

Diferencias del Rendimiento Financiero de Organizaciones Peruanas según Composición y Características de los Consejos de Administración

Resumen

El documento estudia las diferencias del rendimiento financiero de las organizaciones peruanas que cotizan en la bolsa de valores respecto de atributos de composición y características de los consejos de administración. La revisión de literatura aborda los conceptos de los atributos del consejo de administración en relación con el rendimiento organizacional desde perspectivas como la teoría basada en recursos, la teoría de agencia y la teoría de la firma a fin de justificar el estudio. La investigación toma como muestra a las organizaciones peruanas registradas como las 500 mejores empresas del Perú por la revista América Economía contrastadas con las 279 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima para tener información de cada organización y su consejo de administración. Finalmente se obtiene una muestra de 126 empresas con un total de 870 miembros de consejos. De los resultados se soportan la hipótesis relacionada a la variable de representación minoritaria de la composición del consejo y las hipótesis de permanencia y participación accionarial como característica del consejo. La contribución del estudio es evidenciar las diferencias de los rendimientos financieros en función de los atributos de composición y características de los consejos de administración en las organizaciones peruanas que cotizan en bolsa.

Palabras clave: Gobierno Corporativo, Consejos de Administración, Composición del Consejo, Características del Consejo, Rendimiento Financiero.

Keywords: Corporate Governance, Board of Directors, Board Composition, Board Characteristics, Financial Performance.

Introducción

El consejo de administración considerado como uno de los mecanismos del gobierno corporativo, no ha dejado de ser relevante en esta última década al resaltar su influencia en relación al rendimiento organizacional (Bhagat & Bolton, 2013, 2008; Adams et al, 2010; Subramani & Venkatraman, 2003; Hillman & Dalziel, 2003).

Asimismo, el estudiar el rendimiento financiero organizacional en función de los atributos del consejo de administración ha sido un campo ampliamente investigado sobretodo en organizaciones que cotizan en la bolsa (Daily et al, 2003; Hillman & Dalziel, 2003; Dalton, et al, 1999; Johnson et al, 1996; Zahra & Pearce, 1989).

Las perspectivas teóricas dominantes en las investigaciones del consejo de administración y su relación con el rendimiento organizacional provienen del gobierno corporativo, tomando como bases la teoría de agencia, la teoría de dependencia de recursos, la teoría legalista y la teoría de clase hegemónica (Zahra & Pearce, 1989) relacionadas con la teoría de la firma (Eisenhardt, 1989; Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976).

Sobre la teoría de agencia y la teoría de la firma se establece que el gobierno corporativo es la vía óptima para reducir el problema de agencia definida por la relación principal-agente, donde el principal es representado por los accionistas y el agente, por la gerencia ejecutiva (Hart, 1995; Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976). Bajo esa premisa, y con el fin de que el principal vele por sus intereses concernientes a los resultados que le debe generar la organización, establece la relación de contrato a través del consejo de administración como uno de los mecanismos más relevantes que posea el rol de control, asesor y desarrollo estratégico de la gerencia ejecutiva (Bhagat & Bolton, 2013, 2008; Adams et al, 2010; Johnson et al, 1996).

Pero más allá de los roles que puede asumir, este se define por los atributos, afectando incluso directamente al rendimiento organizacional, siendo estos atributos condiciones propias o la razón de ser del consejo (Bhagat & Bolton, 2013, 2008; Johnson et al, 1996; Zahra & Pearce, 1989).

Siendo así, la presente propuesta de investigación busca estudiar *cuáles son las diferencias en el rendimiento organizacional respecto de los atributos de composición y características del consejo de administración* en las empresas peruanas que cotizan en bolsa. Por tal motivo, la revisión de la literatura se enfoca en los atributos del consejo de administración en relación con el rendimiento organizacional para poder respaldar el planteamiento de las hipótesis del estudio.

Atributos del Consejo de Administración

Los atributos del consejo de administración fueron integrados como dimensiones por primera vez gracias al meta-análisis realizado por Zahra & Pearce (1989). Este estudio (ver Tabla N° 1) plantea las variables de las dimensiones de composición y características relacionadas a resultados de utilidades y rentabilidad económica como variables del rendimiento financiero de las organizaciones.

