

Diversidad de género en el consejo de administración y endeudamiento

María Encarnación Lucas Pérez

Profesora titular de Organización de Empresas.

Universidad de Murcia (España)

me.lucas@um.es | <https://orcid.org/0000-0002-8334-3943>

Antonio Mínguez Vera

Profesor titular de Economía Financiera.

Universidad de Murcia (España)

minver@um.es | <https://orcid.org/0000-0002-6879-2089>

María de la Paz Ortín Tomás

Consultora legal en Derecho de Nuevas Tecnologías (Murcia, España)

mariapaz.ortin@um.es

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: doña María Luisa Salanova Soria, doña Carmen Castro Casal, doña Antonia Mercedes García Cabrera, doña Ana María Lucía Casademunt, don Alfredo Rodríguez Muñoz y doña María Eugenia Sánchez Vidal.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato.

Extracto

Desde mitad del siglo XX, el mercado laboral a nivel mundial está experimentando grandes cambios respecto a la diversidad de sus plantillas. Uno de los aspectos que mayor debate está generando en los últimos años es la diversidad de género. Si bien, tradicionalmente, se ha defendido la presencia de la mujer en los puestos directivos desde una perspectiva ética, recientes investigaciones evidencian cómo la diversidad de género influye en la toma de decisiones de las compañías y tiene efectos positivos a nivel económico y social. Este hecho es especialmente relevante para las empresas cotizadas, ya que tienen la obligación de garantizar la transparencia en el desarrollo de su actividad. Partiendo de las directrices de los diferentes Códigos de buen gobierno españoles, que recomiendan la presencia femenina en los consejos de administración, el presente trabajo analiza cómo la diversidad de género influye en las decisiones financieras de las empresas. Para ello, empleando un conjunto de compañías que han cotizado en el mercado bursátil español, concretamente en el IBEX 35, durante el periodo 2013-2018, se evidencia que la diversidad de género en los consejos de administración españoles reduce los costes de agencia e influye negativamente en el grado de endeudamiento de las empresas.

Palabras clave: diversidad de género; consejo de administración; endeudamiento; teoría de agencia; empresas cotizadas; datos de panel; mercado español.

Recibido: 04-05-2021 / Aceptado: 10-09-2021

Cómo citar: Lucas Pérez, M. E.; Mínguez Vera, A. y Ortín Tomás, M. P. (2022). Diversidad de género en el consejo de administración y endeudamiento. *Revista de Trabajo y Seguridad Social. CEF*, 468, 229-253.



Gender diversity on the board of directors and leverage

María Encarnación Lucas Pérez

Antonio Mínguez Vera

María de la Paz Ortín Tomás

Abstract

Since the middle of the 20th century, the global labour market has been experiencing great changes regarding the diversity of its workforce. Gender diversity on boards of directors has been one of the most debated issues. Although the presence of women in management positions has traditionally been justified from an ethical perspective, recent research shows how gender diversity influences decision-making in companies and its economic and social effects. This circumstance is relevant in the case of listed companies, as a consequence of the obligation of transparency that they have in the development of their activity. Based on the different Spanish Good Governance Codes, which recommend the presence of women on boards of directors, this paper analyses how gender diversity influences the firm financial decisions. A sample of Spanish listed firm on the IBEX 35 index for the 2013-2018 period is used. Results show that gender diversity on Spanish boards of directors reduces agency costs and negatively influences the level of firm leverage.

Keywords: gender diversity; board of directors; leverage; agency theory; listed companies; panel data; Spanish market.

Citation: Lucas Pérez, M. E.; Mínguez Vera, A. y Ortín Tomás, M. P. (2022). Gender diversity on the board of directors and leverage. *Revista de Trabajo y Seguridad Social. CEF*, 468, 229-253.



Sumario

1. Introducción
 2. Marco teórico y empírico
 - 2.1. Contexto institucional español
 - 2.2. Consejo de administración y diversidad de género
 - 2.3. Toma de decisiones, endeudamiento y diversidad de género en el consejo de administración
 3. Metodología
 - 3.1. Muestra
 - 3.2. Recopilación de datos
 - 3.3. Análisis de datos
 4. Resultados
 5. Discusión y conclusiones
- Referencias bibliográficas

Nota: esta investigación ha sido financiada por el Proyecto RTI2018-093884-B-I00 del Ministerio de Ciencia, Innovación y Universidades (Gobierno de España). Los autores agradecen el apoyo de la Fundación CajaMurcia.

1. Introducción

España, al igual que el resto de economías desarrolladas del siglo XXI, cuenta con un amplio tejido empresarial constituido por compañías de diferentes tamaños, entre las cuales varias cotizan en los mercados bursátiles. En los últimos años, los escándalos económicos y financieros en los que se han visto envueltas las sociedades cotizadas españolas han propiciado un polémico debate tanto a nivel económico como académico y social. En este sentido, se han puesto de manifiesto posibles irregularidades en el funcionamiento y en la toma de decisiones por parte de los órganos directivos de las compañías, teniendo como consecuencia grandes descensos en sus beneficios e, incluso, la bancarrota de algunas de ellas.

A tal efecto, en 2017, el mercado español contaba con 150 sociedades admitidas a cotización, siendo un año significativo por el incremento del beneficio agregado de las compañías en más del doble con respecto a 2016 (Comisión Nacional del Mercado de Valores –CNMV–, 2017). Sin embargo, a partir del año 2018, el número de empresas cotizadas ha ido disminuyendo, cerrando 2018 con un total de 148 compañías cotizadas y 141 en el año 2019. Y, según los últimos datos oficiales disponibles, el año 2020 confirma esa tendencia a la baja con un total de 138 empresas admitidas a cotización (CNMV, 2017; 2018; 2019; 2020b).

Diferentes estudios han tratado de esclarecer las posibles causas de este declive bursátil, justificándolo como consecuencia de problemas derivados, entre otros, de la falta de transparencia, la existencia de información asimétrica, la comisión de fraudes financieros o la fijación de desorbitadas retribuciones directivas. Si bien las causas pueden ser diversas, la mayoría tiene en común una toma de decisiones no adecuada, como consecuencia, principalmente, de los conflictos de agencia propios de este tipo de sociedades.

En las empresas en las que existe separación entre propiedad y control, el principal problema radica en el denominado «conflicto de agencia». En este tipo de empresas, las personas propietarias o accionistas de la empresa –«principales»– delegan la toma de decisiones en las personas encargadas de la alta dirección –«agentes»– (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976). Esta situación puede provocar la existencia de intereses contrapuestos entre propietarios/as –que persiguen la maximización de los beneficios de la compañía– y altos directivos/as –que, como consecuencia de su discrecionalidad, pueden verse tentados a adoptar decisiones en beneficio propio, dejando en segundo plano los intereses de la empresa–, dando lugar a los mencionados conflictos de agencia.

