

**INDEPENDENCIA DE LA JUNTA DIRECTIVA: UN ANÁLISIS DEL
CUMPLIMIENTO EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA**

**Área de investigación: Contabilidad, costos, auditoría, contribuciones y
tributación**

Diógenes Lagos Cortés

INALDE Business School

Universidad de La Sabana

Colombia

diogenes.lagos@inalde.edu.co

Rolando Andrés Roncancio Rachid

INALDE Business School

Universidad de La Sabana

Colombia

rolando.roncancio@inalde.edu.co

Octubre 9, 10 y 11 de 2019

Ciudad Universitaria | Ciudad de México



INDEPENDENCIA DE LA JUNTA DIRECTIVA: UN ANÁLISIS DEL CUMPLIMIENTO EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA



Resumen

La independencia de la junta directiva es una de las principales preocupaciones del gobierno corporativo. Aunque existe consenso sobre la importancia de los miembros independientes, no existe consenso sobre la definición de independencia como tampoco en la forma en que se aplican estos criterios para seleccionar miembros independientes. Este documento analizó el cumplimiento de los requerimientos de independencia en las juntas directivas de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) desde dos perspectivas, la divulgación que hace el emisor en los informes anuales de la calidad de directores independientes bajo los requerimientos de Ley 964 de 2005 y una perspectiva de independencia más amplia que incluye el análisis de relaciones de negocios, personales y familiares.

De forma general, los resultados sugieren que las empresas listadas en la BVC se limitan a cumplir con las disposiciones obligatorias, siendo pocos los esfuerzos que se hacen para adoptar disposiciones voluntarias que pueden ayudar a mejorar los estándares de independencia; principalmente en las empresas familiares y aquellas que no están listadas en el exterior. Estos resultados son consistentes con un atrincheramiento de las empresas en la definición de independencia de la Ley 964 de 2005 que sugiere que estas tienen pocos incentivos para adoptar definiciones más rigurosas, situación que a la vez evidencia las limitaciones de los códigos que usan un enfoque de cumpla o explique (Brennan y McDermott, 2004). En este caso particular, se encontró que las empresas más expuestas (familiares, listadas solo en la BVC) a factores que afectan la independencia de los directores presentan estándares menores. Esto muestra que las empresas con problemas, que más requieren adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo, tienen menos probabilidades de acoger disposiciones no obligatorias (Brennan y McDermott, 2004).

Palabras clave: gobierno corporativo, independencia de la junta directiva, director independiente, cumplimiento de gobierno corporativo, Colombia.

Abstract

The independence of the board of directors is one of the main concerns of corporate governance. Although there is consensus on the importance of independent members, there is no consensus on the definition of independence nor on the way in which these criteria are applied to select independent members. This document analyzed the fulfillment of the requirements of independence in the boards of directors of the companies listed in the Stock Exchange of Colombia (BVC) from two perspectives, the disclosure made by the issuer in the annual reports of the quality of independent directors under the requirements of Law 964 of 2005 and a broader independence perspective that includes the analysis of business, personal and family relationships.

In general, the results suggest that the companies listed in the BVC are limited to complying with the mandatory provisions, with few efforts being made to adopt voluntary provisions that can help to improve independence standards; mainly in family businesses and those that are not listed abroad. These results are consistent with an entrenchment of companies in the definition of independence of Law 964 of 2005, which suggests that they have little incentive to adopt more rigorous definitions, a situation that at the same time demonstrates the limitations of codes that use an comply or explain approach (Brennan y McDermott, 2004). In this particular case, it was found that the most exposed companies (family members, listed only in the BVC) to factors that affect the independence of the directors present lower standards. This shows that companies with problems that require better corporate governance practices are less likely to accept non-mandatory provisions (Brennan y McDermott, 2004).

Keywords: Corporate governance, Board independence, Non-executive director, Corporate governance compliance, Colombia



Introducción



Una de las principales preocupaciones del gobierno corporativo es la independencia de los miembros de la junta directiva (Langevoort, 2006). En la literatura y en la regulación existe consenso sobre la importancia de los directores independientes en la junta directiva. Su aplicación es ampliamente promulgada en regulaciones y códigos de gobierno corporativo (por ejemplo, Cadbury Report, Financial Council Reporting, Sarbanes-Oxley Act). En Colombia, la Ley 964 de 2005 exige que por los menos el 25 por ciento de los directores sean independientes, en tanto que el Código País (código de gobierno corporativo para emisores de valores) sugiere a los emisores elevar los estándares promulgado en la Ley 964 de 2005.

Estudios sobre la composición de la junta directiva plantean que los directores independientes monitorean de forma más efectiva la gestión de los administradores (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983) porque tienen una visión objetiva originada en la ausencia de conflictos de intereses que se traduce en un juicio imparcial (Page, 2009). Los defensores de la independencia en la junta directiva plantean que los directores independientes evitan comportamientos oportunistas de los administradores (Jensen y Meckling, 1976), reducen los costos de agencia que se originan por la separación entre la propiedad y el control, aumentan la transparencia en la información que se divulga al mercado y permiten a los accionistas defender de mejor forma sus intereses (Langevoort, 2006). Sin embargo, es importante destacar que en una línea contraria, otros estudios muestran que los directores ejecutivos (no independientes) están en una mejor posición que los directores independientes al momento de tomar decisiones debido a que tienen acceso a información más completa sobre el desempeño de la empresa (Brennan y McDermott, 2004). En el mismo sentido, Fischel (1982) sugiere que es probable que los directores independientes tengan menos incentivos para alcanzar un mejor desempeño en comparación con los directores ejecutivos. Independiente de la posición, es importante destacar que las empresas involucradas en los recientes escándalos corporativos compartían una característica en común, sus directores que no eran verdaderamente independientes (Fink, 2005).

A pesar de la importancia de los miembros independientes, existe una amplia discusión sobre la definición de independencia y sobre todo la





forma en que se aplican determinados criterios para seleccionar a los miembros independientes (Brennan y McDermott, 2004; Langevoort, 2006). El objetivo de este trabajo es analizar el cumplimiento de los requerimientos de independencia en las juntas directivas de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Para esto, se analiza la independencia desde dos perspectivas: (a) la divulgación que hace el emisor en los informes anuales de la calidad de directores independientes de acuerdo con la Ley 964 de 2005; y (b) una perspectiva de independencia más amplia basada en el trabajo de Mulgrew, Lynn y Rice (2014) que incluye relaciones de negocios, personales y familiares.

