



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales,
Universidad Pontificia Comillas, ICADE.

EL PODER DE GOBIERNO EN LA EMPRESA

Autor: Alfonso Vera Martín

Directora: María Paloma Bilbao Calabuig

MADRID | marzo 2022

ÍNDICE:

1. INTRODUCCIÓN	5
1.1. Pregunta / Problema de investigación.	5
1.3. Implicaciones teóricas/académicas.	6
2. CARACTERÍSTICAS Y FUNCIONES DEL GOBIERNO CORPORATIVO	7
2.1. El ciclo de vida de la compañía	7
2.2. Características de las fases corporativas ligadas a funciones del gobierno corporativo.	8
2.3. Modelo de Toms; “El ciclo de vida del gobierno corporativo”	12
3. EL PODER DE LOS ACTORES CLAVE A LO LARGO DE LA VIDA DE LA EMPRESA.	15
3.1. El poder del director general VS El poder del presidente ejecutivo.	15
3.2. Formación consejo de administración (Poder directivos VS Accionistas externos).	18
3.3. Transparencia (Revelación de información)	21
3.4. Formación y composición del consejo de administración (Legitimidad)	24
3.4.1. Tamaño del consejo de administración.	25
3.4.2. Proporción de consejeros independientes.	27
3.4.3. Capital del consejo de administración.	28
3.4.4. Diversidad de consejo	29
3.4.5. Capacidad real de las empresas para efectuar cambios en su consejo de administración.	31
3. CONCLUSIONES.	35
4. BIBLIOGRAFÍA.	38

Resumen

En el presente trabajo se ha intentado, a través de la revisión de literatura existente sobre el gobierno corporativo, mostrar la relación que guarda el gobierno corporativo en general y el poder de sus actores clave en particular con la teoría del ciclo de vida de la empresa. Hemos logrado exponer cómo algunas de las funciones propias desempeñadas por el gobierno corporativo deberán darse en una determinada etapa del ciclo de vida de la compañía para el buen futuro de la organización, a su vez a través de un modelo propuesto por Toms (2013) recordamos la enorme influencia que tendrán las características financieras y el espíritu empresarial sobre la implementación de políticas corporativas, prevaleciendo unas funciones de gobierno frente a otras. Una vez ofrecido este marco general sobre las funciones del gobierno, observamos el papel que desempeñan distintos actores que conforman el gobierno, aquí analizamos el impacto que tiene la distribución del poder entre algunas figuras del gobierno corporativo; el presidente ejecutivo del consejo de administración, el director general de la empresa, los accionistas..., sobre el valor de la compañía. Por último, apoyándonos en la revelación de información y la búsqueda de legitimidad comprobamos que el poder que ostentan los miembros del gobierno corporativo es cambiante a medida que la compañía va superando las etapas de su vida, siendo la composición y formación del consejo de administración reflejo latente de esta distribución de poder entre los distintos agentes.

Palabras clave: Gobierno corporativo, Ciclo de vida de la empresa, Distribución de poder, Consejo de administración, Formación y composición, Legitimidad, Transparencia.

Abstract

In this paper we have attempted, through a review of existing literature on corporate governance, to show the relationship between corporate governance in general and the power of its key actors in particular with the theory of the life cycle of the firm. We have managed to expose how some of the functions performed by corporate governance should occur at a certain stage of the company's life cycle for the good future of the organisation, while through a model proposed by Toms (2013) we recall the enormous influence that financial characteristics and entrepreneurship will have on the implementation of corporate policies, with some governance functions prevailing over others. Once this general framework on governance functions has been provided, we look at the role played

by different governance actors, here we analyse the impact of the distribution of power between some corporate governance figures; the Chief Executive Officer, the president of the board of directors, the shareholders..., on the value of the company. Finally, based on the disclosure of information and the search for legitimacy, we find that the power held by the members of corporate governance changes as the company moves through the stages of its life, with the composition and formation of the board of directors being a latent reflection of this distribution of power between the different agents

Keywords: Corporate governance, Firm life cycle, Power-sharing, Board of directors, Formation and composition, Legitimacy, Transparency.

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Pregunta / Problema de investigación.

Nuestra investigación tiene su razón de ser en el surgimiento de una serie de problemas que numerosas compañías experimentan a medida que van creciendo, normalmente estos guardan una estrecha relación con el abuso de poder de algunos miembros del gobierno corporativo frente a otros, y con el incumplimiento de políticas de buen gobierno que pretenden ocultar información relevante a los accionistas externos, por este motivo analizamos de forma particular la búsqueda de transparencia y legitimidad. De acuerdo con los resultados obtenidos, las empresas deberán poner especial atención a determinar el momento concreto en el que se encuentran, así podrán identificar algunos de los problemas que surgen en cada etapa de la vida de la compañía y de esta manera les será más sencillo encontrar adecuadas soluciones. Con respecto a las futuras investigaciones sobre el gobierno corporativo será de utilidad tener en cuenta el recorrido que sigue nuestro trabajo, ya que existen algunos aspectos del gobierno corporativo que podrían ser estudiados de forma más profunda analizando empresas que presenten distintos grados de madurez de cara a conseguir conclusiones más consistentes.

Nuestra investigación tiene por objeto intentar establecer una relación entre las prácticas de gobierno y el ciclo de vida de la empresa, prestando especial atención a la influencia que genera sobre dicha relación el poder que presentan los actores claves del gobierno corporativo.

De manera más concreta, el presente trabajo pretende obtener respuesta a las siguientes preguntas que hemos dividido por bloques;

Primer Bloque. ¿En qué medida las prácticas de gobierno corporativo se ven influenciadas por el ciclo de la vida de la empresa? ¿Cuáles son las principales funciones de gobierno corporativo, y en qué momento de la vida de la empresa aparecen?

Segundo Bloque. ¿El poder de los distintos agentes sobre el gobierno de la empresa varía en función de la etapa del ciclo de vida de la empresa? ¿Concentración VS Descentralización con respecto a las figuras de presidente ejecutivo y director general? ¿Qué papel desempeña la revelación de información

como fuente de poder del gobierno corporativo de una empresa? ¿El alcance de la legitimidad depende de la configuración del consejo de administración a lo largo de la vida de la organización?

Para ello, hemos llevado a cabo una revisión de literatura para la cual hemos utilizado bases de datos de investigación de contenido económico, empresarial y psicológico, para revisar algunos artículos académicos, estas fuentes son; Academic Search Complete, Business Source Complete, Econlit with Full Text, Psychology and Behavioral Sciences Collections, APA PsycInfo y PSICODOC. Si bien es cierto que, debido a la escasa literatura académica, las referencias incluidas en el presente trabajo son un tanto limitadas, lo que también ha supuesto la necesidad de acudir a estudios más antiguos.

1.3. Implicaciones teóricas/académicas.

La revisión realizada permitirá a los investigadores conocer la importancia de las fases del ciclo de vida sobre el poder del gobierno corporativo, ya que como veremos a continuación conocer los puntos de inflexión a lo largo de la supervivencia de la compañía será esencial en términos de resolución de algunos aspectos críticos en la gobernanza de las empresas. Demostramos las características esenciales de cada fase de la vida de la empresa que habrá que tener en cuenta para implementar determinadas políticas corporativas. También, a través del estudio de la composición del gobierno corporativo ofreceremos la visión de como el reparto y el equilibrio de poder entre los distintos actores supondrá en parte el éxito y la supervivencia de la compañía. Todo ello, ayudará a los científicos a abrir nuevas líneas de investigación en aquellos extremos de la gobernanza en los que aún no se les ha otorgado la suficiente importancia a las fases del ciclo de vida de la empresa.

2. CARACTERÍSTICAS Y FUNCIONES DEL GOBIERNO CORPORATIVO

2.1. El ciclo de vida de la compañía.

Para comprender los fundamentos del presente trabajo, resulta necesario introducir desde una perspectiva general la teoría del ciclo de vida de las empresas de James (1973), según la cual la empresa atraviesa cinco etapas diferenciadas que expondremos brevemente a continuación (James, 1973);

- 1. La fase emergente,** En su primera etapa las empresas nacen para cubrir necesidades demandadas por los consumidores, esta necesidad puede ser que se encuentre previamente cubierta en el mercado, pero con una mejora en los productos se podría conseguir aportar valor al cliente, o bien esta necesidad no se encuentre aún cubierta y se pueda explotar creando un nuevo mercado.
- 2. La fase de crecimiento,** una vez encontrada y establecida su posición en el mercado, la compañía debe comenzar a cambiar radicalmente las políticas y las decisiones operativas con el objetivo de afianzar su modelo de negocio.
- 3. La fase de madurez,** se alcanza esta fase cuando la rentabilidad de la compañía, así como sus ingresos por ventas se estabilizan. En esta fase se alcanza un punto de inflexión en el cual las decisiones tomadas determinarán la siguiente posible fase de la compañía, esta puede ser positiva alcanzando la fase de regeneración o negativa derivando en la fase de declive.
- 4. La fase de regeneración** es aquel momento en el que la compañía ha alcanzado su madurez y para su supervivencia en el mercado debe experimentar un gran cambio en su forma de negocio. Diferenciamos entre dos tipos de regeneración que pueden aparecer en un concreto modelo de negocio:
 - **Interna,** la innovación procede del núcleo de la compañía, es decir con sus propios recursos logra alcanzar este punto sin necesidad de recurrir a otras fuentes ajenas a la compañía.
 - **Externa,** Cuando la compañía no se vale por sí misma para realizar estos cambios en su modelo de negocio que le permitan mantener su posición con respecto a sus competidores, se ve obligada a recurrir a soluciones externas.