Tabla N° 1. Estudios de los Atributos del Consejo de Administración respecto del Rendimiento Financiero

	Dimensiones	Variables de Medición	Autores
Atributos del Consejo de Administración, Zahra & Pearce (1989)	Composición del Consejo	Tamaño del consejo	Lehn et al. (2009); Cheng et al. (2008); Dalton et al. (1999); Baysinger & Hoskisson (1990); Zahra & Stanton (1988); Provan (1980); Pfeffer (1973)
		Independencia del consejo	Garg (2013); Roy (2011); Ameer et al. (2010); McCabe & Nowak (2008); Gordon (2007); Finegold et al. (2007); Ellstrand et al. (2002); Bhagat & Black (2002); Schaffer (2001); Daily et al. (1998); Dalton et al. (1998); Johnson et al. (1996); Mallette & Hogler (1995); Daily & Dalton (1995); Bathala & Rao (1995); Daily & Dalton (1994); Pearce & Zahra (1992); Zahra & Pearce (1990); Kesner & Johnson (1990); Baysinger & Hoskisson (1990); Kesner (1988); Kosnik (1987)
		Representación minoritaria	Lückerath-Rovers (2013); Terjesen et al. (2009); Daily et al. (1999); Kesner (1988)
	Característica del Consejo	Experiencia del consejo	Kim & Rasheed (2014); Roy (2011); Krol et al. (2008); Lynall et al. (2003); Forbes & Milliken (1999); Zahra & Pearce (1990); Kesner (1988); Norburn (1986); Pearce (1983); Vance (1978)
		Permanencia del consejo	Kim & Rasheed (2014); Kesner (1988); Norburn (1986)
		Propiedad del consejo	Klein (2014); Krol et al. (2008); Gordon (2007); Finegold et al. (2007); Hillier & McColgan (2006); Tihanyi et al. (2003); Hillman & Dalziel (2003); Mallette & Hogler (1995); Baysinger et al. (1991); Kesner (1987)

Fuente: Adaptación y Actualización sobre la base de Zahra & Pearce (1989)

Composición del Consejo de Administración

En esta dimensión las variables principalmente han sido definidas por el tamaño del consejo, la independencia del mismo, y la representación minoritaria (Johnson et al, 1996; Bathala & Rao, 1995; Baysinger & Hoskisson, 1990; Zahra & Pearce, 1989). El tamaño del consejo se mide por la cantidad de los miembros en el consejo. Es una medición estudiada de modo empírico en relación con el rendimiento financiero organizacional (Lehn et al, 2009; Cheng et al, 2008; Dalton et al, 1999).

La relación ha tenido un efecto positivo en relación a la cantidad de miembros (Dalton et al, 1999), pero también negativo (Dalton et al, 1998). En investigaciones recientes se hace mención a que debería estudiarse el punto de equilibrio respecto del tamaño, debido a que es posible que cuando las empresas son pequeñas requieren hacer crecer el tamaño de sus consejos, pero cuando las empresas son más grandes lo recomendable es mantener o ajustar el tamaño del consejo para no generar problemas por seguimiento de manada (Lehn et al, 2009; Cheng et al, 2008). Poniendo a evaluación que:

***H1a:** Empresas que cotizan en bolsa con una mayor cantidad de miembros en la composición del consejo de administración tendrán diferentes resultados en la rentabilidad económica que aquellas con menor cantidad de miembros.*

***H1b:** Empresas que cotizan en bolsa con una mayor cantidad de miembros en la composición del consejo de administración tendrán diferentes resultados en las utilidades que aquellas con menor cantidad de miembros.*

La independencia del consejo en cambio se mide considerando dos tipos de miembros, los internos y los externos (Gordon, 2007; Johnson et al, 1996). Esta variable ha sido de las más estudiadas dentro del atributo de composición, confirmando un efecto

positivo en el rendimiento organizacional de contar con miembros externos (Garg, 2013; Roy, 2011; Ameer et al, 2010; McCabe & Nowak, 2008; Gordon, 2007; Finegold et al, 2007; Ellstrand et al, 2002; Dalton et al., 1998; Johnson et al, 1996), aunque existen estudios que demuestran la no existencia de relación (Bhagat & Black, 2002).