Desde una perspectiva de agencia, se aboga por la utilización de una serie de mecanismos de control que alineen los objetivos entre propietarios/as y la alta dirección, de modo que los conflictos de agencia se reduzcan y se maximice el valor de la empresa (Hillman y Dalziel, 2003). Si bien existen diferentes mecanismos de control, los estudios coinciden al destacar el importante papel del consejo de administración como órgano supervisor. En el caso español, el consejo de administración se convierte en uno de los principales mecanismos de supervisión, debido a que, entre otros factores, el mercado de capitales en el que operan las empresas cotizadas se caracteriza por una baja liquidez y desarrollo –al contrario que ocurre en otros países–, lo que dificulta que este pueda ejercer una adecuada supervisión como mecanismo de control externo, imponiendo la necesidad de que actúen los mecanismos internos (Kirkbride y Letza, 2009; Weir *et al.*, 2002).

Para analizar la eficacia supervisora del consejo de administración, investigaciones previas han centrado su atención en aspectos tales como su tamaño, estructura y composición (Boyd, 1995; Conyon y Peck, 1998; Core *et al.*, 1999), y han estudiado su vinculación con los beneficios de la empresa, la toma de decisiones de los órganos decisorios, el diseño del sistema retributivo de la alta dirección, entre otros (Abad Díaz *et al.*, 2017; Campbell y Mínguez Vera, 2008; Lucas Pérez *et al.*, 2014).

Uno de los atributos del consejo de administración, que más debate ha generado en las últimas décadas, ha sido su composición. Si bien la controversia giraba, en un principio, en torno al tipo de consejero/a –interno o externo–, en la actualidad se centra en la diversidad de sus miembros y, más concretamente, en el género de los mismos. En este sentido, se ha evidenciado cómo la incorporación de mujeres en los consejos de administración, tradicionalmente dominados por hombres, tiene efectos positivos al generar un grupo heterogéneo, que favorece una toma de decisiones más eficaz. Las consejeras aportan una mayor objetividad y actúan como eficaces consejeras independientes –tal y como recomiendan los diferentes Códigos de buen gobierno–, ya que, entre otra serie de características, por lo general, son más adversas al riesgo (Abad Díaz *et al.*, 2017; Binay *et al.*, 2018; Peni, 2014).

Sin embargo, aunque se ha demostrado que la diversidad de género en los consejos de administración favorece el buen funcionamiento y la toma de decisiones de las compañías, y que las directrices de los Códigos de buen gobierno recomiendan la existencia de diversidad de género, la presencia de la mujer en este órgano es todavía escasa. En concreto, en 2018, la representación femenina en los consejos de administración españoles se situaba en torno al 19,7 %, que si bien supone un avance respecto a cuotas de años anteriores –16,6 % en 2016 y 18,9 % en 2017–, el crecimiento todavía es lento (CNMV, 2018). No obstante, según datos oficiales disponibles hasta el momento, mayor avance se observa en los dos últimos años, en los que la presencia de mujeres asciende a un 23,4 % en 2019 y un 26,1 % en 2020 (CNMV, 2020b). Aun así, es una cifra alejada del objetivo del 40 % de participación establecido para 2022 por la recomendación 14

del *Código de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas* (CNMV, 2015) –revisado en junio de 2020 por el *Código de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas* (CNMV, 2020a)–. Por tanto, todavía se puede hablar de la existencia del denominado «techo de cristal», que dificulta que las mujeres ocupen puestos de alta responsabilidad, dirección y liderazgo.

Considerando los anteriores argumentos, el principal objetivo de este trabajo es el de analizar cómo la diversidad de género en los consejos de administración influye en la toma de decisiones financieras –concretamente, en el endeudamiento y en la deuda financiera a corto plazo, que son las que suelen reflejar las decisiones más arriesgadas de las compañías– de las empresas bursátiles españolas. Para lo cual se emplea una muestra de empresas que cotizan en el IBEX 35 durante los años comprendidos entre 2013-2018, periodo que coincide con la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, que obliga a las empresas a incluir en los informes de gobierno corporativo información sobre la diversidad de género en sus consejos de administración.

El estudio se estructura en una serie de apartados. En primer lugar, se establece un marco teórico, en el que se analiza el contexto institucional español. Posteriormente, se describen las características de los consejos de administración y su relación con la diversidad de género. Después, se realiza una revisión de la literatura que vincula la toma de decisiones y la diversidad de género y su relación con las decisiones de endeudamiento de las empresas. A continuación, se especifica la metodología empleada y los resultados evidenciados. Por último, se exponen las conclusiones e implicaciones.

2. Marco teórico y empírico

2.1. Contexto institucional español

La existencia de conflictos de agencia conlleva la necesidad de aplicar mecanismos de supervisión –tanto internos como externos–, que alineen los intereses entre accionistas y la alta dirección. En este sentido, considerando que los modelos de gobierno corporativo no son universales, sino que dependen de cada país, es necesario especificar el entorno institucional en el que desarrollan su actividad las empresas (La Porta *et al.*, 1999; Renders y Gaeremynck, 2012).

A nivel general, se distingue entre dos modelos de gobierno corporativo: el modelo «anglosajón» y el modelo de la «Europa continental». En el modelo «anglosajón», el principal problema surge entre accionistas y la alta dirección, produciéndose el denominado conflicto «principal-agente» (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976). En este modelo, la propiedad de las empresas está repartida entre un gran número de accionistas,

que se encuentran amparados/as por una legislación que defiende eficientemente sus derechos, por lo que el conflicto reside en las luchas de poder con la alta dirección. El entorno institucional en el que operan las compañías de este modelo se suele caracterizar por un mercado de valores muy desarrollado y con una gran liquidez, lo que facilita que este pueda ejercer, de forma eficaz, el papel de mecanismo de control externo y reducir los conflictos de agencia (La Porta *et al.*, 1999; Weir *et al.*, 2002).

En el caso español, el tipo de gobierno corporativo en el que operan las empresas cotizadas es el denominado modelo de la «Europa continental», en el que el conflicto de agencia predominante es conocido como «principal-principal». La alta concentración de propiedad genera un conflicto de intereses entre accionistas mayoritarios/as y minoritarios/as, debido a que los primeros/as pueden imponerse sobre aquellos/as cuya participación en la propiedad es pequeña (Johnson *et al.*, 2000). Esta circunstancia podría solventarse a través de instrumentos de carácter legal o jurídico, orientados a propiciar una especial protección al accionista minoritario/a. Sin embargo, en España impera un sistema legal basado en la existencia de una serie de normas escritas, «*civil law*», que no garantizan una eficaz protección de las minorías, a diferencia de lo que ocurre con el sistema legal que rige en otros países como, por ejemplo, en el Reino Unido, que tiene una serie de normas jurídicas no escritas, pero sí apoyadas por la costumbre y la jurisprudencia, «*common law*», que protegen, más eficazmente, los intereses de las minorías (Kirkbride y Letza, 2009). En consecuencia, en las empresas cotizadas españolas, los/las accionistas que suponen una minoría se encuentran en una posición más débil, cuya vulnerabilidad se incrementa por la existencia de asimetrías de información que, entre otros motivos, se derivan de la propia disparidad de propiedad y la falta de transparencia.