- 5. La fase de declive**, supone la última etapa de la vida de la compañía, la cual se caracteriza por el continuo descenso del nivel de ventas y aumento progresivo de pérdidas, esto normalmente deriva en la final desaparición de la misma.

Hemos decidido fundamentar el presente trabajo en la teoría de James que trata las distintas etapas de las compañías independientemente de su tamaño, en lugar de optar por diferenciar entre modelos basados en diferentes dimensiones de las compañías como es el caso de la propuesta de modelo de ciclo de vida que ofrece Leiva (2013), la cual sólo presta atención al desarrollo de pequeñas y medianas empresas, excluyendo del modelo a las grandes empresas. La razón por la que dirigimos nuestra investigación en base a la teoría de James (1973) reside en que la misma se puede acomodar a cualquier tipo de empresa, sin embargo, el hecho de basarnos en un modelo que solo tenga en cuenta las fases por las que atraviesa una compañía con un determinado tamaño restringiría en gran medida el objetivo de nuestro trabajo, el cual pretende ofrecer a la ciencia una visión global de la importancia del poder de gobierno a lo largo de la vida de las empresas.

2.2. Características de las fases corporativas ligadas a funciones del gobierno corporativo.

Una vez acotado el desarrollo de esta teoría nos centraremos en las diferentes prácticas de gobierno corporativo, es decir cómo las empresas dirigen y controlan su actuación, que se encuadrarán en cada una de las etapas. Para adentrarnos en resolver el primer acercamiento con el tema de investigación debemos estudiar lo relativo a las características definitorias de cada etapa del ciclo de vida de la empresa. En esta línea, distintos estudios científicos se han centrado en discernir sobre qué prácticas de gobierno son ideales, la respuesta mayoritaria afirma que la elección de decisiones que apuesten por el futuro de la compañía serán diferentes en función de la etapa del ciclo de vida en la que se encuentre la empresa (Filatotchev et al. 2006).

Este razonamiento tiene su justificación en las características dispares que definen cada etapa corporativa, de esta manera la compañía deberá seleccionar y priorizar entre sus objetivos según el momento en el que se encuentre, esta selección resultará en la primacía de unas funciones de gobierno sobre otras con el propósito de cumplir los diferentes objetivos corporativos. Previamente a establecer la distinción entre las principales funciones de gobierno establecida por Filatotchev et al. (2006), parece obvio y necesario

establecer ciertas diferencias, así si nos encontramos en la fase emergente, generalmente la totalidad de las políticas irán enfocadas a la maximización de beneficios y a la búsqueda de financiación externa al menor coste posible con el objetivo de posicionarse en un lugar en el mercado que permita ser explotado, por estas razones la gobernanza en este momento cumple una función eminentemente estratégica y de administración de recursos. En contraposición, cuando las empresas se encuentran en su etapa de madurez alcanzando un determinado grado de estabilidad las políticas de gobierno deberán ir dirigidas a establecer una fuerte función de control, dejando en un segundo plano la búsqueda de financiación. (O'Connor y Byrne, 2015).

Conforme a esta primera aproximación podemos decir que, existe consenso entre los investigadores en que las políticas corporativas irán adaptándose conforme la compañía vaya experimentando su desarrollo. Sin embargo, no parece tan claro que existan unos patrones generales universales en las decisiones de gobierno corporativo dentro de cada una de las etapas por las que atraviesan las sociedades, ya que la existencia de un gran abanico de condiciones específicas que rodean a las compañías hace que las necesidades de la empresa varíen independientemente de las fases del ciclo de vida (Miller y Friesen, 1984; Phelps et al., 2007). Una vez alcanzado este punto de encuentro en la necesidad de atender a la etapa del ciclo de vida de la empresa, pero aceptando la diversidad de las políticas de gobierno corporativo en función de características concretas, se le otorga entre ellas especial importancia al elemento de identidad nacional, es decir, que la gobernanza de las empresas dependerá también del entorno institucional y la cultura de cada país en la que opere (O'Connor y Byrne, 2015).

Para apoyar esta afirmación sobre el gobierno corporativo, nos basamos en un estudio realizado por Faff, Kwok, Podolski, y Wong (2016), en el que se tomaron como muestra una gran cantidad de empresas estadounidenses, las cuales fueron analizadas en un período comprendido entre el año 1974 y el año 2014 con el objetivo de establecer cuáles eran los indicadores que valorar en la toma de decisiones en las empresas mismas. El resultado obtenido confirmó la siguiente hipótesis; las concretas características de las compañías, su entorno organizativo, su cultura e incluso su estructura interna dirigirán las políticas corporativas, y éstas cambiarán en función de la fase del ciclo de vida en que nos encontremos. Además, quedaba contrastado y verificado que estas decisiones de

gobierno de las empresas siguen unos patrones predecibles en el tiempo, entre las cuales existe una fuerte interdependencia entre sí a lo largo de la existencia de las compañías.

En la actualidad, en esta línea de investigación se ha depositado el foco de atención en comprobar si realmente existen políticas corporativas que sólo deban implementarse en determinadas fases del ciclo de vida de la empresa. Por ello resulta interesante sacar a colación de nuevo a O'Connor y a Byrne (2015) quienes realizaron un examen a 205 empresas de 21 países distintos para contrastar si surgen prácticas de gobierno que se dan solo en determinadas etapas en las que se encuentre la compañía. A pesar de confirmar la inexistencia de una serie de políticas generales aplicables en cada etapa de la vida de la compañía, este estudio afirma que no sólo las distintas prácticas de gobernanza en conjunto tienen un mayor peso en las empresas maduras, sino que la calidad de los gobiernos corporativos es muy alta en las primeras etapas de la compañía, fase emergente y de crecimiento, donde la imagen para la atracción de inversión es fundamental, sin embargo, estos estándares de calidad disminuyen progresivamente conforme la compañía crece siendo estos significativamente más bajos cuando la empresa alcanza la madurez en el mercado. Esta última parte de la investigación será estudiada en detalle cuando veamos el papel del consejo de administración como órgano fundamental en el reparto de poder entre los actores clave de la compañía.

Una vez visto lo esencial sobre las características corporativas, como adelantábamos anteriormente pasamos a analizar las funciones del gobierno corporativo y su preponderancia entre sí atendiendo a las fases del ciclo de vida de la empresa. El gobierno corporativo según Filatotchev et al. (2006) se puede aglutinar en tres principales funciones; **Supervisión** de las distintas actividades que se desarrollan en la compañía; para ello la dirección podrá implementar lo que en el argot de la estrategia empresarial se conoce como *KPIs (Key Performance Indicators)* o indicadores de rendimiento en su estructura; **distribución de recursos** entre las distintas áreas funcionales de negocio; y por último **la toma de decisiones** últimas sobre las estrategias a implantar en la compañía velando por la supervivencia y crecimiento de la compañía.

De entre los distintos objetivos que se pretenden conseguir a través del gobierno corporativo, generar valor para la compañía guarda una estrecha relación con las funciones de gobierno corporativo expuestas por Filatotchev et al. (2006), por este motivo

debemos subrayar que, la consecución de este propósito para sus accionistas depende de la adecuada adaptación del gobierno a las necesidades que presente la organización, por este razonamiento la actuación del gobierno corporativo no se rige por patrones uniformes sino que debe modularse en función de las etapas del ciclo de vida, ya que en cada una de las etapas anteriormente desarrolladas las compañías muestran determinadas características empresariales y financieras que requieren unas cualidades específicas de gobierno. Esta relación entre ambas variables encuentra su respaldo en las conclusiones de O'Connor y Byrne (2015), quienes afirman que las tres principales funciones del gobierno corporativo toman diferente relevancia en diferentes fases de la vida de la empresa.

De acuerdo con la división propuesta por Filatotchev et al. (2006), la relevancia que toman las funciones del gobierno corporativo varía dependiendo del momento concreto en el que se encuentre la organización; así las funciones estratégicas y de recursos de gobierno son las que generan mayor valor para la empresa y estas prácticas normalmente tienen mayor reflejo en las compañías más inmaduras, es decir durante su etapa emergente o de crecimiento. Por otra parte, la supervisión suele ser la función que realiza el gobierno en las empresas que presentan un suficiente grado de madurez, sin embargo, aparentemente esta práctica no crea suficiente valor para los accionistas, ya que ellos anteponen las políticas estratégicas frente a la implementación de mecanismos de control. Por esta razón la investigación apunta a que las diferencias existentes en el desarrollo de la función de supervisión entre compañías no suponen grandes cambios en el valor de la empresa, en cambio, ostentan un mayor valor las compañías que realizan mejores políticas estratégicas y de recursos, así que se le deberá otorgar a estas últimas funciones la condición de imprescindibles durante todas las fases de la vida de la compañía, no únicamente en las etapas iniciales. Tras la revisión de estas conclusiones, los accionistas aprecian en mayor medida las funciones corporativas directamente encaminadas al crecimiento de las empresas.

Tras poner en relación el valor generado a las compañías por parte del conjunto de agentes que conforman el gobierno corporativo, con las diferentes etapas de la vida de la empresa es necesario sacar a colación que investigaciones eminentemente teóricas confirman que la gobernanza es potencialmente valiosa para las empresas en todas las etapas de su vida, tanto para aquellas que atraviesen las etapas de crecimiento como para aquellas que hayan alcanzado la madurez. Aunque es cierto que la mayoría de los estudios se centran en el

análisis de empresas que se encuentran en las últimas etapas de su ciclo de vida, no se puede afirmar que las prácticas de gobierno corporativo no sean igual o incluso más importantes en las primeras fases, sin embargo, no existen suficientes estudios que analicen este aspecto en las empresas inmaduras o jóvenes (Esqueda y O'Connor, 2020).