De forma general, los resultados sugieren que las empresas listadas en la BVC se limitan a cumplir con las disposiciones obligatorias, siendo pocos los esfuerzos que se hacen para adoptar disposiciones voluntarias que pueden ayudar a mejorar los estándares de independencia; principalmente en las empresas familiares y aquellas que no están listadas en el exterior. Estos resultados son consistentes con un atrincheramiento de las empresas en la definición de independencia de la Ley 964 de 2005 que sugiere que las empresas tienen pocos incentivos para adoptar definiciones más rigurosas y que a su vez evidencian las limitaciones de los códigos que usan un enfoque de cumpla o explique (Brennan y McDermott, 2004). En este caso particular, se encontró que las empresas más expuestas a factores que afectan la independencia de los directores (familiares, listadas solo en la BVC) presentan estándares menores. Esto muestra que las empresas con problemas, que más requieren adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo son las que menor propensión tienen para acoger disposiciones no obligatorias (Brennan y McDermott, 2004).

Este trabajo continúa de la siguiente forma. En la segunda parte se presenta la revisión de literatura y se formulan las hipótesis. La metodología es presentada en la tercera parte. En la cuarta parte se presentan los resultados del análisis. Por último, en la quinta parte se presentan la discusión de los resultados, las conclusiones, limitaciones y guías para investigaciones futuras derivadas de este trabajo.

Revisión de literatura

Concepto de independencia





A pesar del consenso sobre la importancia de los miembros independientes, aún existe una amplia discusión sobre la definición de independencia y la forma en que se aplican dichos criterios para seleccionar a los miembros independientes (Brennan y McDermott, 2004; Langevoort, 2006). De forma general, la independencia de un director se entiende a partir de las relaciones directas o indirectas que tiene con la empresa para la cual sirve en la junta directiva (Mulgrew et al., 2014). Algunas definiciones proponen que un director independiente es aquel cuya única relación con la empresa es pertenecer a la junta directiva (Arosa, Iturralde y Maseda, 2010; Bédard, Chtourou y Courteau, 2004; Lipton y Lorsch, 1992). Otros autores limitan dichas relaciones a aquellas que pueden afectar su condición de independencia respecto de la administración y la empresa (Klein, 2002).

Diferentes criterios han sido usados para identificar a un director independiente, sin embargo, no todos generan el mismo consenso. Por ejemplo, de acuerdo con Brennan y McDermott (2004), es aceptado de forma general que un miembro de junta no es independiente si: (a) representa a un accionista específico u otro grupo de interés; (b) participa de esquemas de remuneración asociados con el desempeño de la empresa; (c) participa en juntas directivas de empresas vinculadas; y (d) tiene vínculos financieros o personales significativos con la empresa o su administración. No obstante, ese consenso se diluye cuando se considera el tiempo que permanece el director en la junta directiva (Brennan y McDermott, 2004). Algunos estudios se cuestionan sobre si la independencia se pierde con el paso del tiempo. En este sentido, el estudio de KPMG (2002) considera que cinco años pueden ser suficientes para que un director independiente deje de serlo. Por su parte, Mulgrew et al. (2014) consideran que esto puede suceder cuando se sirve en la junta directiva por más de nueve años.

De otra parte, otros autores suman a las relaciones de negocios, los vínculos familiares como criterio de independencia (Becht, Bolton y Röell, 2003; Page, 2009; Zattoni y Cuomo, 2010). Page (2009) entiende la independencia a partir de tres criterios: (a) no es un ejecutivo de la compañía, (b) no lleva a cabo actividades comerciales directas o indirectas con la empresa y no tiene un interés financiero diferente al de los accionistas; y (c) no tiene familiares cercanos que se encuentren dentro de los primeros dos categorías. Similar definición es presentada



por Becht et al. (2003) quienes consideran a un director como "independiente" si no está empleado de otra manera por la firma, no está involucrado en negocios con la firma y no es un miembro de la familia del fundador ni ningún ejecutivo contratado por la firma. Por su parte, Zattoni y Cuomo (2010) consideran que un director es independiente cuando no tiene relaciones comerciales o familiares que puedan influir en su responsabilidad hacia la empresa.

Independencia de la junta directiva en Colombia

En el caso colombiano, las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) deben cumplir con los requerimientos de independencia definidos en la Ley 964 de 2005. El artículo 44 indica que las juntas directivas de los emisores de valores se integrarán por un mínimo de cinco (5) y un máximo de diez (10) miembros principales, de los cuales cuando menos el veinticinco por ciento (25%) deberán ser independientes. En el parágrafo 2 del mismo artículo se establecen seis casos bajo los cuales se considera que un miembro no es 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 del veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución;
- (e) administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del emisor; y



(f) persona que reciba del emisor alguna remuneración diferente a los honorarios como miembro de la junta directiva, del comité de auditoría o de cualquier otro comité creado por la junta directiva.



De acuerdo con el literal t del artículo 50 de la Ley 964 de 2005, las empresas inscritas en la BVC que no cumplan con las normas relacionadas con los miembros independientes en la junta directiva se exponen a sanciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

De otra parte, el Código País es el código de gobierno corporativo dirigido a emisores de valores. La versión más reciente fue expedida bajo la Circular Externa 028 de 2014 de la SFC. El Código País¹ está compuesto por 33 medidas que agrupan 148 recomendaciones de gobierno corporativo (de adopción voluntaria) en temas relacionados con: derechos y trato equitativo de los accionistas, asamblea general de accionistas, junta directiva, arquitectura de control y transparencia e información financiera y no financiera. Respecto a la independencia de la junta directiva, el Código País acoge los requisitos de independencia de la Ley 964 de 2005. No obstante, recomienda a los emisores de valores adoptar estándares de independencia más robustos. De forma específica, en el numeral 16.5 recomienda incorporar en el reglamento de la junta directiva una definición de independencia más rigurosa que incluya, las relaciones o vínculos de cualquier naturaleza del candidato a miembro independiente con accionistas controlantes o significativos y sus partes vinculadas. En tanto que en el numeral 17.2 recomienda que ajustar al alza el porcentaje del veinticinco por ciento (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 (en adelante, GCGC) es el código de gobierno corporativo dirigido a empresas cerradas y de familia. La GCGC² está compuesta de 36 recomendaciones (de adopción voluntaria) en temas relacionados con: control de la gestión, asamblea de accionistas, administradores, revelación de información y sociedades de familia. En cuanto a la independencia de la junta directiva, en la medida 21 establece que la junta directiva esté



¹ El Código País está disponible en: <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/nuevo-codigo-pais--10083770>, en el vínculo Anexos Circular Externa.

