Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES, JURÍDICAS Y DE LA COMUNICACIÓN

TRABAJO DE FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

"LA PRESENCIA DE MUJERES EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y SU IMPACTO EN LOS RESULTADOS EMPRESARIALES"

Presentado por:

Paula Amo San Juan

Tutelado por:

Gabriel de la Fuente Herrero

María del Pilar Velasco González

Segovia, a 25 de junio de 2025

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN 3

2. EL GOBIERNO CORPORATIVO 4

2.1. Concepto y códigos de buen gobierno 4

2.2. El consejo de administración 7

2.2.1. Composición del consejo de administración 8

2.2.2. Estructura del consejo de administración 9

2.2.3. Funciones del consejo de administración 11

3. LA DIVERSIDAD DE GÉNERO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN 12

3.1. La diversidad de género en el consejo de administración y performance empresarial/resultados empresariales 19

4. ESTUDIO EMPÍRICO 25

4.1. Base de datos y muestra 25

4.2. Definición de variables 26

4.2.1. Variables dependientes 26

4.2.2. Variables independientes 27

4.2.3. Variables de control 29

4.3. Resultados 33

4.3.1. Estadísticos descriptivos 33

4.3.2. Matriz de correlación 35

4.3.3. Resultados de los análisis de regresión 36

5. CONCLUSIONES 43

6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 45

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, la composición de los consejos de administración ha adquirido una gran relevancia en el entorno empresarial, no solo desde una enfoque ética o social, sino también desde una visión estratégica en beneficio de la empresa, debido a una serie de factores como la presión regulatoria en favor de la igualdad, el incremento en el interés tanto de la sociedad como de los inversores por los criterios ambientales y sociales (ESG), así como la creciente conciencia social sobre la necesidad de avanzar hacia una mayor diversidad en los órganos de decisión de las empresas.

A pesar de este gran interés y de los esfuerzos normativos y sociales por ir reduciendo poco a poco las desigualdades que existen en la composición de estos órganos, las mujeres siguen suponiendo un número reducido en los consejos de administración. De esta manera, en 2023, solo el 34,5% de los puestos en los consejos de las empresas cotizadas españolas estaban ocupados por mujeres, según datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Esta situación plantea una cuestión clave, ¿afecta la diversidad de género al rendimiento que pueden presentar las empresas? El objetivo de este trabajo se centrará en responder a esta cuestión, con el fin de estudiar si dicha presencia influye de forma significativa en los resultados empresariales de una selección de empresas que cotizan en el mercado continuo español.

Con el fin de responder a esta cuestión, se ha realizado un análisis cuantitativo basado en datos obtenidos de la CNMV, así como de información financiera recopilada de la base de datos secundaria Orbis. Con estos datos, se desarrollarán varios modelos de regresión lineal múltiple para alcanzar dicho objetivo.

Un gran número de estudios han tratado de estudiar esta relación, sin resultados concluyentes, ya que algunos autores encuentran una influencia positiva, otros no encuentran una relación significativa, e incluso algunos plantean efectos negativos. En este sentido, este trabajo también pretende contrastar dichas evidencias en el contexto español.

En este contexto y con el fin de cumplir con los objetivos requeridos en este estudio, el contenido de este trabajo se divide en dos partes, un marco teórico y un análisis empírico. En la primera parte, aludiendo al marco teórico, se pretende, en primer lugar, poner en contexto el concepto de gobierno corporativo y los códigos de buen gobierno, para que

después pueda explicarse uno de los principales órganos del gobierno corporativo, el consejo de administración. Posteriormente, una vez definido el consejo de administración, así como su composición y funciones, se introduce el concepto de diversidad de género en este órgano, llevándose a cabo un estudio sobre la evolución de la presencia femenina en el consejo tanto a nivel europeo como en España. Finalmente, dentro del marco teórico, se examinan diversos estudios previos que analizan la relación entre la diversidad de género en el consejo con los resultados empresariales.

Con base a este análisis teórico, se da paso a la segunda parte del trabajo, en la que se lleva a cabo un análisis empírico de una muestra de empresas cotizadas españolas, con el objetivo de contrastar los resultados que se han expuesto en la literatura revisada y determinar si la presencia de mujeres en el consejo tiene un impacto en los resultados empresariales.