2.3. Modelo de Toms; “El ciclo de vida del gobierno corporativo”

Además, sobre el tratamiento que deberán recibir las funciones del gobierno corporativo durante la pervivencia de la compañía es necesario en nuestra investigación analizar la propuesta de Steve Toms sobre el **ciclo de vida del gobierno corporativo**. Dicho acercamiento a esta trayectoria ofrece la posibilidad de indagar más a fondo sobre las interrelaciones que surgen entre; la estrategia corporativa, la estructura de negocio, los modelos de financiación y el espíritu empresarial (Toms, 2013) y el recorrido por el que atraviesa una organización a lo largo de su supervivencia en el mercado.

Como concepto, el ciclo de vida del gobierno corporativo es un término nuevo y casi inexplorado por los autores que estudian a fondo distintos aspectos de las decisiones y el gobierno de las empresas. Para Filatotchev, Toms y Wright (2013) este modelo ofrece una útil ampliación de la teoría de la agencia sobre el comportamiento de los directivos. Como es bien sabido, la teoría de la agencia se centra en las funciones de control y supervisión del gobierno, sin embargo, el ciclo de vida del gobierno corporativo incluirá otras nuevas funciones centrando sus esfuerzos en la explicación de;

- La función de administración de recursos, entendida esta como el desempeño que realiza el gobierno para acceder a recursos adicionales al capital, como la red de contactos, la experiencia entre otros recursos financieros.
- La función de estrategia, la cual no aparece incluida en la división de Filatotchev et al. (2006), aquí la gobernanza empresarial centra su actuación directamente en el desarrollo de la estrategia de la empresa que una vez consensuada será implementada. (Toms, 2013)

Las funciones descritas, a lo largo del ciclo de vida del gobierno corporativo varían en su importancia relativa (Bonn y Pettigrew, 2009). La combinación de las distintas perspectivas teóricas en cuanto a las funciones del gobierno corporativo, incluyendo la teoría de la agencia, permiten la explicación de entre otros aspectos del ciclo de vida del gobierno (Toms, 2013).

Una vez llegados a este punto, podríamos plantearnos la siguiente pregunta: ¿Existe algún tipo de relación entre las condiciones financieras que presente la empresa en un momento dado de su vida y las decisiones corporativas implementadas por la dirección? A pesar de que esta cuestión no ha sido estudiada en profundidad por la comunidad científica, a través del estudio realizado por Toms (2013) se muestra evidencia de que las principales funciones del gobierno dentro del ciclo de vida del gobierno corporativo son determinadas en gran parte por el desarrollo financiero que experimente la compañía, por este motivo según las características financieras que presente una empresa en un momento dado se tomarán unas u otras decisiones acerca de la estructura y los objetivos de la empresa. Si nos introducimos en un ejemplo de una pequeña *start up*, a nivel financiero tendrá en su fase emergente flujos de caja negativos y por tanto los dividendos pagados a los accionistas serán bajos o incluso inexistentes. Además, el coste de la deuda será excesivamente alto y arriesgado por lo que necesitará apoyarse en la aportación de capital de inversores.

Por tanto, vemos cómo las decisiones corporativas deberán ir de la mano de la estructura financiera atendiendo a la concreta etapa que atraviese la sociedad, en aras de conseguir la supervivencia y el crecimiento de la compañía con respecto a sus competidores. Por lo cual, será esencial incluir indicadores financieros a la hora de plantear distintos modelos que relacionen el ciclo de vida de la compañía con el gobierno corporativo (Toms, 2013).

Por último, de acuerdo con la propuesta de modelo de Toms (2013) debemos tratar la gran influencia que presenta el espíritu empresarial sobre el ciclo de vida del gobierno corporativo. Según establece Phan et al (2009) ciertas características del espíritu empresarial dominan diferentes etapas del ciclo de vida, como la destrucción creativa (Schumpeter, 1943) y el descubrimiento del precio (Kirzner, 1997).

A modo de trayectoria por las distintas fases del ciclo de vida encontramos los siguientes aspectos a destacar;

La fase de introducción y crecimiento estará marcada por el descubrimiento del precio determinado, estudiando los distintos atributos que se lanzarán al mercado, en estas primeras etapas se pasará de un desequilibrio a un equilibrio en el precio gracias a este primer componente del espíritu empresarial. En cambio, las fases de madurez estarán marcadas por decisiones corporativas encargadas de optimizar la situación superando las barreras y defendiendo su posición en el mercado. Por último, la fase de declive será en

la que aparecen los actos de destrucción creativa, estos actos consiguen eliminar los límites a la actuación empresarial.

A modo de síntesis la dirección de la compañía deberá ser altamente flexible en la implementación de políticas corporativas para poder enfrentarse a las dificultades que surgen tanto a nivel interno como a nivel externo en lo que se refiere al espíritu empresarial. (Toms, 2013)

Por tanto, a través de la concreta propuesta realizada por Toms (2013) sobre la gobernanza podemos observar que, las funciones propias del gobierno corporativo desempeñarán un papel distinto según nos encontremos ante la estrategia corporativa, la estructura de negocio, los modelos de financiación o el espíritu empresarial, y estas funciones a su vez deberán ser moduladas a lo largo de la vida de la empresa.

Una vez expuesta la influencia que presenta la fase concreta del ciclo de vida de la empresa sobre la elección de las funciones esenciales que deberá desempeñar el gobierno corporativo, pasamos a analizar la variación de poder que ostentan unos agentes sobre otros según la etapa en la que se encuentre la empresa.

3. EL PODER DE LOS ACTORES CLAVE A LO LARGO DE LA VIDA DE LA EMPRESA.

3.1. El poder del director general VS El poder del presidente ejecutivo.

Vamos a ver cómo en cada etapa del ciclo de vida de la empresa el poder de cada agente es diferente, para ello más adelante estudiaremos el rol que desempeña el consejo de administración de las compañías como órgano corporativo que representa el reparto de poder entre los distintos agentes.

En primer lugar, analizaremos de manera especial la figura del director general de la empresa y del presidente ejecutivo del consejo de administración a través del estudio llevado a cabo por Harjoto y Jo (2009), el cual aborda la siguiente cuestión ¿En qué etapas de la vida de la empresa es adecuada una concentración de poder en manos del director general y en qué fases sería más adecuado repartir este poder entre los demás miembros que conforman el Consejo de Administración? Antes de responder a esta pregunta debemos añadir que, para nuestra revisión es necesario comparar la fuerza que presentan ambas figuras sobre el gobierno corporativo, ya que por un lado el director general es el máximo referente a nivel interno en la empresa y por otro lado en el puesto del presidente ejecutivo reside la gestión y representación desde un punto de vista corporativo externo.

La principal diferencia que existe entre ambos actores reside en las funciones que desempeñan, así aquellas que realiza el director general se basan en dirigir la compañía a nivel interno en el día a día siendo el principal punto de unión entre las operaciones corporativas y el consejo de administración, por otra parte, el presidente ejecutivo del consejo de administración junto con los demás consejeros es el encargado de la gestión y representación de la compañía siendo estas funciones cada vez más exigentes. En definitiva, las decisiones que toma el consejo de administración son guiadas por el presidente ejecutivo y ejecutadas por el director general (Banerjee, A., Nordqvist, M., y Hellerstedt, 2020). Además, respecto a ambas figuras se han realizado numerosas investigaciones sobre la decisión de optar o no por la misma persona para ocupar el cargo de presidente ejecutivo y el de director general, ya que se trata de una decisión estratégica que supondrá implicaciones en el desempeño y se encuentra a la orden del día en el mundo empresarial. Parece ser que, aún sin existir consenso sobre este aspecto existe una

tendencia a pasar de la dualidad de cargos en la misma persona a la separación de puestos en personas diferentes de forma que se distinga claramente entre las funciones encomendadas a cada una de las figuras dentro del consejo de administración (“Power Decouples”, 2019 y Sun, 2019), esta tendencia tiene su fundamento en numerosas investigaciones académicas que afirman que, cuando el director general es también presidente ejecutivo el riesgo de corrupción y de malas conductas asciende (Banerjee, A., Nordqvist, M., y Hellerstedt, 2020).

Antes de responder a la pregunta planteada, como antecedentes relevantes debemos de recordar dos teorías contrapuestas que establecieron un primer acercamiento a la respuesta;

En primer lugar, la teoría de la agencia de Jensen y Meckling (1976), la cual defiende la unidad de la figura del director general, alegando que la dualidad o pluralidad de consejeros puede afectar negativamente a la función de supervisión y control, y por consiguiente al rendimiento de la compañía debido a la dispersión entre los directivos.

En segundo lugar, la teoría de la administración propuesta por Muth y Donaldson (1998), este modelo afirma que la diversidad en la existencia del Consejo de Administración puede aportar sinergias positivas en cuanto al rendimiento y el valor de la empresa se refiere debido a la unidad de liderazgo y control que preconiza.