² La Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia está disponible en: [https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_ivc/Cartillas_Guias/guia%20colombiana%20de%20gobierno%20corporativo%20\(8\).pdf](https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_ivc/Cartillas_Guias/guia%20colombiana%20de%20gobierno%20corporativo%20(8).pdf)



integrada por un número impar de miembros, de los cuales por lo menos uno (1) deberá ser independiente³. De acuerdo con la GCGC se considera como miembro externo a aquella persona que no cumplen 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.

Cumplimiento de estándares de independencia

Como se mostró anteriormente, la independencia de un director se entiende a partir de las relaciones directas o indirectas que tiene con la empresa para la cual sirve en la junta directiva (Mulgrew et al., 2014). A partir, de estas relaciones se han creado diferentes aproximaciones para entender quién es un director independiente. La interpretación y el impacto de dichas relaciones son la base de la amplitud o estrechez de la definición de independencia (Mulgrew et al., 2014). La Ley 964 de 2005 es un ejemplo de una definición estrecha de independencia, principalmente basada en relaciones de negocios y financieras (ser empleado, directivo, accionista) de la empresa o de empresas vinculadas (filiales, subsidiarias, controlantes, empresas de asesoría, receptores de donaciones). La regulación colombiana desconoce el hecho de que una parte importante de las empresas son familiares (Gómez-Betancourt, López, Betancourt y Millán, 2012; González, Guzmán, Pombo y Trujillo, 2012; Superintendencia de Sociedades, 2006) al no incorporar las relaciones familiares como un criterio para determinar la independencia del director.

Aunque, la GCGC considera los vínculos familiares en su definición de independencia, así como también el Código País, en las recomendaciones 16.5 y 17.2, plantea a las empresas modificar al alza los estándares de independencia, la incorporación de una definición de

³ La GCGC usa el término externo para identificar a los miembros independientes.



independencia en la regulación conduce a que esta se atrinchere en los estatutos de las empresas (Langevoort, 2006), de forma tal que hace poco factible que las empresas adopten mayores estándares de independencia a los que se les exige en la ley. El estudio de Mulgrew et al. (2014) usó una definición más amplia para estudiar la independencia en la junta de empresas en Irlanda. Mulgrew et al. (2014) encontraron que las empresas presentan menores niveles de cumplimiento cuando la definición de independencia incluía relaciones de negocios, financieras y personales en un sentido más estricto al planteado en la regulación. Teniendo en cuenta lo anterior, se plantea la siguiente hipótesis para el mercado colombiano:

H1: Las empresas listadas en la BVC se limitan a cumplir los estándares de independencia en la junta directiva definidos en la Ley 964 de 2005.

De otra parte, la empresa familiar predomina entre las formas empresariales en el mundo (Bammens, Voordeckers y Van Gils, 2011) y su importancia en la economía es ampliamente reconocida por sus contribuciones al empleo y al producto interno bruto (Aguilera y Crespi-Cladera, 2012; Briano-Turrent y Poletti-Hughes, 2017; Yeh, 2017). En el contexto colombiano la situación es similar, cerca del 70% de las empresas (no listadas) son familiares (Superintendencia de Sociedades, 2006). De igual forma, estudios han mostrado que las empresas familiares son mayoría entre las empresas listadas en la BVC (Gómez-Betancourt et al., 2012; González et al., 2012).

El carácter familiar de las empresas puede afectar el cumplimiento de los estándares de independencia. Las empresas familiares se caracterizan por el fuerte control de sus fundadores y por la amplia participación de miembros de la familia en la alta dirección (Bertrand y Schoar, 2006). Teniendo en cuenta esto, los directores independientes en estas empresas cobran mayor importancia, deben proteger a los accionistas minoritarios de la posible expropiación producto de un eventual comportamiento egoísta por parte de los accionistas controlantes (Anderson y Reeb, 2004). Sin embargo, algunos estudios han mostrado que las empresas familiares son menos propensas a seguir las recomendaciones de los códigos de gobierno corporativo (Kabbach y Crespi-Cladera, 2012) y a implementar en menor medida mecanismos de control (Schulze, Lubatkin y Dino, 2003; Schulze, Lubatkin, Dino y Buchholtz, 2001)



También hay evidencia que sugiere que los nombramientos en las empresas familiares están influenciados por la amistad o por vínculos familiares (Songini, Gnan y Malmi, 2013), situación que puede conducir a la pérdida de objetividad de los directores externos (Fernández-Ortiz, Rodríguez y Ruiz-Olalla, 2007). En este sentido, diversos estudios han mostrado que los directores externos en las juntas directivas de las empresas familiares tienen vínculos estrechos con los miembros de la familia (Corbetta y Tomaselli, 1996; Gabrielsson y Huse, 2005; Ward y Handy, 1988). De esta forma, los directores externos en las empresas familiares pueden perder la esencia de la independencia, proveer un direccionamiento que se aleje de la voluntad del CEO (Dalton, Daily, Johnson y Ellstrand, 1999) o de la de sus accionistas. Todo lo anterior, conduce a suponer que los estándares de independencia son menores en las empresas familiares. Entonces, se plantea la siguiente hipótesis para el mercado colombiano:

H₂: Las empresas familiares presentan menores estándares de independencia en la junta directiva en comparación con las empresas no familiares.