Otra característica que diferencia el caso español del de otros países con un modelo de gobierno corporativo de corte «anglosajón» es que el mercado de capitales español se caracteriza por un escaso desarrollo y una baja liquidez, que dificulta que este pueda ejercer como mecanismo de control externo que garantice, por sí solo, la alineación de intereses y la maximización del valor de la empresa, lo que otorga una mayor protagonismo al consejo de administración como mecanismo interno de supervisión (La Porta *et al.*, 1999; Renders y Gaeremynck, 2012).

En un intento de regular esta situación, aunque de forma todavía insuficiente, el Gobierno español ha aprobado diferentes normativas, como la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, aprobado por el Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre. El objetivo ha sido el de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas y paliar las consecuencias derivadas de los escándalos financieros, así como recuperar la confianza del mercado. Cabe destacar que esta ley introduce, como una de las medidas más significativas, el deber de que las sociedades cotizadas publiquen el correspondiente informe anual de gobierno corporativo.

Considerando el escenario institucional descrito, el consejo de administración se convierte en el principal instrumento de supervisión para contrarrestar la expropiación de rentas, reducir los conflictos de agencia y maximizar el valor de la empresa (Core *et al.*, 1999).

2.2. Consejo de administración y diversidad de género

Diversos estudios han coincidido en señalar como aspectos más relevantes e influyentes en la capacidad supervisora del consejo de administración su tamaño, estructura y composición (Boyd, 1995; Conyon y Peck, 1998; Core *et al.*, 1999).

En relación con el tamaño, determinados estudios evidencian que un mayor tamaño influye de forma positiva en su función supervisora, al incorporar diferentes experiencias, perspectivas y puntos de vista (Pearce y Zahra, 1992). Sin embargo, otros sostienen que un mayor tamaño conlleva un peor desempeño, puesto que los procesos se vuelven más rígidos y lentos, y, por tanto, supone una mayor ralentización en el proceso de toma de decisiones (Dalton y Dalton, 2011). En este sentido, Yermack (1996) evidencia una relación inversa entre el número de personas en los consejos de administración y los resultados de la empresa, medidos a través de diversos ratios de rentabilidad y eficiencia operativa. En definitiva, la eficacia del consejo de administración se encuentra estrechamente ligada a su tamaño, no existiendo una literatura unánime respecto a su efecto positivo o negativo.

Otro importante aspecto, que ha dado lugar a diferentes controversias, es la estructura de poder que impera en los consejos de administración. Las empresas pueden optar por la separación de la figura del/de la CEO (*chief executive officer*) y la presidencia del consejo o, por el contrario, la coincidencia en la misma persona de ambas funciones, dando lugar a lo que se conoce como «dualidad». Diversos estudios manifiestan que la separación de poder conlleva una mayor independencia del consejo de administración, lo que se traduce en una mayor efectividad de la función de supervisión inherente a este órgano, pues al coincidir ambas funciones en la misma persona podría ser más subjetiva a la hora de tomar decisiones (Dalton y Dalton, 2011). Otra parte de la literatura discrepa de estos argumentos, de manera que autores como Dahya *et al.* (2009) o Faleye (2007) afirman que la separación entre CEO y la presidencia del consejo de administración en personas diferentes puede llevar a resultados menos deseados por la organización. No existe tampoco un consenso, y, en esta línea, Boyd (1995) concluye que la dualidad puede ser beneficiosa para las empresas en determinadas circunstancias, como en las situaciones de alta complejidad o escasez de recursos.

Si bien el tamaño y la estructura de poder han sido aspectos muy cuestionados, su composición ha suscitado un gran debate en relación con la tipología de sus consejeros y consejeras, existiendo dos corrientes principales. La primera de ellas defiende que un consejo con más independientes mejora la función supervisora del consejo, puesto que este tipo

de consejeros/as lo dota de mayor objetividad y eficacia en la toma de decisiones (Core *et al.*, 1999). Frente a ella, la segunda corriente concluye que los consejos de administración que cuentan con más ejecutivos son más efectivos, puesto que tienen una mayor experiencia, mayor disponibilidad horaria y mayor acceso a la información empresarial, lo que contribuye a mejorar la toma de decisiones y la efectividad del consejo de administración (Eisenberg *et al.*, 1998).

En esta misma línea, la diversidad del consejo de administración ha recibido especial atención. Estudios previos sostienen que los grupos heterogéneos permiten la resolución de problemas de una manera diferente, reduciendo los errores de apreciación, contrastando más opiniones y experiencias, incrementando la información estratégica disponible y creando nuevos estilos de liderazgo en los consejos de administración (Carrasco Gallego y Laffarga Briones, 2007). En concreto, en relación con la diversidad de género, la CNMV la concibe como un triple desafío ético, político y corporativo, invitando a las empresas a que incorporen mujeres en sus consejos de administración, de modo que creen órganos heterogéneos y diversos que mejoren su eficacia.

La incorporación femenina a este órgano de dirección se recomienda, sobre todo, para que ocupen puestos de consejeras independientes, justificando que, por lo general, las características inherentes a su género favorecen la alineación de intereses entre las partes y la reducción de los conflictos de agencia, pues suelen garantizar la representación de los intereses de todos los sujetos implicados en los procesos de toma de decisiones (Hillman y Dalziel, 2003). Entre otras razones, esta afirmación se fundamenta en que estas poseen una serie de habilidades inherentes que favorecen una comunicación más multidireccional y participativa, contribuyen a incrementar el número de perspectivas ante una posible problemática y propician entornos informativos más favorables con menos asimetrías de información (Abad Díaz *et al.*, 2017).

La diversidad de género se asocia con una mayor independencia del consejo, lo que es deseable tanto en el ejercicio de su función de control como en el de toma de decisiones (Carter *et al.*, 2003). Cabe destacar que las decisiones adoptadas con participación de mujeres suelen estar más relacionadas con los conflictos entre accionistas (Huang y Kisgen, 2013), que, en el caso español, constituye el principal problema de agencia –con participaciones mayoritarias y minoritarias–.

En concreto, estudios previos evidencian que la diversidad de género, entre otros efectos positivos, incrementa los beneficios de las empresas, disminuye la existencia de asimetrías informativas, fomenta una mayor participación en acciones de responsabilidad social corporativa y establece diseños retributivos de la alta dirección más vinculados con la marcha económica de la empresa (Abad Díaz *et al.*, 2017; Campbell y Mínguez Vera, 2008; Lucas Pérez *et al.*, 2014). Así, la diversidad de género constituye un medio para aprovechar el talento diverso del mercado laboral y formar un consejo de administración efectivo e independiente en la toma de decisiones.