Los miembros internos del consejo son aquellos que tienen desenvolvimientos ejecutivos dentro de la organización, mientras que los miembros externos no ejercen ningún tipo de cargo ejecutivo en la organización (Garg, 2013; Gordon, 2007; Dalton et al., 1998; Johnson et al, 1996). Por tal razón, la denominación de independencia está sujeta a la proporción de miembros externos respecto de todos los miembros del consejo (Roy, 2011; McCabe & Nowak, 2008; Ellstrand et al, 2002), o la diferencia entre miembros externos versus internos (Ameer et al, 2010). Esto lleva también a una implicancia de los miembros internos o la dualidad de tener miembros gerentes, principalmente si existe la dualidad CEO-Director (Tuggle et al, 2010; Finegold et al, 2007; Ellstrand et al, 2002; Rechner & Dalton, 1991). Asimismo el medir la independencia del consejo permite determinar la generación del pensamiento grupal en caso de tener miembros similares (McCabe & Nowak, 2008). Postulando que:

***H2a:** Empresas que cotizan en bolsa con presencia de miembros con dualidad director-gerente en la composición del consejo de administración tendrán diferentes resultados en la rentabilidad económica que aquellas sin la presencia de dualidad.*

***H2b:** Empresas que cotizan en bolsa con presencia de miembros con dualidad director-gerente en la composición del consejo de administración tendrán diferentes resultados en las utilidades que aquellas sin la presencia de dualidad.*

Respecto a la representación minoritaria, la principal medición que se ha tomado en consideración ha sido la cantidad de mujeres dentro del consejo, y eso visto desde la proporción de mujeres respecto a todos los miembros del consejo (Lückerath-Rovers,

2013; Terjesen et al, 2009; Daily et al, 1999; Kesner, 1988). Las investigaciones realizadas viendo la relación entre la representación minoritaria y el rendimiento han tenido resultados con efecto positivo (Terjesen et al, 2009; Daily et al, 1999; Kesner, 1988), lo que ha abierto en estos últimos años toda una rama de investigaciones relacionadas a la participación de las mujeres en los consejos y su efecto al rendimiento organizacional (Lückerath-Rovers, 2013; Terjesen et al, 2009). Por lo que:

***H3a:** Empresas que cotizan en bolsa con presencia de representación minoritaria en la composición del consejo de administración tendrán diferentes resultados en la rentabilidad económica que aquellas sin la presencia de representación minoritaria.*

***H3b:** Empresas que cotizan en bolsa con presencia de representación minoritaria en la composición del consejo de administración tendrán diferentes resultados en las utilidades que aquellas sin la presencia de representación minoritaria.*

Características del Consejo de Administración

Al momento de establecer una integración respecto al consejo de administración, las características fueron definidas como un atributo diferente a la composición (Zahra & Pearce, 1989). Sin embargo en investigaciones posteriores ha habido conflictos en su diferenciación, integrando ambos atributos (Roy, 2011; Gordon, 2007). Para propósitos del estudio, se conservará la dimensión de modo independiente al de la composición.

El atributo de las características no solo está definida por variables de medición categóricas provenientes de la composición, sino que busca definir aspectos relacionados a la permanencia y la propiedad (Kim & Rasheed, 2014; Roy, 2011; Finegold et al, 2007; Lynall et al, 2003; Forbes & Milliken, 1999; Dalton et al, 1999; Zahra & Pearce, 1989; Kesner, 1988).

La permanencia del consejo de administración está determinada por el tiempo en que los miembros forman parte del consejo de una organización (Kim & Rasheed, 2014; Kesner, 1988; Norburn, 1986). Esa permanencia fue investigada para ver su efecto en el rendimiento, en algunas investigaciones empíricas la relación tuvo un efecto directo positivo (Kesner, 1988) mientras que en otras un efecto negativo (Norburn, 1986). Sin embargo por efectos de la relevancia y las discusiones generadas en el tiempo, los investigadores han considerado siempre probar que el efecto es positivo respecto del rendimiento organizacional (Kim & Rasheed, 2014). Considerando entonces que:

***H4a:** Empresas que cotizan en bolsa con la característica de mayor permanencia de los consejos de administración tendrán diferentes resultados en la rentabilidad económica que aquellas con menor permanencia.*

***H4b:** Empresas que cotizan en bolsa con la característica de mayor permanencia de los consejos de administración tendrán diferentes resultados en las utilidades que aquellas con menor permanencia.*

Los estudios relacionados a la propiedad de los miembros del consejo están principalmente determinada por su participación accionarial o patrimonial dentro de la organización (Finegold et al, 2007; Hillier & McColgan, 2006; Mallette & Hogler, 1995). Las mediciones generadas principalmente por los investigadores han tomado como medición el porcentaje de participación accionarial de los miembros del consejo y como ese grado de participación puede generar un efecto positivo en el rendimiento organizacional (Mallette & Hogler, 1995). Siendo así, se plantea lo siguiente:

***H5a:** Empresas que cotizan en bolsa con la característica de participación accionarial más concentrada en consejos de administración tendrán diferentes resultados en la rentabilidad económica que aquellas con participación más difundida.*

***H5b:** Empresas que cotizan en bolsa con la característica de participación accionarial más concentrada en consejos de administración tendrán diferentes resultados en las utilidades que aquellas con participación más difundida.*

Metodología

La metodología emplea dos técnicas de análisis, La primera, es un análisis de correlación entre cada variable para confirmar la relación según la revisión de literatura. La segunda, es un análisis de prueba-T para comparar las medias de las variables de rendimiento financiero en función de 2 grupos muestrales por cada variable del consejo para probar las hipótesis. Se presta atención al meta-análisis y discusión reciente donde se sintetizan las experiencias empíricas en este campo (Dalton & Aguinis, 2013).

Variables

De acuerdo a la revisión de literatura se emplearon dos variables de rendimiento financiero, representadas por la *Rentabilidad* y las *Utilidades* (Dalton & Aguinis, 2013). La *Rentabilidad*, se mide por los resultados de rentabilidad económica (ROA) del ejercicio anual. Se considera como información de fuente secundaria el Ranking de América Economía del 2009 al 2014 contrastada con la Bolsa de Valores de Lima como parte del estudio. Por otro lado, las *Utilidades*, se miden por las utilidades netas del ejercicio anual de la organización, también consideradas de ambas fuentes mencionadas.

Respecto a las variables de composición del consejo de administración, se considerada como medición el tamaño del consejo, *BoD_Tamaño*, considerando la cantidad de miembros del consejo (Lehn et al, 2009; Cheng et al, 2008; Dalton et al, 1999). Asimismo, otra variable de medición representada es la *BoD_Dual*, considerando la dualidad de tener miembros directores-gerentes en el consejo de administración (Finegold et al, 2007; Ellstrand et al, 2002). Finalmente, dentro de la composición del consejo de administración se ha obtenido la variable de medición de participación minoritaria, *BoD_Minoría*, considerando la presencia de mujeres en el consejo (Lückerath-Rovers, 2013; Terjesen et al, 2009; Daily et al, 1999; Kesner, 1988).

Por el lado de las características del consejo de administración se hace empleo de la variable de medición *BoD_Perm* que representa la Permanencia del Consejo (Kim & Rasheed, 2014; Kesner, 1988; Norburn, 1986). Finalmente se considera la variable *BoD_Partíc* que representa la participación accionarial del consejo de administración (Finegold et al, 2007; Hillier & McColgan, 2006).

Muestra

Primero, se toma la fuente de la revista América Economía (AE), Ranking las 500 mayores empresas del Perú, con información por año desde el 2009 hasta el 2014. En dicha fuente, se puede recopilar índices asociados al rendimiento financiero. Asimismo se extrae información relativa a variables de control como el sector/rubro en donde se desenvuelve la empresa.

Segundo, se toma como fuente de información a la Bolsa de Valores de Lima (BVL), contando con 279 empresas que cotizan en bolsa. La información se extrae basados en los reportes anuales declarados y tomando como lapso de tiempo al igual que la información de América Economía del año 2009 al 2014 para contrastar a las empresas. La fuente cuenta con información asociada al consejo de administración como la cantidad de miembros por consejo, la proporción de miembros minoritarios (mujeres), la dualidad de existir gerente-director, periodo del consejo, número y porcentaje de participación accionarial y tiempo de operaciones cotizando en bolsa, como resultante del año de inicio de sus operaciones cotizando en la bolsa.

Las fuentes de América Economía y la Bolsa de Valores de Lima permitieron obtener una muestra final de 126 empresas con información completa tanto a nivel de rendimiento organizacional como de consejo de administración, considerando en dicha muestra a 820 miembros.

Resultados

El análisis de correlación (ver Tabla N° 2) evidencia niveles de Sig. < 0.05 entre las variables de rentabilidad económica con la variable de representación minoritaria (0.668) perteneciente como composición del consejo y con la variable de permanencia (-0.184) como característica del consejo de administración. Asimismo se evidencia niveles de Sig. < 0.05 entre la relación de la variable de utilidades con la variable de participación accionarial (-0.211) como característica del consejo de administración.