Por último, hay consenso en que el gobierno corporativo aumenta la confianza de los inversionistas y atrae fuentes de financiación más estables (OCDE, 2017). Sin embargo, estos beneficios son menos accesibles para empresas en países que tienen menor desarrollo financiero (Doidge, Karolyi y Stulz, 2007). Esto ha generado que las empresas listadas en mercados poco desarrollados salgan a buscar financiamiento en mercados más desarrollados, situación que implica adoptar prácticas más exigentes de gobierno corporativo. Los países que no tienen una tradición de gobierno corporativo anglosajona usan el enfoque “cumpla o explique” (Bozec y Bozec, 2010) que concede a empresas una mayor flexibilidad en la aplicación de estándares de gobernanza en comparación con el enfoque basado en normas propio de los Estados Unidos (Bozec y Bozec, 2010). En este sentido, estudios han mostrado que las empresas listadas en Estados Unidos muestran una disposición mayor a aceptar una regulación más estricta que se puede traducir en mejores indicadores de gobierno corporativo (Ben-Amar y André, 2006; Doidge, 2004). De esta forma, es más probable que las empresas listadas en la BVC y que también se encuentran listadas en algún índice en Estados Unidos, adopten mayores

estándares de gobierno corporativo en comparación con aquellas empresas que solo se encuentran listadas en Colombia. Teniendo en cuenta lo anterior, se plantea la siguiente hipótesis para el mercado colombiano:



H3: Las empresas inscritas en la BVC y que adicionalmente se encuentran listadas en exterior presentan mayores estándares de independencia en la junta directiva en comparación con aquellas que solo están listadas en la BVC.

Metodología

Este trabajo se desarrolló bajo un enfoque cuantitativo de tipo descriptivo. El objetivo fue analizar el cumplimiento de los requerimientos de independencia en las juntas directivas de empresas listadas en la BVC. La información se obtuvo de los informes anuales del año contable 2018. En el análisis se usaron dos perspectivas para identificar los niveles de independencia de las juntas directivas. En primer lugar, Independencia1 consideró como directores independientes a aquellos que las empresas divulgaron como tales en los informes anuales de acuerdo con la Ley 964 de 2005. En segundo lugar, Independencia2 es una perspectiva de independencia más amplia basada en el trabajo de Mulgrew et al. (2014) y que consideró como independientes a aquellos directores que no tenían relaciones de negocios (directorios cruzados, antigüedad en la junta superior a nueve años), ni relaciones financieras (participación en paquetes de compensación, ser un accionista significativo, 5%), ni relaciones personales (ser fundador de la empresa, miembro de la familia propietaria y/o fundadora) con las empresas en las que servían como directores. Con el objetivo de identificar diferencias entre grupos se realizó un análisis comparativo a partir de pruebas de diferencias de medias. Para esto, se separó la muestra, de una parte, en empresas familiares y en empresas no familiares, y de otra parte, en empresas listadas solo en la BVC y en empresas que adicional a la BVC se encontraban listadas en Estados Unidos. En la Tabla 1 se presenta la operacionalización de las variables.



Tabla 1. Operacionalización de las variables

Variable	Definición (Fuente de datos)
Independencia>Ley964	= Variable dummy que toma el valor de uno (1) cuando la empresa manifiesta que, además de los requisitos de independencia ya previstos en la Ley 964 de 2005, la sociedad voluntariamente ha adoptado una definición de independencia más rigurosa a la establecida en la citada ley y el valor de cero (0) en caso contrario (Encuesta Código País - Recomendación 16.5).
Independencia>25%	= Variable dummy que toma el valor de uno (1) cuando la empresa manifiesta que analizó y voluntariamente ajustó, al alza, el número de miembros independientes para exceder el porcentaje mínimo del veinticinco por ciento (25%) establecido en la Ley 964 de 2005 y el valor de cero (0) en caso contrario (Encuesta Código País - Recomendación 17.2).
Tamaño	= Número de miembros en la junta directiva (Informes anuales).
Independencia1	= Número de miembros independientes en la junta directiva de acuerdo con la Ley 964 de 2005 (Informes anuales).
P_Independencia1	= Proporción de miembros independientes en la junta directiva. Calculada como la relación entre Independencia1 y Tamaño (Informes anuales).
Independencia2	= Número de miembros independientes en la junta directiva de acuerdo con la definición de independencia de Mulgrew et al. (2014) (Cálculos propios).
P_Independencia2	= Proporción de miembros independientes en la junta directiva. Calculada como la relación entre Independencia2 y Tamaño (Informes anuales).
Familiar	= Variable dummy que toma el valor de uno (1) cuando una familia o un grupo familiar tiene una participación en la propiedad mayor al 50% y el valor de cero (0) en caso contrario (Superintendencia Financiera de Colombia, SFC).
Exterior	= Variable dummy que toma el valor de uno (1) cuando la empresa se encuentra listada en algún índice del mercado de valores de los Estados Unidos y el valor de cero (0) cuando la empresa se encuentra listada solamente en la BVC. (Superintendencia Financiera de Colombia, SFC).

Fuente: Este estudio

Resultados

Estadísticos descriptivos

En la Tabla 2 se presenta la caracterización de la muestra, esta comprendió 65 empresas listadas en la BVC durante 2018 (97% del total de empresa listadas). Las empresas fueron clasificadas en tres sectores económicos, el 13.8% eran empresas de servicios públicos, el





23.1% estaban en el financiero y 63.1% fueron clasificadas como otros (Industrial, Agroindustrial, Construcción, Servicios en general). El 15.4% (10) de las empresas, adicionalmente a estar listadas en la BVC, se encontraban listadas en algún índice en el mercado de valores de Estados Unidos. Por último, las empresas fueron clasificadas por su carácter familiar. Se observó que la mayoría de las empresas listadas en la BVC son familiares (53.8%), es decir que, una o más familias son los accionistas mayoritarios en estas empresas. Esto evidencia la necesidad de incorporar en la definición de independencia de la junta directiva las relaciones personales y/o familiares, situación que solo está presente en la GCGC (no en la Ley 964 de 2005 ni en el Código País).