Volviendo al objeto del estudio, con el propósito de obtener una respuesta a la cuestión planteada lo más acertada posible se utilizaron indicadores financieros como el activo, el patrimonio neto y las reservas para determinar el rendimiento de las compañías siguiendo el modelo establecido por DeAngelo, DeAngelo, y Stulz (2006). Bien pues los datos obtenidos de una gran muestra de empresas entre los años 1995 y 2005 confirman que, en las etapas iniciales de la vida de las empresas, durante la fase emergente y de crecimiento en el modelo de James (1973), es altamente beneficioso para el futuro de la entidad que el poder en la toma de decisiones estratégicas, así como las políticas de control residan en la figura del director general combinada con otros directivos y exista una descentralización de poder entre las partes que componen el Consejo de Administración con el objetivo de conseguir un mayor equilibrio. Sin embargo, una excesiva descentralización del poder entre los distintos cargos conforme la compañía va

superando las primeras etapas, será perjudicial para los grupos de interés en general y para la compañía en particular, ya que una vez alcanzada la madurez las empresas deberán apostar por una mayor centralización de poder en manos del director general otorgándole la totalidad de poder en aras de salvaguardar la continuidad de la entidad en el mercado. Por tanto, la solución confirmada por esta investigación supone el dominio de la teoría de la administración sobre la teoría de la agencia en las fases iniciales del ciclo de vida, en cambio una vez alcanzada la madurez la teoría de la agencia primará sobre la teoría de la administración.

Una vez acotada la figura del director general como encargado de dirigir la empresa, ahora debemos estudiar la figura del presidente ejecutivo quién es encargado de dirigir el Consejo de Administración. Esta figura representa en muchos casos el poder de decisión sobre la elección de la persona que ocupa el cargo de director ejecutivo y determinados miembros del Consejo, y en determinados casos la persona que ostenta el cargo de director general también puede ser presidente del consejo de administración de la compañía. Esta acumulación de poder en una misma persona puede derivar en un perjuicio para la compañía al encontrarse sesgadas las decisiones de nombramiento de los diferentes miembros por falta de objetividad, pudiendo darse la nominación preferente de otros miembros del Consejo o incluso la auto-nominación de su propio cargo. Por este motivo, los investigadores alegan que a priori la separación entre la figura del director general y del presidente ejecutivo, con respecto a la selección de los distintos cargos salvaguardará en mayor medida los intereses y beneficios de los *stakeholders*. (Harjoto y Jo, 2009)

Con respecto al valor de la empresa, los resultados confirman que la combinación de los cargos de director general y presidente ejecutivo en la misma persona afectan negativamente al valor de la empresa, no obstante, atendiendo únicamente al rendimiento operativo, el impacto de esta acumulación de poder será positiva sobre las compañías en las fases iniciales y negativa una vez alcanzada la madurez. (Harjoto y Jo, 2009) Sin embargo, parece confirmada la corriente que afirma que la dualidad de cargos o la separación de roles puede ser útil en diferentes situaciones y puede tener un efecto negativo si se implementa en el momento equivocado (Banerjee, A., Nordqvist, M., y Hellerstedt, 2020).

Por todo lo anteriormente expuesto, afirmamos que la teoría del ciclo vital está fuertemente ligada a su vez, con la concentración y la descentralización de poder de los directores generales, y con el rendimiento operativo de las empresas. (Harjoto y Jo, 2009)

3.2. Formación consejo de administración (Poder directivos VS Accionistas externos)

Una vez establecida la relación entre las figuras del director general y el presidente ejecutivo las cuales condicionan en gran parte el futuro de las compañías, vamos ahora a ver en detalle la figura del Consejo de Administración como el órgano que representa el reparto de poder entre los distintos actores teniendo encomendadas las funciones de gestión y representación de la sociedad. Este órgano determinará en gran medida la actuación del gobierno corporativo de una empresa, y es por este motivo por el que analizamos su formación, dicha formación a su vez dependerá del peso que ostenten los distintos grupos de interés.

Aunque parezca claro que la introducción de este órgano en una sociedad siempre es beneficiosa para el conjunto de *stakeholders* en la medida que la financiación externa puede permitir un mayor y mejor desarrollo de la compañía, para Lynall et al (2003) la inclusión del consejo de administración en algunos casos puede suponer una especie de intrusión, ya que cuando entra en funcionamiento este órgano existe a priori una separación entre la propiedad y la gestión traduciéndose en un intercambio de poder de la figura del director general a los financieros externos. Independientemente de la disparidad entre opiniones en lo que se refiere a la inclusión de este órgano en las empresas, está claro que actualmente la labor de este órgano es necesaria para encontrar cierto equilibrio entre los distintos intereses que presentan los grupos de interés tanto internos como externos, por ello nos centraremos a continuación en conocer la influencia que ejercen los directivos y accionistas como actores claves en la formación y composición del consejo de administración en las distintas fases del ciclo de vida.

Con respecto a la composición del consejo de administración, tras el análisis realizado por Lynall et all (2003) sobre las distintas teorías que a lo largo de la historia han tratado de explicar la relación entre el consejo de administración y los grupos de interés de la compañía, ha llegado a la conclusión de que serán determinantes los siguientes factores;

el poder relativo del presidente ejecutivo, del director general, y de los financieros externos y la etapa del ciclo de vida por la que atraviese la compañía en el momento de su creación.

En el momento de formación del consejo parece claro que los dos pilares básicos para la organización son por un lado el director general y por otro lado los financiadores externos, por ello serán estas dos partes las que tendrán mayor influencia sobre la composición del Consejo (Mitchell, Agle y Wood, 1997), esto es debido a la urgencia y la importancia de la demanda de estos agentes sobre la organización (Mitchell et al, 1997; Wartick y Mahon, 1994) Entre estas dos partes la existencia de un equilibrio de poder es esencial para el futuro de la compañía ya que si hay un excesivo dominio sobre este órgano por alguna de las partes puede verse comprometida la continuidad y el crecimiento de la empresa. El primer caso ocurriría cuando la composición de un consejo de administración se crea bajo el dominio del director general sobre los demás miembros, así en el momento de la constitución de dicho órgano y en las posteriores renovaciones probablemente prevalecerá la continuidad de sus miembros. El segundo caso se daría si en cambio el dominio sobre este órgano lo ostentan los financieros externos, lo que se reflejará probablemente en la continua recomposición del consejo. Esta situación conduciría a un conflicto entre las partes por la defensa de los intereses contrapuestos del director general y de los inversores, por este motivo, las empresas deberán procurar una composición equilibrada del consejo de administración. (Lynall, 2003) Este acercamiento sobre la influencia que muestran determinados stakeholders sobre la creación y composición del consejo de administración es coherente con el punto de vista de Daily y Schwenk (1996) quiénes consideran la relación que existe entre varias condiciones concurrentes y las configuraciones de gobierno dominantes o equilibradas.

Una vez considerado que, el reparto de poder entre los miembros del consejo de administración tiene una influencia directa sobre la composición de dicho órgano, ahora vamos a ver como la fase del ciclo de vida en la que se encuentra la compañía también será determinante en su formación;

En la primera fase de la vida de la compañía, en la que se haya conformado este órgano generalmente tras la decisión de recurrir a fuentes de financiación externas, los nombramientos de sus miembros serán reflejo del dominio de poder de unos agentes sobre otros, dada la inseguridad en el ejercicio de la función de gestión estos actores recurrirán

a las personas que se encuentren dentro de sus redes sociales, así si el director general ostenta un mayor poder sobre el órgano se verá reflejada la composición del consejo por su red social en cambio, si los financiadores externos son quienes ostentan el dominio los nombramientos vendrán determinados por la red social de estos. (Lynall et al 2003)

Más adelante, cuando tanto la empresa en general como el consejo de administración en particular atraviesan por la **etapa de crecimiento**, la cantidad de miembros que conforman el equipo directivo aumenta, y por consiguiente existirá una mayor cuantía de iniciativas de gestión empresarial en marcha. Desde el punto de vista de la dirección, ante la situación de prevalencia de unas iniciativas frente a otras tomadas por distintos miembros que ocupan cargos en la dirección de la empresa incluido el director general, surge el interés de tomar parte en las decisiones sobre el nombramiento de los puestos del consejo de administración. En esta fase de la vida de la empresa el equipo directivo en su conjunto, suele mostrar un gran compromiso financiero y psicológico con la organización (Quinn y Cameron, 1983), prueba de ello es el reconocimiento que le otorgan los miembros del equipo directivo al consejo de administración como activo potencial para asegurar los recursos que ostenta la sociedad, y reducir las incertidumbres en cada una de sus áreas de responsabilidad, de ahí surge la necesidad de la inclusión de sus perspectivas en la selección de los miembros del consejo de administración y en el papel de éste, ya que de esta forma se velará en mayor medida por el futuro y la estabilidad de la organización (Boyd, 1990; Hillman et al., 2000; Pfeffer y Salancik, 1978). Desde la perspectiva de los financiadores externos, en esta etapa en la que existe un equipo directivo más amplio y cohesionado las decisiones que radican del núcleo interno de la compañía irán encaminadas a la estabilidad de la organización, dejando en un segundo plano la responsabilidad frente a los inversores externos y las políticas encaminadas a ofrecerles una mayor transparencia, por tanto estos agentes buscarán establecer una mayor legitimidad en el entorno financiero externo con el propósito de obtener el reconocimiento de sus intereses en las actuaciones de la organización otorgándole al consejo de administración un gran valor (Certo, Daily y Dalton, 1996)

Llegados a este punto, si los directivos ostentan un poder superior frente a los financieros externos procurarán exclusivamente la estabilidad de la compañía, en cambio si los inversores externos cuentan con un mayor poder en el consejo de administración buscarán la transparencia y legitimidad de las políticas internas de la compañía. (Lynall et al 2003)

Por último, en la **etapa de madurez**, las organizaciones suelen tener una estructura estabilizada y procesos de toma de decisiones muy institucionalizados, por ello se hace hincapié en la descentralización, el equilibrio en el dominio y la continua renovación. Un ejemplo latente del paso por esta etapa sería cuando las organizaciones buscan financiación para su salida a bolsa, en estos casos surge lo que denominamos una transición en la gestión, es decir antes de la salida a bolsa residía el poder de gestión en los miembros de la familia y una vez la compañía deja de ser privada la familia no dirige la gestión, sino que son compensados con una participación en la propiedad en lugar de una participación en la gestión.