2.3. Toma de decisiones, endeudamiento y diversidad de género en el consejo de administración

En el proceso de toma de decisiones, la actitud frente al riesgo de los diferentes sujetos que participan constituye un elemento esencial. En términos de género, existen una serie de diferencias entre la asunción de riesgos por parte de los hombres y de las mujeres, que pueden fundamentarse en diversas razones, como, por ejemplo, en las diferencias psicológicas o características inherentes a ambos sexos y en determinadas cuestiones estructurales o sociales (Meier Pesti y Penz, 2008).

La actitud frente al riesgo depende también del tipo de decisiones que se tengan que adoptar. En este sentido, Binay *et al.* (2018) sostienen que las empresas, en el desarrollo de su actividad, se suelen enfrentar a dos tipos de demandas: (1) las operativas, que derivan de conflictos jurídicos con sujetos del ámbito de actividad del negocio, tales como proveedores/as, competidores/as, empleados/as, etc.; y (2) de valores, que ejercen más influencia sobre la posición de los y las accionistas en las empresas, que derivan de acciones que generan aspectos positivos más directos para las compañías sobre su posición en el mercado y en la sociedad.

Considerando esta tipología de demandas, y siguiendo los argumentos de diferentes estudios como los de Bernardi y Arnold (1997) y Fallan (1999), una mayor aversión al riesgo, característica generalmente del sexo femenino, se relaciona negativamente con las demandas operativas, de modo que la presencia de consejeras disminuye la litigiosidad de estas empresas. Sin embargo, las compañías adoptan medidas que pueden generar controversias jurídicas, pues entienden que el valor que les generan es mucho mayor a los inconvenientes que pueden sufrir por adoptarlas. Así, las mujeres que ocupan puestos directivos tienden a adoptar decisiones respetando el marco legal al que se sujetan, disminuyendo los posibles litigios que puedan poner en riesgo el funcionamiento e imagen de la empresa.

En contraposición, la presencia del sexo femenino en el consejo de administración influye positivamente en la toma de decisiones derivadas de la demanda de valores, lo que otorga a la compañía una ventaja competitiva. Por ejemplo, en relación con la innovación en las empresas, Chen *et al.* (2018) analizan el número de patentes y de determinadas partidas contables, como el gasto en I+D, y evidencian que la participación femenina en los órganos directivos se relaciona positivamente con la innovación, y, junto a ello, concluyen que, aunque la presencia femenina, *per se*, no implica un aumento de valor de los negocios, es muy ventajosa para las empresas intensivas en innovación y creatividad.

Asimismo, las mujeres toman decisiones intentando salvaguardar la flexibilidad financiera de las organizaciones que dirigen, de tal modo que estas compañías se caracterizan

por una mayor tenencia de efectivos (La Rocca *et al.*, 2019). Ello puede ser consecuencia, entre otros, de una mayor orientación al largo plazo que sus homónimos masculinos (Matsa y Miller, 2013). Faccio *et al.* (2016) afirman que las empresas dirigidas por mujeres tienen más probabilidades de sobrevivir, debido a que los hombres suelen tomar decisiones más arriesgadas, reduciendo la probabilidad de supervivencia del negocio.

En consecuencia, cuando las compañías se encuentran dirigidas por mujeres, su actitud frente al riesgo favorece la disminución, por un lado, del apalancamiento y, por otro, de la volatilidad de las ganancias, además de la del ROA (*return on assets*). No obstante, la actitud frente al riesgo de los directivos masculinos permite una asignación de capital más eficiente que la que realizan las mujeres (Faccio *et al.*, 2016; Hudgens y Fatkin, 1985; Johnson y Powell, 1994). No se puede olvidar que la búsqueda de la maximización de la rentabilidad del negocio implica, generalmente, tomar decisiones que conllevan riesgo (Binay *et al.*, 2018).

La toma de decisiones relacionada con las operaciones de endeudamiento implica una mayor asunción de riesgos a diferencia de otras alternativas, como la inversión a través de los propios recursos de la empresa. Por ello, resulta interesante analizar esta partida, sobre la base de la aversión al riesgo, en tanto que es de relevancia en el desarrollo económico-financiero de las sociedades (Cuñat, 1999).

Diferentes estudios, como los realizados por Carter y Shaw (2006) y Huang y Kisgen (2013), defienden que la presencia de mujeres en los altos cargos ejecutivos de las organizaciones implica un menor endeudamiento. Pucheta Martínez y Sánchez Vidal (2013) afirman dicha relación negativa, además de añadir que la presencia femenina se relaciona en el mismo sentido con respecto a la rentabilidad. Hernández Nicolás *et al.* (2016) analizaron la relación entre la diversidad de género en el consejo rector de una muestra de cooperativas españolas –órgano homólogo al consejo de administración– y el endeudamiento, concluyendo que las cooperativas con mayor presencia femenina contaban con un menor endeudamiento que aquellas en las que apenas había mujeres.

En este sentido, Marlow y Carter (2005) afirman que la diferencia de patrones de endeudamiento entre las empresas dirigidas por hombres y mujeres se puede justificar principalmente por la aversión al riesgo y la actitud más prudente del género femenino.

En definitiva, la mayor parte de estudios evidencian una mayor aversión al riesgo por parte de las mujeres (Booth y Nolen, 2012; Peni, 2014). Sin embargo, conviene destacar que una actitud extremadamente prudente y conservadora puede generar un peor desempeño de las empresas que dirigen las mujeres, pues puede llevar a problemas de subinversión, en tanto que se dejan pasar proyectos que, de realizarse, hubieran podido tener resultados positivos para la empresa (Faccio *et al.*, 2016).

Teniendo en cuenta los argumentos anteriores, se propone que en los consejos de administración en los que existe diversidad de género, con una mayor participación de consejeras, el grado de endeudamiento de las empresas es menor.

3. Metodología

3.1. Muestra

La muestra está formada por 47 empresas españolas que han cotizado en el IBEX 35 durante el periodo 2013-2018. Entre ellas, se han excluido las entidades bancarias, ya que presentan múltiples particularidades legales, como consecuencia de su actividad principal.

La investigación se centra en los años comprendidos entre el periodo 2013-2018, coincidiendo con la entrada en vigor, en el año 2013, de la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, que, en aras de lograr una mayor transparencia informativa, obliga a las empresas cotizadas a incluir en sus informes de gobierno corporativo información sobre las mujeres consejeras, es decir, sobre la diversidad de género en sus órganos directivos. Por ello, es a partir de este año cuando existe una mayor disponibilidad de datos, que favorece unos resultados más fiables, homogéneos y ajustados a la realidad.

3.2. Recopilación de datos

Los datos relativos a las características del consejo de administración se han obtenido a partir de los informes de gobierno corporativo de las empresas cotizadas, publicados anualmente por la CNMV. Los datos financieros y contables de las empresas se han recopilado a través de la información disponible en la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI).