Tabla 2. Caracterización de la muestra

Panel A: Por sectores económicos		
	Empresas	%
Servicios públicos	9	13.8
Financiero	15	23.1
Otros	41	63.1
Panel B: Por empresas listadas		
Listada en el exterior	10	15.4
Listada solo en la Bolsa de Valores de Colombia	55	84.6
Panel C: Por carácter familiar		
Familiar	35	53.8
NO familiar	30	46.2

Nota: La muestra estuvo compuesta por 65 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Las empresas fueron clasificadas como familiares cuando una o más familias participan de más del 50% de la estructura de propiedad.

Fuente: Este estudio

En la **Tabla 3** se presentan los principales estadísticos descriptivos (media, desviación estándar, mínimo y máximo) para las variables del análisis. En el Panel A se observa que las juntas directivas estaban compuestas por un mínimo de 5 y un máximo de 13 directores. El tamaño promedio de las juntas directivas fue de 6.6 directores. En el Panel B se presentan los resultados para el cumplimiento de los requerimientos de independencia bajo la perspectiva uno. Esta perspectiva se construyó a partir de la información divulgada por la empresa respecto de la calidad de independencia de cada uno de sus directores de acuerdo con la Ley 964 de 2005. Bajo la perspectiva uno se encontró que las juntas directivas estaban compuestas por un mínimo dos y un máximo de nueve directores independientes. El promedio de directores independientes fue 3.95. De acuerdo con la información suministrada por la empresa, se encontró que el 61% de





los directores son independientes (P_Independencia1). No obstante, se evidenció que hay casos en los cuales no se cumplen el porcentaje mínimo del 25% definido en la Ley 964 de 2005 (se observó un mínimo de 22%). Se destaca que hay emisores que manifiestan que toda su junta directiva está compuesta por directores independientes (se observó un máximo de 100%).

Tabla 3. Estadísticos descriptivos

	Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo
Panel A. Tamaño de las juntas directivas				
Tamaño	6.60	1.86	5.00	13.00
Panel B. Independencia bajo la perspectiva uno				
Independencia1	3.95	1.86	2.00	9.00
P_Independencia1	0.61	0.26	0.22	1.00
Panel C. Empresas que manifiestan elevar los estándares de independencia de la Ley 964 de 2005				
Independencia>Ley964	0.38	0.49	0.00	1.00
Independencia>25%	0.52	0.50	0.00	1.00
Panel D. Independencia bajo la perspectiva dos				
Independencia2	1.94	1.84	0.00	8.00
P_Independencia2	0.29	0.24	0.00	0.89

Notas: Esta tabla reporta los principales estadísticos descriptivos para las variables del análisis. Las definiciones de las variables son presentadas en la Tabla 1. Todos los valores están expresados en proporciones, excepto Tamaño (número de directores en la junta), Independencia1 (número de directores independientes bajo la perspectiva 1) e Independencia2 (número de directores independientes bajo la perspectiva 2).

Fuente: Este estudio

El Código País sugiere a los emisores elevar los estándares de independencia de la Ley 964 de 2005. En el Panel C se presenta la disposición que manifestaron las empresas para elevar los estándares de independencia de dicha ley. De una parte, en la recomendación 16.5 se plantea que de forma voluntaria los emisores adopten definiciones más rigurosas de independencia que las consideradas en la Ley 964 de 2005. En la variable Independencia>Ley964 se analizó esta situación. El 38% de los emisores manifestó que acogen esta recomendación, es decir que evalúan en sus estándares de independencia relaciones de cualquier naturaleza del candidato a miembro independiente con accionistas controlantes o significativos y sus partes vinculadas. De otra parte, en la recomendación 17.2 plantea que los emisores de forma voluntaria ajusten al alza el porcentaje mínimo de directores independientes exigido en Ley 964 de 2005 que es de 25%. En la variable Independencia>25% se analizó esta situación. Se encontró que el 52% de los emisores manifestó adoptar dicha disposición y, por lo tanto, tenían un porcentaje superior al 25% de directores independientes.



Los resultados presentados en el Panel C contrastan con lo encontrado bajo la perspectiva dos (Panel D). Aunque los emisores manifestaron que han elevado los estándares de independencia definidos en la Ley 964 de 2005 (38% manifestaron usar definiciones de independencia más rigurosas y 52% manifestaron elevar el porcentaje mínimo requerido de miembros independientes) se observó que bajo la definición más rigurosa de independencia de la perspectiva dos, el cumplimiento de independencia no presenta esta misma tendencia. Cuando se analizaron los estándares de independencia bajo la perspectiva dos que tiene en cuenta las relaciones de negocios (directorios cruzados, antigüedad en la junta 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 que fueron calificados por los emisores como independientes se encontró que el porcentaje de directores independientes se reduce de 61% (P_Independencia1) a 29% (P_Independencia2). Bajo la perspectiva dos, el promedio de directores independientes se reduce de 3.95 (Independencia1) a 1.94 (Independencia2).

El análisis realizado bajo la perspectiva dos mostró que los principales factores que comprometen la independencia de los miembros de junta estaban enmarcados por relaciones de negocios y familiares. De 257 directores (61% del total de la muestra) que fueron catalogados por los emisores como independientes bajo los estándares de la Ley 964 de 2005 (perspectiva uno), 121 directores que representaban el 47% de los reportados por las empresas como independientes presentaban relaciones de negocios con las empresas en las que servían en la junta directiva; estas relaciones correspondían principalmente a la participación en directorios cruzados y a la permanencia en dicha junta directiva por un periodo superior a nueve años. En cuanto a las relaciones familiares, se observó que 44 directores que representaban el 17% de los reportados por las empresas como independientes tenían vínculos familiares con accionistas significativos de la empresa o de empresas relacionadas; en muchos casos estos directores también eran accionistas de la empresa para la que servían. Esta situación parece ser más problemática en las empresas familiares, más adelante se presenta el análisis para este tipo de empresas.





Estos resultados soportan la hipótesis H₁ que planteó que las empresas listadas en la BVC se limitan a cumplir los estándares de independencia en la junta directiva definidos en la Ley 964 de 2005. Este hecho genera interrogantes sobre la efectividad de los códigos de gobierno corporativo que siguen el principio de cumpla o explique, aunque las empresas manifiestan elevar los estándares de independencia, esta situación no se corrobora cuando se analiza el cumplimiento de dichos estándares a través de una definición más rigurosa.