Tabla N° 2. Coeficientes de Correlación

Coeficiente de Correlación							
N=126	ROA	Utilidades	BoD_Tamaño	BoD_Dual	BoD_Minoria	BoD_Perm	BoD_Partíc
ROA	1						
Utilidades	.668**	1					
BoD_Tamaño	.061	-.103	1				
BoD_Dual	-.035	.093	-.120	1			
BoD_Minoria	.213*	.132	.182*	-.105	1		
BoD_Perm	-.184*	-.144	-.016	.042	-.007	1	
BoD_Partíc	-.098	-.211*	.222*	-.007	-.137	.191*	1

** . La correlación es significativa en el nivel 0,01 (2 colas).

* . La correlación es significativa en el nivel 0,05 (2 colas).

Los resultados de correlación de las variables de rendimiento financiero en relación con las variables de tamaño del consejo (0.061 y -0.103) y de dualidad del mismo (-0.035 y 0.093) no son soportados al tener niveles de Sig. > 0.05. Asimismo, al hacer la revisión de los análisis de prueba-T, los resultados no soportan las hipótesis H1a (Sig.=0.326), H1b (Sig.=0.382), H2a (Sig.=0.052) y H2b (0.609) siendo rechazadas como parte de los resultados del estudio.

Respecto de los resultados de las hipótesis relacionadas a la variable de representación minoritaria, se soporta la H3a (Sig. < 0.05) evidenciando una diferencia significativa entre las medias de los resultados de rentabilidad económica entre grupos que cuentan con representaciones minoritarias en sus consejos de administración, respecto de los que no, como se muestra en la Tabla N° 3.

Tabla N° 3. Prueba-T respecto de Representación Minoritaria en el Consejo

Estadísticas de grupo										
BoD_Minoria		N	Media	Desviación estándar	Media de error estándar					
ROA	Con Minoría	45	2.51%	6.08%	0.91%					
	Sin Minoría	81	6.34%	9.20%	1.02%					
Prueba de muestras independientes										
		Prueba de Levene de calidad de		prueba t para la igualdad de medias						
		F	Sig.	t	gl	Sig. (bilateral)	Diferencia de medias	Diferencia de error estándar	95% de intervalo de	
									Inferior	Superior
ROA	Se asumen varianzas iguales	4.177	.043	-2.505	124	.014	-3.83%	1.53%	-6.86%	-0.80%
	No se asumen varianzas iguales			-2.805	120.147	.006	-3.83%	1.37%	-6.54%	-1.13%

Sin embargo no ocurre lo mismo al emplear como factor de comparación las utilidades, ya que la hipótesis relacionada a la variable de representación minoritaria presenta un nivel de Sig.>0.05, no soportando la H3b (Sig.=0.064).

Asimismo, respecto de los resultados de las hipótesis relacionadas a la variable de permanencia del consejo, se soporta la H4a (Sig. < 0.05) evidenciando una diferencia significativa entre las medias de los resultados de rentabilidad económica entre grupos que cuentan con consejos de administración con mayor permanencia, respecto de los que no, como se muestra en la Tabla N° 4.

Tabla N° 4. Prueba-T respecto de la Permanencia del Consejo

Estadísticas de grupo										
BoD_Perm		N	Media	Desviación estándar	Media de error estándar					
ROA	Mayor Permanencia	51	7.08%	9.05%	1.27%					
	Menor Permanencia	75	3.54%	7.67%	0.89%					
Prueba de muestras independientes										
		Prueba de Levene de calidad de varianzas		prueba t para la igualdad de medias						
		F	Sig.	t	gl	Sig. (bilateral)	Diferencia de medias	Diferencia de error estándar	95% de intervalo de	
									Inferior	Superior
ROA	Se asumen varianzas iguales	2.806	.096	2.365	124	.020	3.54%	1.50%	0.58%	6.51%
	No se asumen varianzas iguales			2.292	95.418	.024	3.54%	1.55%	0.47%	6.61%

Por el contrario, al emplear como factor de comparación las utilidades, la hipótesis relacionada a la variable de permanencia del consejo presenta un nivel de Sig.>0.05, no soportando la H4b (Sig.=0.219).

Finalmente, respecto de los resultados de las hipótesis relacionadas a la variable de participación accionarial del consejo, no se soporta la H5a (Sig. > 0.05) evidenciando que no existen diferencias significativas entre las medias de los resultados de rentabilidad económica entre grupos que cuentan con participación accionarial difundida de los consejos de administración, respecto de los grupos con participación accionarial concentrada en el consejo de administración.