En un intento de contribuir a la literatura existente, se espera que los resultados obtenidos de este estudio puedan servir como base para futuras investigaciones, así como aportar ideas útiles para tomar decisiones en el seno empresarial.

2. EL GOBIERNO CORPORATIVO

2.1. Concepto y códigos de buen gobierno

En un entorno empresarial dinámico y competitivo, es fundamental contar con mecanismos que aseguren la toma de decisiones adecuada y la sostenibilidad de las compañías. En este contexto, el **gobierno corporativo** es el sistema mediante el cual las compañías son dirigidas y controladas, formado por un conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de la dirección y el control de una empresa.

El gobierno corporativo ayuda en la distribución y el equilibrio entre todos los grupos de interés de la empresa (la junta directiva, el consejo de administración, los accionistas, clientes, proveedores, empleador, etc.), y fija las reglas que rigen el proceso de toma de decisiones en la empresa, con el objetivo de generar valor de manera sostenible.

Según la OCDE[1] (2004) *"El gobierno corporativo abarca un conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. También proporciona la estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño".*

No existe un único modelo de gobierno corporativo que se adapte a todas las situaciones. Cada organización debe diseñar el suyo en función del marco regulatorio de su país y de su estructura de capital, pero principalmente lo integran los siguientes componentes (OCDE, 2016; CNMV, 2020):

- Junta General de Accionistas: es el órgano supremo de decisión formado por todos los accionistas. Entre sus funciones destaca la aprobación de las cuantas anuales, decisiones estratégicas, así como el nombramiento o cese de los consejeros.
- Consejo de administración: es el órgano encargado de la supervisión, el control y la dirección estratégica de la empresa.
- Alta dirección: es el grupo de ejecutivos que gestionan el día a día de la empresa y llevan a cabo las decisiones del consejo de administración.
- Comités del consejo: son subgrupos que apoyan al consejo en áreas específicas. Destacando el Comité de Auditoría, él de Nombramiento y él de Remuneraciones.
- Auditoría externa: son profesionales o empresas que revisan las cuentas anuales y emite un informe para verificar que la empresa muestra la imagen fiel, aportando así transparencia y confianza al mercado.

El objetivo principal del gobierno corporativo, según la OCDE, es mejorar la rentabilidad de la empresa mediante una toma de decisiones transparente y supervisada por los distintos órganos de gobierno, fomentando así la confianza de los inversores, y al mismo tiempo protegiendo los intereses de todas las partes involucradas. Además, se busca garantizar un uso eficiente de los recursos, manteniendo un equilibrio entre el crecimiento económico y la responsabilidad social.

A raíz de una serie de escándalos financieros como los de Enron, WorldCom y Parmalat, se pusieron de manifiesto diversas debilidades en los gobiernos corporativos de grandes

[1] La OCDE estableció en 1999 unos principios sobre gobierno corporativo, los cuales fueron revisados en 2004 con el objetivo de incorporar los avances y cambios que se habían producido en la materia.

organizaciones, esto ocasionó una pérdida de confianza en la información proporcionada por el mercado sobre las empresas cotizadas, provocando que aumentara la necesidad de reforzar los mecanismos de control y transparencia. En este contexto, los inversores ya no solo prestan atención a los indicadores financieros que generan las empresas, sino que también les interesa conocer cómo se han obtenido esos resultados.

Las prácticas de buen gobierno representan la respuesta de las empresas para recuperar y fortalecer la confianza del mercado. Para ello, pueden elaborar informes de gobierno corporativo que reflejen su compromiso con la transparencia y las buenas prácticas. Además, los gobiernos de distintos países publican Códigos de Buen Gobierno con el objetivo de establecer principios y recomendaciones que contribuyan a una gestión empresarial más ética y eficiente (Carrasco Gallego y Laffarga Briones, 2007).