Comparaciones por carácter familiar y mercado de valores

En la **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.** se presenta el análisis comparativo para las empresas de acuerdo con el carácter familiar y con el hecho de encontrarse listada en algún índice del mercado de los Estados Unidos. Los resultados presentados en el Panel A mostraron que las empresas familiares difieren de forma significativa de las empresas no familiares. Se observó que las juntas directivas de las empresas familiares eran más pequeñas, en promedio estaban compuestas por 6.02 directores, en tanto que para las empresas no familiares el tamaño promedio fue de 7.26 directores (diferencia significativa al 1%). Respecto al número de directores independientes bajo la Ley 964 de 2005 (Independencia1), se observó que no hay diferencias significativas entre empresas familiares y empresas no familiares. En promedio, 3.88 de los directores de las empresas familiares se ajustaban a dichos estándares, en tanto que en las empresas no familiares el promedio fue de 4.03 directores. Respecto a la proporción de directores independientes bajo la Ley 964 de 2005 (P_Independencia1) se encontró que existen diferencias significativas de acuerdo con el carácter familiar. Las empresas familiares manifestaron en promedio que el 66.2% de sus directores son independientes, en tanto que en las no familiares este porcentaje es de 55.9% (diferencia significativa al 1%).

De otra parte, se encontró que las empresas familiares son menos propensas a elevar los estándares de independencia. La variable Independencia>Ley964 (recomendación 16.5 del Código País) muestra que el 20% de las empresas familiares manifestaron que han incorporado definiciones más robustas de independencia, en tanto que el 60% de las empresas no familiares manifestaron dicha situación; esta diferencia es significativa estadísticamente a nivel del 1%. Respecto a la





variable Independencia > 25% (recomendación 17.2 del Código País) no se encontraron diferencias significativas. El 45.7% de las empresas familiares manifestaron ajustar al alza el porcentaje mínimo de miembros independientes exigido en la Ley 964 de 2005, en tanto que el 60% de las empresas no familiares también manifestaron acoger dicha disposición.

Cuando se aplicó una definición más rigurosa de independencia (perspectiva dos) se observó que en las empresas familiares existen más factores que pueden comprometer la independencia de sus directores. Con esta definición de independencia, el número promedio de directores independientes bajó de 3.88 a 1.40 en las empresas familiares, en tanto que en las empresas no familiares este pasó de 4.03 a 2.56. Estas diferencias son significativas a nivel del 5%. Respecto a la proporción de directores independientes bajo la perspectiva dos (P_Independencia2), el porcentaje de directores independientes bajó a 23.4% en las empresas familiares, en tanto que en las no familiares bajó a 34.5%; estas diferencias son significativas al 10%. Todo esto muestra que las empresas familiares están más expuestas a factores que pueden afectar la independencia de sus miembros de junta. Estos resultados soportan la hipótesis H₂ que planteaba que las empresas familiares presentan menores estándares de independencia en la junta directiva en comparación con las empresas no familiares.

Tabla 4. Comparativos para submuestras

Panel A. Empresas no familiares y familiares					
	NO Familiar (N=30)		Familiar (N=35)		Valor t
	Media	D. Estándar	Media	D. Estándar	
Independencia > Ley964	0.600	0.498	0.200	0.406	3.511***
Independencia > 25%	0.600	0.498	0.457	0.505	1.145
Tamaño	7.267	1.856	6.029	1.689	2.795***
Independencia1	4.033	1.956	3.886	1.795	0.315
P_Independencia1	0.559	0.229	0.662	0.269	-1.676***
Independencia2	2.567	2.161	1.400	1.333	2.568**
P_Independencia2	0.345	0.256	0.234	0.225	1.846**

Panel B. Empresas listadas en la BVC y empresas listadas en el exterior					
	BVC (N=55)		Exterior (N=10)		Valor t
	Media	D. Estándar	Media	D. Estándar	
Independencia > Ley964	0.309	0.466	0.800	0.422	-3.330***
Independencia > 25%	0.473	0.504	0.800	0.422	-2.187**
Tamaño	6.345	1.828	8.000	1.414	-3.240***
Independencia1	3.855	1.840	4.500	1.958	-0.968
P_Independencia1	0.626	0.265	0.552	0.188	1.065

Independencia2	1.636	1.544	3.600	2.503	-2.399**
P_Independencia2	0.259	0.232	0.430	0.270	-1.878**

Notas: Esta tabla reporta los principales estadísticos descriptivos para las variables del análisis. Las estadísticas son presentadas para las submuestras (NO Familiar y Familiar, panel A) y (BVC y Exterior, Panel B). La prueba de diferencia de medias compara las submuestras bajo la hipótesis nula de que las medias de las variables en las submuestras son iguales. ***, **, * indican que el valor t es significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Las definiciones de las variables son presentadas en la Tabla 1.

Fuente: Este estudio

En el Panel B se presentan los resultados de acuerdo con el país donde se encuentran listadas las empresas. Se encontró que las juntas directivas de las empresas listadas en el exterior eran más grandes, en promedio estaban compuestas por 8 directores, en tanto que en las empresas que solamente se encontraban listadas en la BVC el promedio fue de 6.34 directores (diferencia significativa al 1%). Respecto a los estándares de independencia de la Ley 964 de 2005 (Independencia1 e P_Independencia1) no se encontraron diferencias significativas en este grupo. Las empresas listadas en el exterior manifestaron en promedio tener 4.5 (55.2%) directores independientes, frente a 3.85 (62.6%) de las empresas listadas en la BVC.

De otra parte, se evidenció que las empresas listadas en el exterior manifestaron en mayor proporción la decisión de elevar los estándares de independencia. La variable Independencia>Ley964 (recomendación 16.5 del Código País) muestra que el 80% de estas manifestaron incorporar definiciones más robustas de independencia, en tanto que, solo 30% de las empresas listadas en la BVC manifestaron dicha situación; esta diferencia es significativa al 1%. Resultados similares se encontraron para la variable Independencia>25% (recomendación 17.2 del Código País). El 80% de las empresas listadas en el exterior manifestaron ajustar al alza el porcentaje mínimo de miembros independientes exigido en la Ley 964 de 2005, en tanto que el 47% de las empresas listadas en la BVC manifestaron acoger dicha disposición.