Por esta razón entre otras, el consejo de administración suele tener un fuerte componente externo durante la etapa de madurez de las compañías, ya que existe una fuerte dependencia de las compañías con los inversores externos, así para el futuro de la compañía deberán alinearse los intereses internos de la dirección con aquellos que muestran los agentes externos. (Lynall et al 2003)

Como expusimos al comienzo de nuestra investigación, debido a los antecedentes insatisfactorios guiados por el fraude que han experimentado algunos de los actores claves externos a la empresa, en mayor parte los accionistas, resulta necesario poner de manifiesto la importancia que debe ostentar **la transparencia y la legitimidad** en una organización. Tras revisar diferentes estudios académicos vemos que ambas variables recibirán un tratamiento diferente según la fase concreta en la que se encuentre la empresa, por lo cuál habrá que estudiar la relación que existe entre estas fuentes de poder de gobierno de la empresa y la teoría del ciclo de vida de la empresa, para ello resulta imprescindible examinar el consejo de administración.

3.3. Transparencia (Revelación de información)

En primer lugar estudiamos la revelación de información, por ser la principal función corporativa encaminada a conseguir la transparencia, entendida ésta última como la forma de exponer a los diferentes grupos de interés el modo de actuar de la empresa en los aspectos críticos e importantes del negocio. Consideramos esencial poner en relación la transparencia con el gobierno corporativo, puesto que existe consenso en que la transparencia es un indicador de la calidad que ostenta el gobierno corporativo dentro de una compañía. Según la organización no gubernamental Transparency International

(2009) la extensión de los informes que publican las empresas sobre el modo de afrontar las prácticas anti-corrupción es un buen indicador de los esfuerzos que realizan estas compañías para combatir internamente contra estas prácticas. Además, esta fuente de poder es objeto de análisis por muchos investigadores por desarrollar un papel fundamental dentro del gobierno corporativo, ya que la revelación de información es considerada como un instrumento clave para el buen desarrollo de la compañía. Tal y como decíamos, parece que este aspecto del gobierno corporativo no debe ser idéntico durante la vida de la compañía, sino que este debe cambiar y adaptarse según el momento concreto en el que nos encontremos, aun así, deberá cuidarse este aspecto especialmente cuando la compañía atraviesa la fase de madurez al existir aquí un mayor número de grupos de interés críticos que exigirán más transparencia.

Para demostrar la importancia que juega en este ámbito el papel del ciclo de vida de la compañía nos apoyamos en un estudio llevado a cabo por Bakarich, Hossain y Weintrop (2017) que revela los cambios que surgen a lo largo de la vida de la organización atendiendo al informe 10-k, se trata de un informe anual que deben de presentar aquellas empresas que cotizan en bolsa sobre sus resultados financieros y que exige la SEC, la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos, concretamente a través de la complejidad, el tono y el sentimiento. Las variables utilizadas para medir los tres componentes del informe 10 k son; el índice de bog, el tamaño del archivo y las palabras para la complejidad; el negativo y el neto positivo para el tono; por último, la ambigüedad y la fortaleza para el sentimiento. Los resultados obtenidos de una muestra de 24.268 empresas analizados en el período comprendido entre los años 2000 y 2014 ponen de manifiesto que las diferentes etapas de la vida de una empresa determinan diferentes características textuales, en el estudio en orden de obtener conclusiones más consistentes se elimina la cuarta etapa de regeneración de las compañías. A continuación, entramos a valorar las conclusiones abstraídas del estudio;

Si nos fijamos en la complejidad, los resultados afirman que durante las fases primeras de introducción y crecimiento junto con la fase final de declive existe una asociación con los 10-ks más compleja y menos legible. Cuando las empresas actúan en un entorno más volátil de expansión y marcado por la gran incertidumbre, es decir durante la fase emergente y la de crecimiento, la información incluida en el 10k resulta ofuscada, también surge esta situación cuando la compañía se encuentra en la etapa final de su vida, el

declive, donde imperan los resultados negativos y la ausencia de rentabilidad. Por tanto, queda confirmada la hipótesis planteada por Li (2008), la cual establecía que las empresas que muestran una relación estrecha entre el mercado y el valor contable tienen asociados unos 10k menos legibles y más complejos, además se convalida lo que adelantaba Bloomfield (2008) en lo relativo a la gestión, esto es que los directivos tratarán de ofuscar información en etapas de crecimiento para reducir el impacto en el precio de las acciones. En cambio, si nos encontramos en la fase de madurez, las empresas tendrán informes 10ks más legibles y sin a penas mostrar complejidad. Esta fase se caracteriza por la incertidumbre informativa, una menor asimetría y una gran cantidad de accionistas lo que supone una menor ofuscación, de esta manera resultan informes anuales más sencillos. (Bakarich, Hossain y Weintrop, 2017)

Con respecto al tono, la medición aportada por el análisis distingue entre las tres etapas iniciales del ciclo vital de la compañía; introducción, crecimiento y madurez, donde los informes anuales presentan con carácter general un tono globalmente positivo, y la fase final de declive, en la cual, debido al escenario de actuación sus informes son significativamente más negativos y menos positivos generalmente (Bakarich, Hossain y Weintrop, 2017)

Por último, el análisis realizado al sentimiento, los resultados muestran que durante la fase de introducción y la fase de declive las empresas suelen expresar mayores sentimientos de ambigüedad en sus informes anuales a la vez que muestran una mayor confianza. Sin embargo, las etapas de crecimiento y madurez generan en las compañías una menor ambigüedad y confianza por tanto se sitúan en puntos completamente dispares entre sí (Bakarich, Hossain y Weintrop, 2017)

A través del estudio llevado a cabo por Bakarich, Hossai y Weintrop (2017) sobre el análisis de la complejidad, el tono y el sentimiento como aspectos claves en la revelación de información podemos afirmar que la relación que planteábamos de esta fuente de poder de gobierno con el ciclo de vida de la empresa presenta un vínculo estrecho.

3.4. Formación y composición del consejo de administración (Legitimidad)

Ahora, pasamos a ver la legitimidad como condición necesaria en las empresas en igual o mayor medida que la transparencia, ya que la ausencia del cumplimiento de los requisitos legales impuestos a las compañías es una práctica común que se debe erradicar porque los grupos de interés vienen exigiendo cada vez más un fuerte compromiso de la empresa en la búsqueda y el cumplimiento de la legitimidad. A todo esto debemos añadir el papel que desempeña el gobierno corporativo ante esta exigencia, pues a modo de síntesis su cometido se fundamenta en ser responsable del cumplimiento de la legitimidad perseguida en las organizaciones.

Para mostrar los aspectos esenciales de la legitimidad nos apoyamos en una teoría del gobierno corporativo que tiene en cuenta el entorno dinámico de las organizaciones referido a su ciclo de vida con el propósito de determinar la alineación existente entre las características del consejo de administración y el alcance de la legitimidad corporativa. La decisión de realizar el análisis individual del consejo de administración en cada una de las etapas de la vida de la empresa viene fundamentada por la obtención de mejores conclusiones que las ofrecidas por las investigaciones realizadas que no establecen diferencias entre las distintas etapas de la vida de las organizaciones.

Por desempeñar la composición del consejo de administración un rol clave en la búsqueda de la legitimidad de la empresa, hemos abordado la composición de dicho órgano puesta en relación con la función sustantiva y simbólica que desempeña el consejo con respecto a la legitimidad en las organizaciones (Mizruchi, 1996; Zimmerman & Zeitz, 2002; Certo, 2003).

Para alcanzar la legitimidad en una compañía debemos implementar lo que se conoce como estrategias de legitimación, de acuerdo con Ashforth y Gibbs (1990) y Deephouse y Carter (2005) estas estrategias se definen como los cambios que se originan en las prácticas de la empresa destinadas a transmitir la conformidad de la empresa con las expectativas del entorno. Según los científicos que han estudiado este campo de investigación; las acciones emprendidas por la empresa como parte de su estrategia de legitimación afectan de manera directa tanto a la composición del consejo de administración como a la estructura y al papel que desempeña dicho órgano (Stoker,

1998; Certo, 2003; Arthaud-Day et al., 2006; Higgins & Gulati, 2006; Monk, 2009). Dada la importancia que ocupan entre las prácticas de gobierno de las empresas aquellas acciones que se centran en sus estrategias de legitimación, sugerimos que dichas estrategias enfocadas en ganar, mantener o reparar la legitimidad de una organización se conseguirán realizando las modificaciones pertinentes en las características del consejo de administración (Epstein y Votaw, 1978; Ashforth y Gibbs, 1990). Con respecto a la necesidad de implementar estos cambios, analizamos; el tamaño del consejo, la proporción de consejeros independientes, el capital del consejo y la diversidad del consejo; estas cuatro características del consejo de administración conforman el foco central de las investigaciones realizadas sobre la gobernanza de las empresas (Daily, Dalton y Cannella, 2003) (Dalton y Dalton, 2011), (Johnson, Schnatterly y Hill, 2013)