3.3. Análisis de datos

Para analizar el endeudamiento de las empresas se emplean dos variables dependientes: (1) el endeudamiento a corto plazo –pasivo corriente total, incluido el crédito comercial–; y (2) el endeudamiento financiero a corto plazo –procedente de préstamos bancarios y emisiones de títulos a corto plazo–.

Como se adelantaba en líneas precedentes, las decisiones basadas en el endeudamiento a corto plazo conllevan una asunción de riesgos mayor que aquellas con un horizonte temporal largo, dado que implican la necesidad de una reacción superior y más inmediata ante posibles contingencias. Frente a ellas, en la toma de decisiones a largo plazo, pueden analizarse de forma más detenida las distintas posibilidades y llevar a cabo actuaciones encaminadas a la prevención, lo que permite una mayor analítica de riesgos de la decisión y el diseño de medidas de reacción. Dentro del pasivo a corto plazo, las deudas de carácter financiero son las más arriesgadas, en tanto que implican la asunción de gastos financieros –como, por ejemplo, los intereses bancarios–, lo que hace necesario que las empresas cuenten con flujos de efectivo capaces de hacer frente a dicha deuda y a los gastos derivados de la misma.

Las variables de endeudamiento se relacionan con la diversidad de género en los consejos de administración a través de dos medidas: (1) el porcentaje de mujeres en el consejo y (2) el porcentaje de mujeres independientes en el consejo.

Como variables de control se utilizan: (1) el tamaño de la empresa, medido a través del logaritmo del activo total; (2) la edad de la empresa, teniendo en cuenta el año de su constitución; (3) el intangible, medido como el ratio de los activos intangibles sobre el activo total; (4) el coste de la deuda, calculado como los gastos financieros totales divididos entre el nivel de deuda; (5) la cobertura de intereses, mediante el ratio de cobertura de intereses; y (6) la rentabilidad económica –ROA–, como el beneficio de explotación dividido entre el activo total de la empresa.

De esta manera, el modelo propuesto es el que se expone a continuación:

$$DEUDA_i = \beta_0 + \beta_1 GÉNERO_i + \beta_2 TAMAÑO_i + \beta_3 EDAD_i + \beta_4 INTANG_i + \beta_5 COSTED_i + \beta_6 COBINT_i + \beta_7 ROA_i + \varepsilon_{it} + \eta_i + \psi_t$$

Donde $i = 1 \dots n$ indica la empresa y t el periodo de tiempo. *DEUDA* representa, alternativamente, la deuda a corto plazo (*DEUDACP*) y la deuda financiera a corto plazo (*DEUDAFINANC*). *GÉNERO* son las distintas medidas de género del consejo de administración definidas con anterioridad, es decir, el porcentaje de mujeres consejeras (*PMUJER*) y el porcentaje de consejeras independientes (*PMUJERIND*). Respecto a las variables de control: *TAMAÑO* es el logaritmo del activo total; *EDAD* es el número de años de la empresa desde su fundación; *INTANG* es el ratio de activos intangibles sobre el activo total; *COSTED* representa el coste de la deuda; *COBINT* se refiere al ratio de cobertura de intereses; y *ROA* a la rentabilidad económica. Finalmente, los términos ψ_t , η_i y ε_{it} representan los efectos temporales, individuales y la perturbación aleatoria, respectivamente.

El modelo se estima utilizando una metodología de datos de panel, aplicando el método generalizado de momentos sistemático (System GMM) (Arellano González y Bover Hidiröglu, 1995; Blundell y Bond, 1998). Este procedimiento permite controlar, primero, la heterogeneidad individual, introduciendo un efecto individual (Himmelberg *et al.*, 1999); y, segundo, los efectos macroeconómicos sobre la variable dependiente, utilizando las variables ficticias temporales.

Además, la estimación System GMM resuelve el problema de la endogeneidad que puede aparecer cuando las variables independientes y la variable dependiente se determinan simultáneamente. Para eliminar este sesgo, esta metodología estima un sistema de dos ecuaciones simultáneas, una en niveles –empleando instrumentos de primeras diferencias– y otra en primeras diferencias con instrumentos rezagados en niveles.

En la tabla 1 se muestran los estadísticos descriptivos. Como se observa, el porcentaje de mujeres en el consejo de administración de las empresas del IBEX 35 ronda el 18,8 %, mientras que el porcentaje de consejeras independientes, el 14,1 %.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos

Variable	Media	Mediana	Desviación estándar
DEUDACP	0,241	0,165	0,200
DEUDAFINANC	0,038	0,011	0,081
PMUJER	0,188	0,181	0,109
PMUJERIND	0,141	0,117	0,106
TAMAÑO	14,937	15,037	1,972
EDAD	47,168	41,000	29,952
INTANG	0,035	0,004	0,089
COSTED	0,051	0,030	0,080
COBINT	238,621	2,256	1.547,101



Variable	Media	Mediana	Desviación estándar
ROA	0,061	0,036	0,176

Variables:

DEUDACP (ratio de endeudamiento a corto plazo), *DEUDAFINANC* (ratio de endeudamiento financiero a corto plazo), *PMUJER* (proporción de mujeres en el consejo de administración), *PMUJERIND* (proporción de mujeres independientes en el consejo de administración), *TAMAÑO* (logaritmo del activo total), *EDAD* (número de años de la empresa desde su fundación), *INTANG* (ratio de activos intangibles sobre el activo total), *COSTED* (coste de la deuda), *COBINT* (ratio de cobertura de intereses), *ROA* (rentabilidad económica).

Fuente: elaboración propia.

En cuanto al endeudamiento, la media de la deuda a corto plazo asciende al 24,1 % del endeudamiento total. Sin embargo, la deuda financiera a corto plazo es de un 3,8 % del endeudamiento total, por lo que no representa un porcentaje elevado, en tanto que esta partida de endeudamiento es, probablemente, la más arriesgada para las compañías.

4. Resultados

Los resultados obtenidos a través de la estimación del modelo enunciado anteriormente, que analiza la relación entre la presencia de mujeres en el consejo de administración y el endeudamiento de las empresas, se muestran en las tablas que se exponen a continuación.

La tabla número 2 estudia la relación existente entre el endeudamiento a corto plazo y la presencia de mujeres en el consejo de administración. Para ello, se plantean dos modelos diferentes. En el primero de ellos, se relaciona la variable dependiente con el porcentaje de mujeres en el consejo, mientras que, en el segundo, la relaciona con el porcentaje de mujeres independientes.

En ambos casos, encontramos que son modelos que presentan una alta significatividad conjunta.