Por último, cuando se aplicó una definición más rigurosa de independencia (perspectiva dos) se observaron diferencias significativas entre empresas listadas en el exterior y aquellas solo listadas en la BVC. Bajo la perspectiva dos, se encontró que las empresas listadas en el exterior contaban en promedio con 3.6 directores independientes (Independencia2), en tanto que las empresas que estaban solo listadas en la BVC el número de directores independientes promedio fue de 1.6 (diferencia significativa al 5%). Respecto a la proporción de directores independientes bajo la





perspectiva dos (P_Independencia2) se encontró que en las empresas listadas en el exterior el 43% de los directores eran independientes, en tanto que en las que estaban listadas solo en la BVC este porcentaje fue de 25.9% (diferencia significativa al 5%). Estos resultados soportan la hipótesis H_3 que planteaba que las empresas listadas en exterior presentan mayores estándares de independencia en la junta directiva en comparación con aquellas que solo están listadas en la BVC.

Discusión y conclusiones

La independencia de la junta directiva es una de las principales preocupaciones del gobierno corporativo. Aunque existe consenso sobre la importancia de los miembros independientes, no existe consenso sobre la definición de independencia como tampoco en la forma en que se aplican estos criterios para seleccionar miembros independientes. Este documento analizó el cumplimiento de los requerimientos de independencia en las juntas directivas de las empresas listadas en la BVC desde dos perspectivas: en primer lugar, la divulgación que hace el emisor en los informes anuales de la calidad de directores independientes bajo los requerimientos de Ley 964 de 2005; en segundo lugar, una perspectiva de independencia más amplia que incluye el análisis de relaciones de negocios, personales y familiares. De forma general, los resultados sugieren que las empresas listadas en la BVC se limitan a cumplir con las disposiciones obligatorias, siendo pocos los esfuerzos que se hacen para adoptar disposiciones voluntarias que pueden ayudar a mejorar los estándares de independencia; principalmente en las empresas familiares y aquellas que no están listadas en el exterior.

La interpretación y el impacto de las relaciones directas e indirectas que los directores mantienen con las empresas para las que sirven en las juntas directivas han sido la base para el desarrollo de diferentes concepciones de independencia (Mulgrew et al., 2014). La Ley 964 de 2005 corresponde a una definición estrecha de independencia que se basa en el análisis de relaciones de negocios y financieras (ser empleado, directivo, accionista) de la empresa o de empresas vinculadas (filiales, subsidiarias, controlantes, empresas de asesoría, receptores de donaciones). No obstante, esta definición no incorpora el análisis de relaciones personales (por ejemplo, los vínculos familiares) desconociendo el hecho de que una parte importante de las empresas colombianas son familiares (Gómez-Betancourt et al., 2012;





González et al., 2012; Superintendencia de Sociedades, 2006). Este trabajo encontró diferencias significativas cuando se comparó una definición estrecha de independencia contra un más amplia. Aunque los emisores manifestaron ajustar al alza los estándares de la Ley 964 de 2005, se encontró evidencia que sugiere lo contrario. Las empresas listadas en la BVC se limitan a cumplir los estándares de independencia definidos en dicha ley. De forma, específica se encontró que el cumplimiento bajó de 61% a 29% cuando se aplicó una definición de independencia que incluía el análisis de relaciones de negocios, financieras y personales. Los principales factores que pueden comprometer la independencia de los miembros de junta correspondieron a la participación en directorios cruzados, la permanencia en dicha junta directiva por un periodo superior a nueve años y a relaciones familiares. Estos resultados soportaron la hipótesis H_1 .

De otra parte, este estudio encontró que las empresas familiares son menos propensas a elevar los estándares de independencia; tan solo el 20% (disposición 16.5 del Código País) y el 45.7% (disposición 17.2 del Código País) manifestaron que dentro de sus prácticas de gobierno corporativo se ha ajustado al alza los estándares de independencia definidos en la Ley 964 de 2005. Estos resultados contrastan con los observados en empresas no familiares, 60% y 60%, respectivamente. A esto se le suma que las empresas familiares están más expuestas a factores que pueden afectar la independencia de los directores. Cuando se usó la definición más robusta de independencia en las empresas familiares el cumplimiento bajó de 66.2% a 23.4% en contraste con las empresas no familiares donde pasó de 55.9% a 34.5%. Resultados similares se encontraron para el caso de las empresas listadas solo en Colombia, cuando se usó la definición más robusta de independencia cumplimiento bajó de 66.2% a 25.9%. Estos resultados permitieron soportar las hipótesis H_2 y H_3 que sugerían mayores estándares de independencia en las empresas no familiares y en las empresas listadas en el exterior, respectivamente.

De forma general, los resultados son consistentes con un atrincheramiento de la definición de independencia de la Ley 964 de 2005 que sugiere que las empresas tienen pocos incentivos para adoptar definiciones más rigurosas y que, a su vez, evidencia las limitaciones de los códigos que usan un enfoque de cumpla o explique.





En este sentido, la conclusión más importante de este estudio es que el arraigo que se genera en las empresas hacia ciertos estándares de gobierno corporativo (en este caso, la independencia de la junta directiva) impide o limita que las empresas transiten hacia estándares más robustos. De forma específica, se encontró que este hecho es más marcado en las empresas que se encuentran más expuestas a fallas en cuanto a gobierno corporativo, las empresas familiares y aquellas que solo se encuentran listadas en la BVC). Esto sugiere que las empresas que presentan mayores problemas de gobernanza y que, por lo tanto, requieren con mayor urgencia adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo, tienen menos probabilidades de acoger disposiciones no obligatorias (Brennan y McDermott, 2004).