A continuación, detallaremos la evolución propuesta por Perrault y McHugh (2015) de cada una de las características mencionadas, tras la influencia de las estrategias de legitimación de las empresas a lo largo de su ciclo de vida;

3.4.1. Tamaño del consejo de administración.

De acuerdo con las investigaciones realizadas, existe un consenso bastante generalizado en que la etapa de la vida de la empresa influye de manera determinante sobre el tamaño de los consejos de administración, además según el estudio llevado a cabo por Perrault y Mchugh (2015) el tamaño, y por tanto el número de consejeros, aumentará de forma progresiva a lo largo de las diferentes fases del ciclo de vida, siendo el consejo de administración más numeroso en la etapa de declive de las compañías. Para una mejor ilustración de estas asunciones veremos por separado cada fase;

Así en **la primera etapa**, la que llamamos emergente, existen numerosas razones por las que el tamaño de este órgano será reducido, de entre todas ellas la principal es que la propiedad permanece muy concentrada, y, por consiguiente, aparecen menos grupos de interés a los que rendirles cuentas (Jawahar y McLaughlin, 2001). Como veíamos en las funciones del gobierno corporativo, aquellas funciones que tienen como cometido la puesta en marcha de acciones estratégicas suelen darse mayormente durante la inmadurez de las empresas, a esto sumamos que las empresas en este momento de su vida necesitan una mayor rapidez en la toma de decisiones, así es evidente que un consejo de

administración pequeño será más adecuado y eficiente en el desempeño de sus funciones (Goodstein, Gautam y Boeker, 1994; Dalton et al., 1999; Garg, 2013). En definitiva, un consejo de administración pequeño y compuesto por directivos enteramente implicados en la actividad empresarial permitirá a las empresas ganar legitimidad.

Una vez atravesada la fase emergente, en la **etapa de crecimiento** las empresas pretenden adquirir legitimidad con el objetivo de atraer inversores externos del mercado en el que operan. Esta legitimidad se suele alcanzar a través de nombramientos estratégicos en el consejo de administración, es decir, se nombran a directores que cuenten con determinado prestigio y sean independientes a la compañía para ocupar nuevos puestos en el consejo de administración y aumentar el tamaño del mismo, esta situación es más frecuente aún cuando las compañías se preparan para salir a bolsa.

Las empresas cuando alcanzan la **etapa de su madurez** se vuelven más complejas además de contar con un mayor número de partes interesadas, por ello necesitarán ampliar su estructura con nuevos directores para abordar las nuevas cuestiones a las que se enfrentan. De esta forma, tal y como señalan Freeman y Evan, (1990) las empresas maduras para afianzar su legitimidad suelen ampliar el tamaño del consejo de administración nombrando a distintos representantes de cada uno de los principales grupos de interés con el propósito de defender los intereses de las partes interesadas en la organización. Así queda demostrado por los siguientes autores (Hillman, Shropshire y Cannella) 2007 y Bonn y Pettigrew (2009), que la existencia de un consejo de administración más grande en las empresas maduras conducirá a un mayor escrutinio y ejercerá una mayor presión para cumplir con las expectativas de los grupos de interés.

Por último, la **fase de declive** de las organizaciones viene marcada igualmente por un aumento de los miembros que componen el consejo de administración, ya que acercándose el desenlace las empresas buscan recuperar a toda costa la confianza y el apoyo de los distintos grupos de interés, y de esta manera tener la oportunidad de acceder de nuevo a potenciales inversores que aporten los recursos necesarios para estimular el crecimiento (Hambrick y D'Aveni, 1992).

Podríamos cerrar esta parte una vez demostrado el beneficio que supone para las empresas en términos de alcance de legitimidad, aumentar el tamaño del consejo de administración a medida que atraviesan las fases de su vida como adelantaban Perrault y Mchugh (2015).

3.4.2. Proporción de consejeros independientes.

A continuación, vamos a mostrar de manera detallada cómo la independencia del consejo de administración es distinta dependiendo de la concreta fase del ciclo de vida en la que se encuentre la organización;

Durante **la fase primera**, como venimos repitiendo a lo largo de la presente investigación, las empresas centran sus esfuerzos en desarrollar su adaptabilidad estratégica (Zimmerman y Zeitz, 2002; Navis y Glynn, 2011), es por ello, por lo que el consejo se compondrá en mayor proporción por directivos que se dedican eminentemente a encaminar el funcionamiento interno de la organización (Baysinger y Hoskisson, 1990) y (Goodstein, Gautam y Boeker, 1994). En esta línea de argumentación parece congruente lo sostenido por Garg (2013), quién afirma que la independencia de los miembros del consejo durante la etapa emergente de las empresas no es tan esencial como en las siguientes fases, esto es debido a que los intereses de los directivos están íntimamente relacionados con aquellos intereses que muestran los propietarios de la empresa.

La situación es distinta una vez alcanzada la **etapa de crecimiento**, aquí normalmente las empresas necesitan adquirir una mayor legitimidad ante los potenciales inversores, por tanto, se pondrá el foco de atención en la función de supervisión de la gestión y la demostración de la independencia del consejo de administración (Certo, 2003). Una mayor independencia de dicho órgano suele conducir a la legitimidad de las empresas con respecto a sus inversores, así se recomienda para alcanzar mayor legitimidad, que dada una determinada dimensión del consejo de administración el único consejero no independiente sea el director general. Entendemos por consejero independiente es aquel miembro que no es funcionario o empleado de la empresa y que no presenta ninguna relación que pueda interferir con el ejercicio de realizar un juicio independiente.

Llegados a la **fase de madurez**, como veíamos anteriormente las empresas presentan un escrutinio aún mayor en las prácticas de gobierno corporativo, además en esta etapa suele

abundar entre los grupos de interés la figura de los analistas, por lo cual el consejo de administración deberá estar formado por un mayor número de consejeros independientes.

Finalmente, en la **etapa de declive** la independencia dentro de este órgano cobra el máximo sentido, ya que las políticas corporativas irán encaminadas a mantener la confianza de los accionistas en la empresa y buscar nuevos inversores. En esta etapa suele cambiar la composición de dicho órgano de manera drástica incluyendo a personas ajenas a la empresa que aportan perspectivas diferentes para implementar un cambio estratégico en la dirección de la empresa (Cannella y Lubatkin, 1993)

En cuanto a la independencia de los consejeros como fuente de legitimidad en la empresa, debemos sacar a colación los estudios realizados por Boone et al., (2007), Coles, Daniel y Naveen, (2008), y, Lehn, Patro y Zhao, (2009) dónde se pone de manifiesto que la independencia del consejo de administración aumenta con el tamaño, la complejidad y la diversidad de la empresa, la cual irá creciendo a medida que se atraviesan las distintas etapas del ciclo de vida. Por tanto, de acuerdo con las investigaciones llevadas a cabo por Perrault y Mchugh (2015), los argumentos expuestos nos llevan a la conclusión de que los consejos de administración de las empresas presentan una proporción creciente de consejeros independientes a medida que las empresas avanzan en su ciclo de vida.

3.4.3. Capital del consejo de administración.

El capital con el que cuenta un consejo de administración abarca tanto el ámbito humano como el aspecto social de los consejeros, por tanto, no solo se tienen en cuenta las experiencias, y las habilidades de sus miembros, sino que también se valora su red de relaciones. El prestigio de los miembros que conforman dicho órgano será medido principalmente por la pertenencia a consejos de administración de otras compañías y la ocupación de altos cargos en distintas empresas. (Pfeffer y Salancik, 1978) y (Filatotchev y Bishop, 2002)

Las empresas en la **fase emergente** ganan legitimidad si actúan de acuerdo con los intereses de los grupos de interés dominantes; clientes, accionistas y proveedores, ya que son ellos quiénes proporcionan la mayor fuente de capital. La forma de conseguir esta legitimidad puede ser a través de la elección de la persona que ocupa un puesto en el

consejo de administración, deberán ser consejeros que transmitan conformidad con los valores y creencias generalmente aceptados por la compañía, es decir las organizaciones deberán buscar un alto capital humano y social en los miembros que componen este órgano (Zimmerman & Zeitz, 2002). En la continuación de esta fase, es decir durante el **crecimiento**, la constante búsqueda de nuevos accionistas que le proporcionen recursos a las empresas hace que en términos de legitimidad los consejeros desempeñen un papel clave a la hora de influir en las percepciones favorables de los inversores potenciales.

Durante la **madurez** de las empresas, la búsqueda del mayor capital humano y social en la búsqueda de consejeros pasa a un segundo plano, ya que prevalecerá la obligación moral de las empresas lo que supondrá, como adelantábamos anteriormente, la designación de miembros que representen a los distintos grupos de interés que pueden verse afectados por las decisiones corporativas. (Luoma y Goodstein, 1999) En este contexto, la empresa al tener un mayor tamaño y ser más visible tiende a ser evaluada por los grupos de interés y estos otorgan mucha importancia a la preocupación por el bienestar social, siendo esta una señal positiva de transmisión de legitimidad (Musteen, Datta y Kemmerer, 2010). En esta misma línea aparece el **declive** de las empresas, debido al constante análisis y la evaluación a la que se ve sometida la organización, se les debe ofrecer un puesto en el consejo de administración a las partes que sean críticas para la supervivencia de la compañía.

