 51(1), 96-172. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00385.x>
9. Cai, J., Liu, Y., Qian, Y. y Yu, M. (2015). Information asymmetry and corporate governance. *Quarterly Journal of Finance*, 5(3), 1550014.
10. Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Rebérioux, A. y Roudaut, G. (2016). Board independence and operating performance: analysis on (French) company and individual data. *Applied Economics*, 48(52), 5093-5105. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1170936>
11. Cavaco, S., Crifo, P., Rebérioux, A. y Roudaut, G. (2017). Independent directors: Less informed but better selected than affiliated board members? *Journal of Corporate Finance*, 43, 106-121. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.004>
12. Claessens, S., Djankov, S. y Lang, L. H. P. (2000). Separation of Ownership from Control of East Asian Firms. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
13. Congreso de la República de Colombia. (2005). *Ley 964 de 2005*, “por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público”. Diario Oficial 45.963.
14. Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. y Johnson, J. L. (1998). Board composition, leadership structure, and financial performance: Meta-analytic reviews and research agenda. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199803\)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199803)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K)
15. De Andres, P. y Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors. *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2570-2580. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.05.008>
16. 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: An International Review*, 12(3), 263-280. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00368.x>
17. Dunn, P. (2004). The impact of insider power on fraudulent financial reporting. *Journal of Management*, 30(3), 397-412. <https://doi.org/10.1016/j.jm.2003.02.004>
18. Elloumi, F. y Gueyie, J.-P. (2001). Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 1(1), 15-23. <https://doi.org/10.1108/14720700110389548>
19. Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307. <https://doi.org/10.1086/260866>

20. Fama, E. F. y Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
21. Finkelstein, S., Hambrick, D. y Cannella, A. A. (1996). *Strategic leadership*. St. Paul: West Educational Publishing.
22. Gabrielsson, J. y Huse, M. (2005). Outside directors in SME boards: A call for theoretical reflections. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 1(1), 28-37. <https://doi.org/10.22495/cbv1i1art3>
23. Gangi, F., Daniele, L. M. y Varrone, N. (2020). How do corporate environmental policy and corporate reputation affect risk-adjusted financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 1-17. <https://doi.org/10.1002/bse.2482>
24. García-Sánchez, I.-M. (2010). The effectiveness of corporate governance: Board structure and business technical efficiency in Spain. *Central European Journal of Operations Research*, 18(3), 311-339. <https://doi.org/10.1007/s10100-009-0112-4>
25. González, M., Guzmán, A., Pombo, C. y Trujillo, M.-A. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308-2320. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.03.014>
26. Haldar, A., Shah, R., Nageswara Rao, S. V. D., Stokes, P., Demirbas, D. y Dardour, A. (2018). Corporate performance: Does board independence matter?—Indian evidence. *International Journal of Organizational Analysis*, 26(1), 185-200. <https://doi.org/10.1108/IJOA-12-2017-1296>
27. Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 46(6), 1251-1271.
28. Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
29. Hillman, A. J. y Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>
30. Hinna, A. y Monteduro, F. (2017). Boards, governance and value creation in grant-giving foundations. *Journal of Management & Governance*, 21(4), 935-961. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9370-4>
31. Hossain, M., Prevost, A. K. y Rao, R. P. (2001). Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(2), 119-145. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(01\)00003-8](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(01)00003-8)
32. Jara-Bertin, M. y López-Iturriaga, F. J. (2014). Earnings management and the contest to the control: an international analysis of family-owned firms. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 43(4), 355-379. <https://doi.org/10.1080/02102412.2014.965922>
33. 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

34. Jermias, J. y Gani, L. (2014). The impact of board capital and board characteristics on firm performance. *The British Accounting Review*, 46(2), 135-153. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.12.001>
35. Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00059-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00059-9)
36. Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental Europe. *The International Journal of Accounting*, 41(2), 176-197. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.04.002>
37. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
38. Labra, R. y Torrecillas, C. (2014). Guía CERO para datos de panel. Un enfoque práctico. *UAM-Accenture Working Papers*, 16(1), 57.
39. Leung, S., Richardson, G. y 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. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2013.11.002>
40. Liang, Q., Xu, P. y Jiraporn, P. (2013). Board characteristics and Chinese bank performance. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2953-2968. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.018>
41. Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z. y Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.004>
42. McNulty, T. y Pettigrew, A. (1996). The Contribution, Power and Influence of Part-time Board Members. *Corporate Governance: An International Review*, 4(3), 160-179. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.1996.tb00145.x>
43. Min, B. S. y Smyth, R. (2014). Corporate governance, globalization and firm productivity. *Journal of World Business*, 49(3), 372-385. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2013.07.004>
44. Moreno, G. J. I., Lagos, D. y Gómez, B. G. (2017). Effect of the Board of Directors on Firm Performance. *International Journal of Economic Research*, 14(6), 349-361.
45. Mulgrew, M., Lynn, T. y Rice, S. (2014). Is director independence merely a box ticking exercise? A study of independence determinations in Irish listed companies. *Corporate Governance*, 14(2), 141-161. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2012-0015>
46. Müller, V.-O. (2014). The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109, 969-975. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.573>
47. Muniandy, B. y Hillier, J. (2015). Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 108-124. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.11.003>

48. 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.
49. Pathan, S. y Faff, R. (2013). Does board structure in banks really affect their performance? *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1573-1589. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.016>
50. Pfeffer, J. y Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Nueva York: Harper & Row.
51. Rashid, A. (2018). Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*, 4(1), 34-49.
52. Rebeiz, K. S. (2018). Relationship between boardroom independence and corporate performance: Reflections and perspectives. *European Management Journal*, 36(1), 83-90. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.01.008>
53. Reverte, C. (2009). Do better governed firms enjoy a lower cost of equity capital?: Evidence from Spanish firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(2), 133-145. <https://doi.org/10.1108/14720700910946587>
54. Rosenstein, S. y Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175-191. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90002-H](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90002-H)
55. Weir, C. y Laing, D. (2001). Governance structures, director independence and corporate performance in the UK. *European Business Review*, 13(2), 86-95. <https://doi.org/10.1108/09555340110385254>
56. Wintoki, M. B., Linck, J. S. y Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
57. Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Londres: MIT press.