Las siguientes recomendaciones e implicaciones se derivan de este estudio. Dados los bajos estándares de independencia encontrados, se sugiere un control más cercano por parte de los entes supervisores sobre el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo, comenzar por las de tipo *hard law* podría ser una alternativa para evitar que sean débiles en alguna dimensión (precisión de la norma, obligatoriedad en el cumplimiento y delegación para su interpretación e implementación en un tercero) (Abbott y Snidal, 2000) y terminen siendo prácticas de tipo *soft law*. De otra parte, generar reformas sobre independencia que apliquen una definición más robusta implicaría cambios significativos en las juntas directiva para las empresas listadas en la BVC para poder cumplir con el porcentaje mínimo establecido en la Ley 964 de 2005 (en caso de que este se mantenga). Por lo tanto, se sugiere a los formuladores de políticas la necesidad de generar conciencia en las empresas sobre la importancia de la independencia en la junta directiva antes de generar nuevas reglamentaciones. De igual forma, se recomienda identificar aquellas empresas que pueden ser más sensibles a problemas de independencia en la junta directiva, y en general, en cuanto a gobierno corporativo, para desarrollar programas de sensibilización y profesionalización que les permitan a estas empresas superar dichas limitaciones.

Este estudio considera las siguientes limitaciones: En primer lugar, la muestra corresponde a empresas listadas en la BVC que incluye un grupo bastante diverso en cuanto a tamaño, sectores económicos, capitalización bursátil, bursatilidad de sus acciones, por lo tanto, un análisis con mayor profundidad de estas diferencias puede



proporcionar un mayor entendimiento del nivel de cumplimiento en los estándares de independencia. De igual forma, no es posible hacer afirmaciones frente al comportamiento en empresas no listadas. En segundo lugar, las dos concepciones de independencia (Independencia1 e Independencia2) usadas pueden tener sesgos en su estimación dado que las empresas son reacias a entregar información con gran nivel de detalle, y en muchos casos no es posible identificar de forma clara si un director es independiente o no.

Referencias

Abbott, K. W., & Snidal, D. (2000). Hard and soft law in international governance. *International Organization*, 54(03), 421–456.

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.

Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209–237.

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. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2010.10.004>

Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2011). Boards of directors in family businesses: A literature review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 13(2), 134–152.

Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). *Corporate Governance and Control*. Constantinides, G., Harris, M., and Stulz, RM (Eds.), *The Handbook of the Economics of Finance, Volume 1A*. Elsevier North-Holland.

Bédard, J., Chtourou, S. M., & Courteau, L. (2004). The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23(2), 13–35.

Ben-Amar, W., & André, P. (2006). Separation of ownership from





control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3-4), 517–543.

Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73–96.

Bozec, Y., & Bozec, R. (2010). Overall governance and cost of capital: evidence from Canada using panel data. *Journal of Global Business Management*, 6(1), 1–11.

Brennan, N., & McDermott, M. (2004). Alternative perspectives on independence of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 325–336.

Briano-Turrent, G. del C., & Poletti-Hughes, J. (2017). Corporate governance compliance of family and non-family listed firms in emerging markets: Evidence from Latin America. *Journal of Family Business Strategy*, 8(4), 237–247.

Cadbury Report. (1992). *Committee on financial aspects of corporate governance (the UK Cadbury Code)*. Gee, London.

Congreso 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”.

Corbetta, G., & Tomaselli, S. (1996). Boards of directors in Italian family businesses. *Family Business Review*, 9(4), 403–421.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674–686.

Doidge, C. (2004). US cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 519–553.

Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1–39.





Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301–325.

Fernández-Ortiz, R., Rodríguez, O. J. E., & Ruiz-Olalla, C. M. C. (2007). Papel de los outsiders en la empresa familiar. *Investigaciones Europeas de Dirección de La Empresa (IEDEE)*, 13(1), 117–129.

Financial Council Reporting. (2010). *The UK corporate governance code*. Financial Reporting Council, London.

Fink, R. A. (2005). Social Ties in the Boardroom: Changing the Definition of Director Independence to Eliminate Rubber-Stamping Boards. *Southern California Law Review*, 79, 455–496.

Fischel, D. R. (1982). Corporate Governance Movement, The. *Vand. L. Rev.*, 35(6), 1259–1292.

Gabrielsson, J., & Huse, M. (2005). Outside directors in SME boards: A call for theoretical reflections. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 1(1), 28–37.

Gómez-Betancourt, G., López, V. M. P., Betancourt, R. J. B., & Millán, P. 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.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2012). Family firms and financial performance: The cost of growing. *Emerging Markets Review*, 13(4), 626–649.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Kabbach, L. R., & Crespi-Cladera, R. (2012). *Strong or weak Owners? Understanding ownership structure effect on corporate governance non-compliance*. Mimeo.

Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375–400.





KPMG. (2002). *Corporate Governance in Europe: KPMG Survey 2001/02*. KPMG.

Langevoort, D. C. (2006). Beyond “independent” directors: A functional approach to board independence. *Harvard Law Review*, 119(3), 1553–1575.

Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59–77.

Mulgrew, M., Lynn, T., & 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.

OCDE. (2017). *Corporate governance factbook*. Retrieved February 28, 2019, from <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Factbook.pdf>

Page, A. (2009). Unconscious bias and the limits of director independence. *U. Ill. L. Rev.*, 237.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473–490.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), 99–116.

Songini, L., Gnan, L., & Malmi, T. (2013). The role and impact of accounting in family business. *Journal of Family Business Strategy*, 4(2), 71–83.

Superintendencia de Sociedades. (2006). *Sociedades de familia en Colombia Año 2005*. Retrieved from <http://www.supersociedades.gov.co/imagenes/SOCIED.DE.FLIA1.html>

Superintendencia Financiera de Colombia. (2014). *Circular Externa 028 de 2014*. Retrieved from <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/10082461>

United States Congress. (2002). *Sarbanes-Oxley Act of 2002: 107th*

Congress of the United States of America, H.R. 3763. Government Printing Office, Washington DC.



Ward, J. L., & Handy, J. L. (1988). A survey of board practices. *Family Business Review*, 1(3), 289–308.

Yeh, Y.-H. (2017). Corporate governance and family succession: New evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, REVISAR(REVISAR).

<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.09.011>

Zattoni, A., & Cuomo, F. (2010). How independent, competent and incentivized should non-executive directors be? An empirical investigation of good governance codes. *British Journal of Management*, 21(1), 63–79.