Vemos como el capital de los consejos de administración presenta una evolución a lo largo del ciclo de vida de la empresa, así en las primeras etapas prevalecerá el capital humano y social de los consejeros mientras que en las etapas finales de su vida primará otorgarle un lugar en el consejo a aquellos miembros que representen los grupos de interés críticos. Por tanto, podemos decir que a medida que atraviesan las etapas de su vida las empresas mostrarán una necesidad decreciente del capital del consejo y a la misma vez creciente de representación de los grupos de interés críticos. (Perrault y Mchugh, 2015).

3.4.4. Diversidad de consejo.

Finalmente, dentro del consejo de administración destaca la cualidad de la diversidad, se trata de un concepto emergente en los estudios de gobierno corporativo y gestión estratégica (Huse y Gabrielsson, 2012) (Kirsch, 2018), debido a que actualmente las

empresas se enfrentan a una mayor presión para trabajar activamente en la creación de juntas y empresas diversas (Banerjee, A., Nordqvist, M., y Hellerstedt, 2020). Según Carter, Simkins y Simpsons (2003) esta característica comprende principalmente la raza y el género de sus miembros, aunque recientemente la mayoría de las investigaciones se centran en el género en lugar de en la raza debido a que los puestos del consejo de administración han venido estando ocupados mayormente por hombres (Cook y Glass, 2014) (Helfat , Harris y Wolfson, 2006) (Oakley, 2000) (Ryan y Haslam, 2007), en palabras de Nielsen (2010), Tasheva y Hillman (2019), y Van Knippenberg y Mell, (2016) la diversidad, más allá de la búsqueda de equilibrio étnico o de género, se trata de un concepto más complejo y multidimensional. En los últimos años, la apuesta por la diversidad de los consejos de administración ha experimentado un crecimiento exponencial en las empresas, así vemos como cada vez son más comunes las propuestas realizadas por aquellos miembros representativos de los grupos de interés con el propósito de que las organizaciones faciliten información detallada sobre la diversidad respecto a las mujeres y las minorías en los consejos de administración (Perrault, 2014). El amplio abanico de normas reguladoras de la diversidad en el consejo suele imponer mayores requisitos a las empresas durante su madurez que mientras atraviesan las fases iniciales, de esta forma en parte puede la diversidad del consejo pasar de tener un valor sustantivo a uno simbólico para conseguir la legitimidad de la empresa. A continuación, veremos cómo la diversidad adquiere un papel más importante a medida que aumentan los grupos de interés de la empresa.

Las empresas en **fase emergente** y de **crecimiento** valoran la diversidad de forma tangencial, es decir a través de la experiencia de los directores que contribuye a la innovación y al establecimiento de vínculos de capital, en cambio, las empresas **maduras** e incluso durante la fase de **declive** el valor otorgado a la diversidad tiene su razón de ser en la presión ejercida por los grupos de interés. Por este último motivo, las empresas que se benefician de una legitimidad establecida, normalmente a pesar de las expectativas de los grupos de interés no implementarán cambios reales en dicho órgano, la empresa recurrirá lo que denomina *Meyer y Rowan, (1977), Ashforth y Gibbs, (1990)*, la conformidad ceremonial, esto es básicamente a través de prácticas visibles que aboguen por la diversidad demuestran de forma explícita su legitimidad y realmente siguen actuando de la misma forma.

En vista de los argumentos dados, podemos decir que los consejos de administración presentan una mayor proporción de diversidad entre sus miembros a medida que atraviesan las distintas etapas de su ciclo de vida, sin embargo, esta diversidad comenzará siendo sustantiva en las primeras etapas y tomará un rol más simbólico en las fases finales (Perrault y Mchugh, 2015).

3.4.5. Capacidad real de las empresas para efectuar cambios en su consejo de administración.

Una vez atendidos los distintos caminos que a lo largo de la vida de las empresas se pueden seguir para conseguir la legitimidad, vamos a ver en qué medida las empresas tienen capacidad real para efectuar e implantar los cambios propuestos en su consejo de administración, otorgándole especial importancia a la estrecha relación que guarda esta capacidad real con el distinto poder que presentan cada una de las partes o grupos de interés de las organizaciones.

A pesar de que las empresas pretendan incluir cambios en la composición del consejo de administración, distintos elementos estructurales y racionales pueden suponer verdaderas trabas a la discrecionalidad de las compañías para llevar a la práctica dichos cambios. Entre los distintos elementos condicionantes, podríamos destacar el poder del director general puesto en relación con el poder que presentan los inversores financieros de la compañía (Lynall et al 2003), además, podemos catalogar como determinantes de esta capacidad de las empresas el arraigo de los consejeros (Walsh y Seward, 1990), la estructura de propiedad de la empresa (Denis y Sarin, 1999), o incluso la clasificación de los consejos de administración (Faleye, 2007).

Con carácter general, el director general o los inversores que invierten en la compañía son muy conscientes de las características que debe cumplir el consejo de administración para ganar legitimidad, normalmente estos actores reflejan la totalidad del poder de decisión durante las etapas iniciales de la vida de la empresa. En cambio, como hemos podido ver a medida que la compañía atraviesa sus distintas fases este poder se va descentralizando, otorgando a diferentes grupos de interés representación en este órgano, así el consejo de administración suele desligarse de esta fuerte consciencia de legitimidad

de la empresa prevaleciendo los intereses propios de cada parte interesada. Por esta razón, las conclusiones con respecto a la capacidad real de las empresas para realizar cambios en el consejo de administración dadas por Perrault y Mchugh (2015) afirman que; las organizaciones que atraviesan las fases emergente y de crecimiento suelen tener una mayor capacidad para efectuar un cambio rápido en las características del consejo de administración referidas a su estrategia de legitimación que las empresas que se encuentran en las fases finales de su vida.

Por último, a modo de síntesis vamos a incluir dos cuadros en los que recopilaremos los aspectos del gobierno corporativo estudiados a lo largo del presente trabajo puestos en relación con las fases del ciclo de vida de la empresa.

GOBIERNO CORPORATIVO // CICLO DE VIDA	FASE EMERGENTE	FASE CRECIMIENTO	FASE MADUREZ	FASE DECLIVE
PRESIDENTE EJECUTIVO VS DIRECTOR GRAL	El poder en la toma de decisiones estratégicas deberá repartirse entre los directivos. La acumulación de cargos en una misma persona podrá ser perjudicial o beneficioso según las condiciones concretas.	El poder debe mantenerse en la figura de los directivos de forma descentralizada. La acumulación de cargos en una misma persona podrá ser perjudicial o beneficioso según las condiciones concretas.	Sobre el cargo del director general deberá recaer un poder de manera más centralizada. La acumulación de cargos en una misma persona podrá ser perjudicial o beneficioso según las condiciones concretas.	En este momento ambas figuras quedan desplazadas por la influencia de los grupos de interés de los que depende el futuro de la compañía, por tanto, deberán estos cargos servir a sus intereses a través de la descentralización de poder.
DIRECTIVOS VS ACCIONISTAS EXTERNOS (Consejo de Administración)	Los nombramientos dentro de dicho órgano vendrán determinados por la red social de aquellos que ostenten mayor poder, bien los directivos o bien los financiadores externos	Si el poder de los directivos es superior las decisiones estratégicas buscarán la estabilidad de la compañía. En cambio, cuando los accionistas ostentan mayor poder exigirán legitimidad y transparencia.	Debido a la dependencia de los inversores externos en esta etapa, primará la legitimidad y la transparencia en todo caso, y sobre todo se buscará la alineación de los intereses internos de la dirección con aquellos intereses	Debido a que la supervivencia de la compañía depende de los accionistas externos que existían en el momento de declive junto con los potenciales inversores, serán ambos interesados lo que ostenten la

			de los <i>stakeholders</i> externos.	mayor representación.
TRANSPARENCIA (análisis realizado a través de la complejidad, el tono y el sentimiento)	La información será compleja y poco legible, debido a la expansión y la volatilidad de los mercados. El tono será por lo general positivo. En el comienzo de la vida de la compañía los sentimientos expresados son ambiguos.	Al igual que en la primera etapa, la información será compleja y poco legible debido a la expansión y la volatilidad de los mercados. El tono se mantiene por lo general positivo. Una vez situadas las compañías en la etapa de crecimiento los sentimientos generan mayor confianza porque presentan una menor ambigüedad.	Alcanzada la madurez los informes son más legibles y apenas muestran complejidad, ya que el amplio número de accionistas hace que exista una menor ofuscación en la información. El tono sigue siendo en este momento por lo general positivo. Los sentimientos generan mayor confianza porque presentan una menor ambigüedad.	De nuevo la información es compleja y poco legible por causa de los resultados negativos que caracterizan esta fase. El tono a diferencia de lo que veíamos en las etapas previas, en esta fase resulta significativamente más negativo. Por último, los sentimientos expresados son ambiguos.

Hemos decidido incluir la legitimidad de manera individual por la especial importancia que en los últimos años ha cobrado este aspecto de la gobernanza en las empresas. El alcance de la legitimidad dependerá de la configuración de cuatro características del consejo de administración que veremos de manera resumida en la siguiente tabla;

LEGITIMIDAD // CICLO DE VIDA	FASE EMERGENTE	FASE CRECIMIENTO	FASE MADUREZ	FASE DECLIVE
TAMAÑO DEL CONSEJO	El tamaño será reducido por causa de la concentración de la propiedad y por consiguiente menos <i>stakeholders</i> a los que rendir cuentas.	En esta etapa aparecen los nombramientos estratégicos, es decir aquellos realizados atendiendo al prestigio profesional de los consejeros.	Los nombramientos llegados este punto reflejarán los intereses de cada uno de los grupos de interés.	Aumentará el número de consejeros con respecto a las fases anteriores, puesto que la compañía pretende recuperar la confianza perdida.