Tabla N° 5. Prueba-T respecto de la Participación Accionarial del Consejo

Estadísticas de grupo										
BoD_Participación		N	Media	Desviación estándar	Media de error estándar					
Utilidades	Part. Difundida	62	104.22	172.969	21.967					
	Part. Concentrada	64	27.14	43.259	5.407					
Prueba de muestras independientes										
		Prueba de Levene de igualdad de varianzas		prueba t para la igualdad de medias						
		F	Sig.	t	gl	Sig. (bilateral)	Diferencia de medias	Diferencia de error estándar	95% de intervalo de	
Utilidades	Se asumen varianzas iguales	37.352	.000	3.455	124	.001	77.077	22.306	32.928	121.226
	No se asumen varianzas iguales			3.407	68.373	.001	77.077	22.623	31.938	122.216

Sin embargo, al emplear como factor de comparación las utilidades, la hipótesis relacionada a la variable de participación accionarial del consejo de administración presenta un nivel de Sig.<0.05, soportando la H5b como se muestra en la Tabla N° 5.

Discusión

En la presente investigación sólo se consideraron los atributos de composición y características del consejo de administración. El modelo integral de consejos de administración de Zahra y Pearce (1989) considera los atributos de composición, características, estructura y procesos pudiendo tener mayor alcance considerar otras variables para continuar con las investigaciones futuras. El atributo de estructura no fue considerado debido a que está ramificada principalmente al campo del liderazgo, el manejo del poder y la estructuración de comités; mientras que el de procesos considera las dinámicas de reuniones y los niveles de cohesión de los consejos.

Si bien el presente estudio utiliza información de fuente secundaria relativa a los atributos de composición y características de los consejos de administración, para recabar información con mayor profundidad respecto a los atributos mencionados y el de estructura y procesos es necesario adoptar instrumento de medición de percepción.

Para futuras investigaciones se podría considerar la información disponible año tras año para hacer estudios longitudinales. Según las fuentes la información se puede extraer desde el 2009, pudiendo tener 5 años consecutivos tanto a nivel del consejo de administración como del rendimiento organizacional.

Implicancias Académicas

Actualmente las investigaciones en este campo sugieren explorar más a detalle el impacto del consejo de administración sobre el rendimiento pero en campos específicos de la organización. Este paso en contexto peruano sería menester explorar debido a que en la actualidad el país tiene un crecimiento económico sostenido y las inversiones extranjeras aumentan, generando variables de contingencias, antes mencionadas, que podrían ser estudiadas en futuras investigaciones.

Implicancias Prácticas

Si bien este estudio ha recabado información del mercado actual, un tema interesante es que la representación minoritaria en la composición del consejo se vuelve cada vez más relevante incluso teniendo un efecto respecto de la rentabilidad económica en la organización, por lo cual se recomienda revisar como temas de agenda futura los atributos de composición y características de los consejos de administración en las organizaciones del Perú y sus efectos en los rendimientos de la organización.

Referencias

Adams, R. B., Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (2010) The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, Vol. 48, No. 1, pp. 58–107.

Ameer R., Ramli, F. and Zakaria, H. (2010) A new perspective on board composition and firm performance in an emerging market. *Corporate Governance*, Vol. 10, No. 5, pp. 647-661.

Bathala, C. T. and Rao, R. P. (1995) The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 16, No. 1, pp. 59-69.

Baysinger, B. and Hoskisson, R. E. (1990) The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *Academy of Management Review*, Vol. 15. No. 1, pp. 72-87.

Bhagat, S. and Black, B. (2002) The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *The Journal of Corporation Law*, Vol. 27, No. 2, pp. 231-273.

Bhagat, S. and Bolton, B. (2008) Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No. 3, pp. 257–273.

Bhagat, S. and Bolton, B. (2013) Director Ownership, Governance, and Performance. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 1, pp. 105–135.

Cheng, S., Evans III, J. H. and Nagarajan, N. J. (2008) Board size and firm performance: the moderating effects of the market for corporate control. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 31, pp. 121–145.

Daily, C. M., Trevis Certo, S. and Dalton, D. R. (1999) A Decade of Corporate Women: Some Progress in the Boardroom, None in the Executive Suite. *Strategic Management Journal*, Vol. 20, No. 1, pp. 93-99.