Tabla 2. Estimación System GMM de la influencia de la presencia de mujeres en el consejo de administración sobre el endeudamiento a corto plazo

Variable	Modelo 1	Modelo 2
Constant	0,708*** (0,100)	0,603*** (0,151)
PMUJER	-0,147*** (0,036)	
PMUJERIND		-0,182** (0,083)
TAMAÑO	-0,033*** (0,006)	-0,029*** (0,010)
EDAD	0,001** (0,001)	0,001** (0,0008)
INTANG	0,350*** (0,085)	0,282*** (0,092)
COSTED	0,032 (0,107)	-0,044 (0,134)
COBINT	0,0004*** (0,00002)	0,0004*** (0,00002)
ROA	-0,270*** (0,035)	-0,243*** (0,031)
Year dummies	Yes	Yes
F	11.638,52***	48.253,83***
z1	0,000	0,000
z2	0,000	0,000



Variable	Modelo 1	Modelo 2
m2	1,48	1,47
Sargan	1,000	1,000

*, **, *** Significativo al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente. Error estándar entre paréntesis.

Variables:

PMUJER (proporción de mujeres en el consejo de administración), *PMUJERIND* (proporción de mujeres independientes en el consejo de administración), *TAMAÑO* (logaritmo del activo total), *EDAD* (número de años de la empresa desde su fundación), *INTANG* (ratio de activos intangibles sobre el activo total), *COSTED* (coste de la deuda), *COBINT* (ratio de cobertura de intereses), *ROA* (rentabilidad económica).

F: Prueba de significación conjunta. z_1 y z_2 son dos test de Wald de significación conjunta de los coeficientes y de las variables ficticias temporales, respectivamente (distribuidas asintóticamente como λ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, se muestra la probabilidad); *m2* es un test de correlación en serie de segundo orden que utiliza residuos en primeras diferencias, distribuidos asintóticamente como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de no correlación en serie; Sargan es un test de las restricciones de sobreidentificación, distribuidas asintóticamente como λ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre los instrumentos y el término de error, se muestra la probabilidad.

Fuente: elaboración propia.

En el primer modelo, tal y como se observa, se evidencia que existe una relación negativa entre el porcentaje de mujeres en el consejo de administración y el endeudamiento a corto plazo, siendo significativa para un intervalo de confianza del 99 %. Esta estimación permite afirmar que las empresas cuyos consejos de administración están formados por un mayor porcentaje de mujeres tienen un grado de endeudamiento a corto plazo menor.

En esta misma línea, en el segundo modelo, se ha relacionado el porcentaje de mujeres independientes en el consejo y el endeudamiento a corto plazo. Se obtienen resultados similares al primer modelo, llegando a la misma conclusión: un mayor porcentaje de consejeras independientes supone un menor endeudamiento a corto plazo por parte de las empresas. En tanto que, de acuerdo con la revisión de la literatura, la presencia de esta tipología de consejeros/as reduce los conflictos de agencia, pues representan más eficazmente los intereses de la propiedad, sobre todo de las participaciones minoritarias, actuando con más objetividad e independencia en la toma de decisiones.

Así, cuando la variable de endeudamiento se representa a través de la deuda a corto plazo, en las empresas cotizadas del IBEX 35 cuyo consejo está formado por un mayor

número de mujeres y consejeras independientes, la deuda a corto plazo de la empresa es menor. En este sentido, endeudarse, sobre todo a corto plazo, implica un riesgo mayor para la empresa que el uso de recursos propios para realizar inversiones. Esta relación negativa se debe, entre otras razones, a esa mayor aversión al riesgo que presentan las mujeres (Booth y Nolen, 2012). No obstante, hay que señalar que no endeudarse no siempre es favorable, debido a que puede suponer rechazar proyectos que, probablemente, generen resultados positivos, lo que supondría una pérdida de oportunidad para la empresa.

En cuanto a las variables de control, en ambos modelos, el tamaño y la rentabilidad de la empresa se relacionan significativa y negativamente, de modo que, cuanto mayor es el tamaño de la empresa y mayor es su rentabilidad económica, esta tiende a endeudarse menos a corto plazo. Sin embargo, la antigüedad de la empresa, los intangibles y la cobertura de intereses se relacionan positivamente con el endeudamiento a corto plazo, es decir, cuanto más antigua sea la empresa, más activo intangible posea y su ratio de cobertura de intereses sea mayor, más endeudamiento a corto plazo tiene la compañía.

En la tabla 3 se muestra la relación entre diversidad de género y endeudamiento financiero a corto plazo, siendo un endeudamiento más arriesgado, tal y como se ha especificado.

Tabla 3. Estimación System GMM de la influencia de la presencia de mujeres en el consejo de administración sobre la deuda financiera a corto plazo

Variable	Modelo 1	Modelo 2
Constant	0,353*** (0,049)	0,358*** (0,053)
PMUJER	-0,101*** (0,013)	
PMUJERIND		-0,129*** (0,035)
TAMAÑO	-0,016*** (0,002)	-0,018*** (0,002)
EDAD	-0,0006** (0,0002)	0,0002 (0,0002)



Variable	Modelo 1	Modelo 2
INTANG	-0,200*** (0,037)	-0,169*** (0,042)
COSTED	0,047 (0,062)	0,010 (0,054)
COBINT	0,00003*** (0,00001)	0,00005*** (0,00001)
ROA	-0,079*** (0,011)	-0,075*** (0,015)
Year dummies	Yes	Yes
F	443,27***	2.731,92***
z1	0,000	0,000
z2	0,000	0,000
m2	-1,27	-1,17
Sargan	1,000	1,000

*, **, *** Significativo al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente. Error estándar entre paréntesis.

Variables:

PMUJER (proporción de mujeres en el consejo de administración), *PMUJERIND* (proporción de mujeres independientes en el consejo de administración), *TAMAÑO* (logaritmo del activo total), *EDAD* (número de años de la empresa desde su fundación), *INTANG* (ratio de activos intangibles sobre el activo total), *COSTED* (coste de la deuda), *COBINT* (ratio de cobertura de intereses), *ROA* (rentabilidad económica).

F: Prueba de significación conjunta. *z1* y *z2* son dos test de Wald de significación conjunta de los coeficientes y de las variables ficticias temporales, respectivamente (distribuidas asintóticamente como λ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, se muestra la probabilidad); *m2* es un test de correlación en serie de segundo orden que utiliza residuos en primeras diferencias, distribuidos asintóticamente como $N(0, 1)$ bajo la hipótesis nula de no correlación en serie; Sargan es un test de las restricciones de sobreidentificación, distribuidas asintóticamente como λ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre los instrumentos y el término de error, se muestra la probabilidad.

Fuente: elaboración propia.

Al igual que para la deuda a corto plazo, se presentan dos modelos diferentes, cuya diferencia radica en la variable utilizada para representar el género en el consejo de administración. En el primer modelo, se utiliza el porcentaje total de mujeres en el consejo de administración y, en el segundo, se relaciona la variable dependiente con el porcentaje de mujeres independientes. Ambos modelos presentan una alta significatividad conjunta.