PROPORCIÓN DE CONSEJEROS INDEPENDIENTES	Los consejeros serán en su mayoría directivos internos, ya que la compañía buscará encaminar el funcionamiento interno de la organización.	Debido al aumento de potenciales inversores, la empresa deberá demostrar a las partes interesadas que el consejo cuenta con independencia, por lo que se incluirán en el consejo los primeros consejeros independientes.	En la etapa de madurez, al existir mayores partes interesadas, las compañías están inmersas en mayores procesos de comprobación y supervisión, por este motivo el número de consejeros independientes aumentará.	El consejo contará con un mayor número de consejeros independientes. Con la inclusión de consejeros ajenos que aporten perspectivas diferentes la compañía puede atraer a nuevos inversores, además de aumentar las posibilidades de recuperar la confianza de los accionistas.
CAPITAL DEL CONSEJO	Los consejeros seleccionados en esta etapa deberán transmitir a todas las partes interesadas conformidad con los valores y creencias aceptados por la compañía.	Cuando las organizaciones pretenden obtener recursos a toda costa, el capital del consejo debe ser abundante, ya que este aspecto será decisivo en la formación de las opiniones de los inversores potenciales.	Aquí el capital del consejo pasará a un segundo plano, prevalecerá la composición del consejo basada en la representación de los distintos <i>stakeholders</i> . Esto es debido a la existencia de numerosos conflictos de interés a la hora de la toma de decisiones corporativas.	Con mayor fundamento que en la etapa anterior el capital del consejo tomará una menor importancia, ya que será esencial ofrecer puestos en el consejo a los representantes de las partes que se consideren críticas para la supervivencia de la compañía.
DIVERSIDAD DEL CONSEJO	La diversidad se entiende como las contribuciones innovadoras y el establecimiento de capital que realizan los directivos gracias a su experiencia.	Al igual que en la fase emergente, la diversidad se entiende como las contribuciones innovadoras y el establecimiento de capital que realizan los directivos.	En línea con lo que hemos visto en los anteriores caracteres del consejo, la diversidad se funda en la presión ejercida por los <i>stakeholders</i> .	En la última etapa, se acentúa la presión ejercida por los grupos de interés de la compañía.

3. CONCLUSIONES.

Tras la investigación realizada sobre el poder de gobierno en la empresa hemos obtenido las siguientes ideas principales;

Aquellos académicos que han estudiado sobre nuestro tema de investigación ponen de manifiesto que existe relación entre ambas variables, gobierno y ciclo de vida de la empresa, sin embargo, la mayoría de las investigaciones realizadas toman como muestra empresas maduras dejando en un segundo plano las empresas que atraviesan sus primeras fases, por lo que sería conveniente establecer nuevas líneas de investigación sobre la gobernanza en las que se tomen como muestra variedad de compañías que se encuentren en distintas etapas del ciclo de vida de la empresa. A pesar de no encontrar suficientes estudios que hayan analizado empresas inmaduras, a través de la investigación realizada se ha puesto de manifiesto que las funciones que deben desempeñar los actores clave del gobierno, así como las políticas que tendrán que implantar tomarán una relevancia diferente a lo largo de la vida de la empresa, sin perjuicio de la valoración que sería conveniente que realizaran las empresas sobre el entorno antes de tomar determinadas decisiones.

Conforme a los argumentos proporcionados a lo largo del presente trabajo, podemos responder a la pregunta de investigación planteada confirmando que a medida que la empresa atraviesa las distintas fases de su ciclo de vida el poder dentro del gobierno corporativo va cambiando de manos entre los actores claves de la empresa que irán aumentando en número de forma progresiva. Cuando la empresa experimenta cierto crecimiento, también aumentan sus grupos de interés y cada parte afectada por el rumbo que tome la organización presentará determinados objetivos, el problema radica en que los propósitos presentados por cada *stakeholder* normalmente serán diferentes. Teniendo en cuenta esta situación habrá momentos en los que la prevalencia de poder de algunos agentes sobre otros supondrá que la decisión última sobre la dirección de la compañía solo la ostenten algunos, esto aparentemente puede entenderse como algo perjudicial para el futuro de la empresa, pero una vez realizado nuestro análisis podemos desmentir la suposición de que la concentración de poder en todo caso conlleva un resultado negativo para la organización.

A través de nuestro estudio hemos logrado demostrar que la composición y formación del consejo de administración será reflejo latente de esta distribución de poder entre los actores claves. El consejo de administración a efectos de gobernanza se considera el órgano que representa la distribución de poder entre sus miembros, esto es porque este órgano introduciendo la separación entre la propiedad y la gestión de la compañía busca el establecimiento de un equilibrio entre las distintas fuerzas que existen. De acuerdo con los resultados es evidente que la inclusión del consejo generalmente será beneficioso para la compañía en gran parte debido a las sinergias positivas que se crean a través de las distintas perspectivas mostradas por los diferentes grupos de interés. En contraposición, como aspecto negativo, una composición inadecuada del consejo durante los diferentes momentos de la vida de la empresa que genere demasiados conflictos de intereses puede ser extremadamente perjudicial para la empresa, por lo que deberán nombrarse a los miembros de este órgano con especial diligencia con el propósito de establecer equilibrio entre las fuerzas.

En cuanto a la transparencia se refiere, hemos confirmado que esta viene estrechamente ligada con la revelación de información y que sufrirá modificaciones a lo largo de la vida de la empresa. Esto es así debido a que las partes interesadas catalogan a las empresas como transparentes cuando estas transmiten de manera clara y cierta la información relevante a sus *stakeholders*. Por tanto, pensamos que siempre y cuando la relevación de información no sea de temas de los que dependa el futuro de la organización, es decir que se trate de información privilegiada, será beneficiosa para lograr la confianza de aquellos interesados en la compañía.

De manera adicional, hemos tratado las implicaciones prácticas que conlleva la formación y composición del consejo de administración sobre el alcance de la legitimidad en una empresa, principalmente observamos que el cambio de una fase a otra de la vida de la empresa exige acciones muy diferentes para lograr la legitimidad. Con el propósito de obtener resultados más consistentes, hemos distinguido entre las principales características del consejo de administración y las etapas del ciclo de vida de la empresa. Este concepto introducido recientemente dentro del ámbito del gobierno corporativo tiene una influencia mayor en las empresas cuando estas alcanzan grandes tamaños, sin embargo, debido a la importancia que está tomando la legitimidad en la realidad empresarial esta terminará por influir en igual medida en todas las etapas de la empresa.

En resumen, con este trabajo pretendemos demostrar a la ciencia y sobre todo a las empresas que gran parte del futuro de las compañías dependerá de un adecuado reparto de poder entre los miembros que influyen en la dirección de las empresas. Por último, añadimos que, para la correcta elección de numerosas decisiones, los miembros que cuentan con cierto poder en la empresa deberán conocer, además de las circunstancias concretas de la compañía, el momento concreto de la vida por el que atraviesa una organización.

4. BIBLIOGRAFÍA.

- Bakarich, K., Hossain, M., Hossain, M., & Weintrop, J. (2017). Company Life Cycle: Different Time, Different Tone. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3044464>
- Banerjee, A., Nordqvist, M., & Hellerstedt, K. (2020). The role of the board chair—A literature review and suggestions for future research. *Corporate Governance: An International Review*, 28(6), 372–405. <https://doi.org/10.1111/corg.12350>
- Esqueda, O. A., & O'Connor, T. (2020). Corporate governance and life cycles in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 51, 101077. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101077>
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J., & Wong, G. (2016). Do corporate policies follow a life-cycle? *Journal of Banking & Finance*, 69, 95–107. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.009>
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2009b). CEO Power and Firm Performance: A Test of the Life-Cycle Theory. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 38(1), 35–66. <https://doi.org/10.1111/j.2041-6156.2009.tb00007.x>
- James, B.G. (1973). The Theory of Corporate Life Cycle. *Long Range Planning*. [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(73\)90029-0](https://doi.org/10.1016/0024-6301(73)90029-0)
- Leiva Bonilla, J. C. (2013). PYMES: Ciclo de Vida y Etapas de su Desarrollo. *Tec Empresarial*, 1(1), Páginas 38-42 https://revistas.tec.ac.cr/index.php/tec_empresarial/article/view/876
- Lynall, M. D., Golden, B. R., & Hillman, A. J. (2003). Board Composition from Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View. *The Academy of Management Review*, 28(3), 416. <https://doi.org/10.2307/30040730>
- O'Connor, T., & Byrne, J. (2013). Governance and the Corporate Life-Cycle. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2368562>
- O'Connor, T., & Byrne, J. (2015). When does corporate governance matter? Evidence from across the corporate life-cycle. *Managerial Finance*, 41(7), 673–691. <https://doi.org/10.1108/mf-11-2013-0306>
- Perrault, E., & McHugh, P. (2015b). Toward a life cycle theory of board evolution: Considering firm legitimacy. *Journal of Management & Organization*, 21(5), 627–649. <https://doi.org/10.1017/jmo.2014.92>

Singh, K., & Pillai, D. (2021). Corporate governance in small and medium enterprises: a review. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 22(1), 23–41. <https://doi.org/10.1108/cg-10-2020-0470>

The Oxford Handbook of corporate governance. (2013). *Choice Reviews Online*, 51(05), 51–2761. <https://doi.org/10.5860/choice.51-2761>

Zona, F. (2014). Board ownership and processes in family firms. *Small Business Economics*, 44(1), 105–122. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9587-z>