Dalton, D.R. and Aguinis, H. (2013) Measurement Malaise in Strategic Management Studies: The Case of Corporate Governance Research. *Organizational Research Methods*. Vol. 16, No. 1, pp. 88-99.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L. and Ellstrand, A.E. (1999) Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, Vol. 42, No. 6, pp. 674-686.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. and Johnson, J. L. (1998) Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 19, No. 3, pp. 269-290.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory. An assessment and review. *The Academy of Management Review*, Vol. 14, pp. 57-74.

Ellstrand, A.E., Tihanyi, L. and Johnson, J. L. (2002) Board Structure and International Political Risk. *Academy of Management Journal*, Vol. 45, No. 4, pp. 769-777.

Fama, E.F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.

Finegold, D., Benson, G. S. and Hecht, D. (2007) Corporate Boards and Company Performance: review of research in light of recent reforms. *Corporate Governance*, Vol. 15, No. 5, pp.865-878.

Forbes, D. P. and Milliken, F. J. (1999) Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups. *Academy of Management Review*, Vol. 24, No. 3, pp. 489-505.

Garg, S. (2013) Venture Boards: Distinctive Monitoring and Implications for Firm Performance. *Academy of Management Review*, Vol. 38, No. 1, pp. 90-108.

Gordon, J. N. (2007) The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices. *Stanford Law Review*, Vol. 59, No. 6, pp. 1465-1568.

Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, Vol. 105, No. 430, pp. 678-689.

Hillier, D. & McColgan, P. (2006) An Analysis of Changes in Board Structure during Corporate Governance Reforms. *European Financial Management*, Vol. 12, No. 4, pp. 575–607.

Hillman, A. J. and Dalziel, T. (2003) Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, Vol. 28, No. 3, pp. 383-396.

Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.

Johnson, J. L., Daily, C. M. and Ellstrand, A. E. (1996) Boards of Directors: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, Vol. 22, No. 3, pp. 409-438.

Kesner, I. F. (1988) Directors' Characteristics and Committee Membership: An Investigation of Type, Occupation, Tenure, and Gender. *Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 1, pp. 66-84.

Kim, K-H. and Rasheed, A. A. (2014) Board Heterogeneity, Corporate Diversification and Firm Performance. *Journal of Management Research*, Vol. 14, No. 2, pp. 121-139.

Lehn, K.M., Patro, S. and Zhao, M. (2009) Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935-2000. *Financial Management*, Vol. 38, No. 4, pp 747-780.

Lückerath-Rovers, M. (2013) Women on boards and firm performance. *Journal of Management and Governance*, Vol. 17, pp. 491–509.

Lynall, M. D., Golden, B. R. and Hillman, A. J. (2003) Board Composition from Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View. *Academy of Management Review*, Vol. 28, No. 3, pp. 416-431.

Mallette, P. and Hogler, R. L. (1995) Board Composition, Stock Ownership and the Exemption of Directors from Liability. *Journal of Management*, Vol. 21, No, 5, pp. 861-878.

McCabe M. and Nowak, M. (2008) The independent director on the board of company directors. *Managerial Auditing Journal*, Vol. 23, No. 6, pp. 545-566.

Norburn, D. (1986) GOGOs, YOYOs and DODOs: Company Directors and Industry Performance, *Strategic Management Journal*, Vol. 7, No. 2, pp. 101-117.

Rechner, P. L. & Dalton, D. R. (1991) CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis. *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 2, pp. 155-160.

Roy, M-J. (2011) Board information: meeting the evolving needs of corporate directors. *Management Research Review*, Vol. 34 No. 7, pp. 773-789.

Subramani, M. and Venkatraman, N. (2003) Safeguarding Investments in Asymmetric Interorganizational Relationships: Theory and Evidence. *Academy of Management Journal*, Vol. 4, No. 1, pp. 46-62.

Terjesen, S., Sealy, R. and Singh, V. (2009) Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, No. 3, pp. 320–337.

Tuggle, C. S., Sirmon, D. G., Reutzell, C. R. and Bierman, L. (2010) Commanding Board of Director Attention: Investigating How Organizational Performance and CEO Duality Affect Board Members' Attention to Monitoring. *Strategic Management Journal*, Vol. 31, No. 9, pp. 946–968.

Zahra, S. A. and Pearce II, J. A. (1989) Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, Vol. 15, No. 2, pp. 291-334.