Los resultados obtenidos en el primer modelo son muy similares a los obtenidos en relación con los de la deuda a corto plazo. Para un intervalo de confianza del 99 %, existe una relación negativa entre el porcentaje de mujeres y el endeudamiento financiero a corto plazo. La misma conclusión se deriva del segundo modelo, de modo que un mayor porcentaje de consejeras independientes conlleva un menor endeudamiento financiero a corto plazo por parte de la empresa.

En consecuencia, cuando el endeudamiento se mide mediante la deuda financiera a corto plazo, las empresas cotizadas con consejos de administración formados por un mayor porcentaje de mujeres presentan un menor endeudamiento, de manera que la presencia de la mujer en el consejo de administración tiene una influencia negativa. Era de esperar que, si con el endeudamiento a corto plazo existía una relación negativa, ocurriera lo mismo en la estimación de la deuda financiera, en tanto que son las operaciones que mayor riesgo revisten dentro del endeudamiento a corto plazo. El argumento de la aversión al riesgo y su influencia en el endeudamiento queda también confirmado para la deuda financiera.

Respecto a las variables de control, encontramos una diferencia entre ambos modelos. Cuando la variable independiente es el porcentaje de mujeres sobre el total de consejeros, la relación entre la antigüedad de la empresa y la deuda financiera a corto plazo es negativa, mientras que, para el modelo dos, en el que el género se mide a través del porcentaje de mujeres independientes, el efecto de la antigüedad es positivo. Los efectos de las variables de control sobre el endeudamiento financiero son similares en ambos modelos y, a su vez, con los obtenidos al estudiar el endeudamiento a corto plazo, con una excepción: el activo intangible, en este caso, presenta una relación positiva, a diferencia de lo ocurrido en la estimación de la deuda a corto plazo. De esta manera, el tamaño, el activo intangible y el ROA se relacionan de forma negativa con la deuda financiera a corto plazo, a diferencia de la cobertura de intereses.

Confirmado el planteamiento, dado que existe una relación positiva entre el endeudamiento y la inversión, cabría entonces cuestionar e investigar la manera en la que las mujeres obtienen fondos para invertir en las empresas que dirigen. Dichas opciones pueden clasificarse en dos grandes grupos, siendo el primero las fuentes de financiación externa –como el endeudamiento financiero– y el segundo las propias –como la realizada a través de los resultados positivos de la actividad o la emisión de capital por parte de la propiedad–. Mientras las primeras tienen como ventaja la posibilidad de financiar proyectos a pesar de que la empresa no cuente con recursos propios, las segundas reducen el gasto de las organizaciones,

al implicar un ahorro de los costes financieros. Sin embargo, también es necesario señalar el riesgo que puede suponer el huir de las decisiones de financiación externa, ya que podría tener efectos negativos sobre las ratios de liquidez y rentabilidad. En consecuencia, es necesario encontrar el equilibrio entre ambas fuentes de financiación de acuerdo con las necesidades de la empresa, de manera que pueda determinarse, con base en los objetivos y necesidades de la organización, cuál es la vía más idónea para la obtención de fondos.

5. Discusión y conclusiones

Las empresas cotizadas se caracterizan por tener una estructura de propiedad y dirección separadas. Esta circunstancia provoca que se puedan producir los conocidos conflictos de agencia que, en el caso español, tienen su origen en las discrepancias entre la propiedad mayoritaria y minoritaria. Todo lo cual hace que sea necesaria la presencia de un mecanismo de control eficaz que alinee los intereses entre las partes, siendo uno de los más relevantes el consejo de administración, ya que los mecanismos de control externos, en el caso español, no pueden garantizar una supervisión eficaz.

Entre las principales funciones del consejo de administración se encuentra la supervisión de la toma de decisiones, que depende, entre otros aspectos, de las características de sus miembros. Diversos estudios abogan por la constitución de consejos de administración que sean heterogéneos en cuanto a género, al entender que la diversidad permite lograr una mayor efectividad de este órgano tan trascendental. Frente a la tradicional «masculinidad» de los consejos de administración, la presencia femenina favorece una toma de decisiones más eficaz, ya que las cualidades y habilidades inherentes a su género –sumadas a las de los hombres– suponen una mayor alineación de intereses entre las partes y una disminución de asimetrías informativas. Pero, sin lugar a dudas, la aversión al riesgo presente en el sexo femenino tiene una especial trascendencia sobre todo en las decisiones económico-financieras adoptadas por el consejo de administración.

Este estudio aporta nuevas evidencias sobre la relación que existe entre la presencia de la mujer en los consejos de administración y de qué modo repercute en la deuda de las empresas, en concreto, en el endeudamiento y en el endeudamiento financiero a corto plazo. Este tipo de partidas entrañan una mayor asunción de riesgo en comparación con otro tipo de decisiones. Para ello, se ha empleado una muestra de empresas que cotizan en el IBEX 35 durante el periodo 2013-2018, coincidiendo con la entrada en vigor de la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, que obliga a las empresas a incluir en los informes de gobierno corporativo anuales información sobre la diversidad de género.

Los resultados obtenidos evidencian que existe una relación negativa entre la presencia de la mujer en el consejo de administración y el endeudamiento y la deuda financiera

–ambos a corto plazo– de las empresas. Esta relación se justifica, entre otras posibles razones, por la aversión al riesgo de las mujeres, en contraposición a la actitud de los hombres, que tienden a ser más confiados y a tomar decisiones más arriesgadas y menos conservadoras. No obstante, como ya se ha mencionado, el exceso de precaución no siempre es beneficioso, pues puede llevar a las empresas a tomar decisiones que excluyan proyectos que pudieran haber sido favorables para las mismas.

Junto a ello, el estudio pone de manifiesto la todavía escasa presencia de la mujer en dicho órgano. España, hasta día de hoy, ha apostado por no imponer cuotas de representación, dando libertad a las empresas para que establezcan sus propios objetivos en materia de diversidad, a través de recomendaciones. Por tanto, las medidas legislativas españolas parecen estar más orientadas al fomento de la transparencia informativa sobre diversidad de género que a la propia incorporación de la mujer en los órganos directivos. Y es que España aún se encuentra lejos de aquel 40 % de mujeres en el consejo de administración que enunciaba la recomendación 14 del *Código de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas* (CNMV, 2015) –revisado en junio de 2020 por el *Código de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas* (CNMV, 2020a)–.

Entre las limitaciones del presente estudio, destaca, sobre todo, la limitación de información disponible, ya que se ha partido de los datos disponibles en la CNMV y en SABI, no estando disponibles determinadas variables en algunas empresas. Otra limitación viene del concepto de «diversidad». El estudio se ha centrado en el género femenino, pero es evidente que la heterogeneidad en el consejo de administración debe ir más allá, hacia la experiencia y la formación. Junto a ello, otras variables que pudieran tenerse en cuenta a la hora de analizar la toma de decisiones podrían ser el nivel de estudios de las personas que integran el consejo de administración y el área científica –humanidades, ciencias económicas, ciencias jurídicas, entre otras–. Asimismo, sería interesante analizar la relación que existe entre las emisiones de capital por parte de la propiedad y la presencia de las mujeres en los consejos de administración, en tanto que dicha partida podría operar como alternativa a la financiación externa.

Concluyendo, la diversidad de género en los consejos de administración favorece una toma de decisiones más eficaz, que beneficia a la empresa. Aunque la incorporación de la mujer a los órganos directivos avanza favorablemente, ese crecimiento es aún muy lento y la dificultad de la mujer para acceder a puestos de responsabilidad todavía es una cuestión fáctica. Esta situación se ha perpetuado durante muchos años, asentándose de una forma que resulta difícil de exterminar, por lo que, incluso, hoy en día, se puede hablar de la existencia del denominado «techo de cristal», a pesar de las múltiples evidencias que ponen de manifiesto los beneficios de contar con estructuras organizacionales con un equilibrio entre el sexo masculino y el femenino, cuya suma da como resultado el aprovechamiento de las ventajas de la diversidad de género.

Referencias bibliográficas

- Abad Díaz, D.; Lucas Pérez, M. E.; Mínguez Vera, A. y Yagüe Guirao, J. (2017). Does gender diversity on corporate boards reduce information asymmetry in equity markets? *Business Research Quarterly*, 20(3), 92-205.
- Arellano González, M. y Bover Hidirglu, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Berle, A. y Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. Commerce Clearing House.
- Bernardi, R. A. y Arnold, D. F. (1997). An examination of moral development within public accounting by gender, staff level, and firm. *Contemporary Accounting Research*, 4, 653-668.
- Binay, K. A.; Agrawal, A. y Malm, J. (2018). Do women managers keep firms out of trouble? Evidence from corporate litigation and policies. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 202-225.
- Blundell, R. y Bond, S. R. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Booth, A. L. y Nolen, P. (2012). Gender differences in risk behaviour: Does nurture matter? *The Economic Journal*, 122(558), 56-78.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic of Management Journal*, 16(4), 301-302.
- Campbell, K. y Mínguez Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435-451.
- Carrasco Gallego, A. y Laffarga Briones, J. (2007). La diversidad de género en el Código unificado español y la práctica empresarial. *Pecunia. Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de León*, 4, 1-25.
- Carter, D. A.; Simkins, B. J. y Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Carter, S. y Shaw, E. (2006). *Women's business ownership: Recent research and policy developments*. Report to the Small Business Service. DTI.
- Chen, J.; Leung, W. S. y Evans, K. P. (2018). Female board representation, corporate innovation and firm performance. *Journal of Empirical Finance*, 48, 236-254.
- CNMV. (febrero 2015). *Código de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf
- CNMV. (2017). *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2017*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2017_.pdf
- CNMV. (2018). *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2018*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2018.pdf
- CNMV. (2019). *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2019*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2019.pdf
- CNMV. (junio 2020a). *Código de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas* (revisado). https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf

- CNMV. (2020b). *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2020*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2020.pdf
- Conyon, M. J. y Peck, S. I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, 41, 146-151.
- Core, J. E.; Holthausen, R. W. y Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Cuñat, V. (1999). Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas. *Investigaciones Económicas*, 3, 351-392.
- Dahya, J.; Galguera García, L. G. y Van Bommel, J. (2009). One man two hats: What's all the commotion! *Financial Review*, 44, 179-212.
- Dalton, D. R. y Dalton, C. M. (2011). Integration of micro and macro studies in governance research: CEO duality, board composition, and firm performance. *Journal of Management*, 37(2), 404-411.
- Eisenberg, T.; Sundgreen, S. y Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35-54.
- Faccio, M.; Marchica, M. T. y Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39(C), 193-209.
- Faleye, O. (2007). Does one hat fit all? The case of corporate leadership structure. *Journal of Management and Governance*, 11, 239-259.
- Fallon, L. (1999). Gender, exposure to tax knowledge, and attitudes towards taxation: An experimental approach. *Journal of Business Ethics*, 18(2), 173-184.
- Hernández Nicolás, C. M.; Martín Ugedo, J. F. y Mínguez Vera, A. (2016). La influencia del género en la dirección de las sociedades cooperativas españolas sobre la rentabilidad y el endeudamiento. Un análisis empírico. *Revista de Estudios Cooperativos*, 122, 135-164.
- Hillman, A. J. y Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28, 383-396.
- Himmelberg, C.; Hubbard, R. G. y Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Huang, J. y Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108, 822-839.
- Hudgens, G. A. y Fatkin, L. T. (1985). Sex differences in risk taking: Repeated sessions on a computer simulated task. *The Journal of Psychology. Interdisciplinary Applied*, 119(3), 197-206.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Johnson, J. E. V. y Powell, P. L. (1994). Decisionmaking, risk and gender: Are managers different? *British Journal of Management*, 5, 123-138.
- Johnson, S.; La Porta, R.; López de Silanes, F. y Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90, 22-27.
- Kirkbride, J. y Letza, S. (2009). Minority shareholders and corporate governance. Reflections on the derivative action in the UK, the

- USA and in China. *International Journal of Law and Management*, 51(4), 206-219.
- La Porta, R.; López de Silanes, F. y Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Rocca, M.; La Rocca, T.; Staglianò, R.; Vecellio, P. y Montalto, F. (2019). Gender diversity, cash holdings and the role of the institutional environment: Empirical evidence in Europe. *Applied Economics*, 51(29), 3.137-3.152.
- Lucas Pérez, M. E.; Mínguez Vera, A.; Baixauli Soler, J. S.; Martín Ugedo, J. F. y Sánchez Marín, G. (2014). Women on the board managers' pay: Evidence of Spain. *Journal of Business Ethics*, 129, 265-280.
- Marlow, S. y Carter, S. (2005). *Financing female owned firm: The role of accountants as advisory intermediaries*. XXVIII Institute for Small Business Entrepreneurship National Conference, Blackpool.
- Matsa, D. A. y Miller, A. R. (2013). A female style in corporate leadership? Evidence from Quotas. *American Economic Journal. Applied Economics*, 5(3), 136-169.
- Meier Pesti, K. y Penz, E. (2008). Sex or gender? Expanding the sex-based view by introducing masculinity and femininity as predictors of financial risk taking. *Journal of Economic Psychology*, 29(2), 180-196.
- Pearce, J. A. y Zahra, S. A. (1992). Board compensation from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29, 411-438.
- Peni, E. (2014). CEO and chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 18(1), 185-205.
- Pucheta Martínez, M. C. y Sánchez Vidal, P. (2013). Relación entre la diversidad de género y la rentabilidad económica de las empresas del IBEX 35. *La Ventana. Revista de Estudios de Género*, 12(5), 661-687.
- Renders, A. y Gaeremynck, A. (2012). Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. *Corporate Governance. An International Review*, 20(2), 125-143.
- Weir, C.; Laing, D. y McKnight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business & Accounting*, 29(5-6), 579-611.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