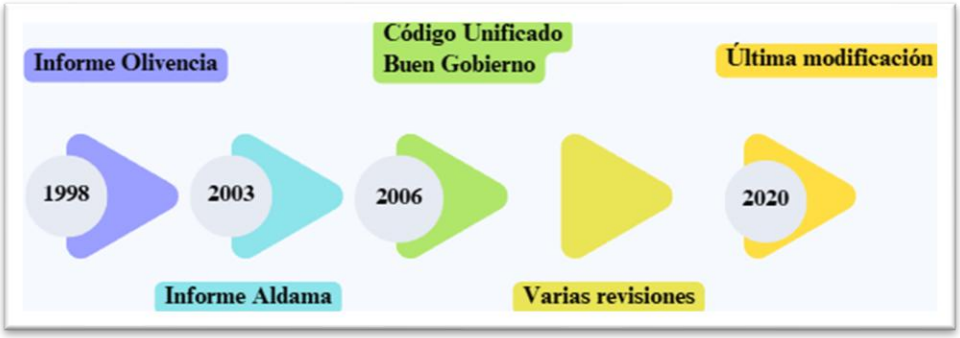
Desde los años 90, en Europa se han desarrollado numerosos Códigos de Buen Gobierno en la mayoría de los países miembros. Muchos de estos códigos han sido revisados para adaptarse tanto a las nuevas normativas impulsadas por los organismos reguladores de los mercados de valores de cada país como a la realidad del entorno empresarial. En este proceso, se han tomado como referencia las recomendaciones de la Unión Europea y la OCDE.

El Código de Buen Gobierno en España surgió con el objetivo de mejorar la transparencia y la responsabilidad en la gestión de las empresas, especialmente en las sociedades cotizadas. Su origen se remonta a 1998, cuando se creó el **Informe Olivencia**, considerándose el primer código de buen gobierno en España. Este informe sentó las bases para mejorar la supervisión de los consejos de administración, defender los derechos de los accionistas y proporcionar una mayor transparencia de la información financiera de las empresas (Olivencia Ruiz, 1998).

Posteriormente, en 2003, se presentó el **Informe Aldama**, con recomendaciones para reforzar el cumplimiento de las normas del buen gobierno, y en 2006, el Código Unificado de Buen Gobierno, promovido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que consolidó y actualizó los principios anteriores, proporcionando recomendaciones más detalladas, en especial sobre la estructura de los consejos de administración, los derechos de los accionistas, la política de remuneración de los directivos, y la necesidad de un adecuado control interno y auditoría. Este código ha sido objeto de varias revisiones, de hecho, la última se realizó en 2020, con el objetivo de

adaptarse a las nuevas exigencias del entorno empresarial y regulatorio. Entre los aspectos más importantes que se han incorporado en la última modificación, cabe destacar la creciente importancia que se le ha concedido a la diversidad de género en los consejos de administración, la lucha contra el cambio climático y, además, la adopción de políticas éticas relacionadas con la responsabilidad social corporativa.

Figura 1. Códigos de Buen Gobierno en España



Fuente: elaboración propia.

En este contexto, el consejo de administración ha pasado a desempeñar un papel relevante como órgano encargado de garantizar la aplicación efectiva de las prácticas vinculadas al buen gobierno corporativo, consolidándose, de este modo, como uno de sus pilares fundamentales. La pérdida de confianza por parte de los inversores y de la sociedad en general, como consecuencia de diversos escándalos corporativos sucedidos en los últimos años, ha llevado a que las empresas refuercen dicho órgano como manifestación de su compromiso con principios como la transparencia, la ética y la sostenibilidad. Por todo ello, se hace necesario abordar su análisis con mayor profundidad.

2.2. El consejo de administración

En el contexto del gobierno corporativo, el consejo de administración se define como unos de los principales mecanismos de control y supervisión dentro de las empresas. Según Fama y Jensen (1983), este consejo está formado por una serie de representantes cuya responsabilidad consiste en supervisar la labor de los directivos, con el fin de asegurarse que dichas decisiones adoptadas estén relacionadas con los intereses de los accionistas.

En este sentido, el consejo de administración se puede definir como el principal órgano de gobierno presente en la empresa, ya que se va a encargar de tomar las decisiones

estratégicas claves y de rendir cuentas ante la junta de accionistas, a la cual representa y cuyos intereses debe proteger. Asimismo, son los propios accionistas quienes van a elegir a los miembros del consejo, dándoles autoridad y estableciendo sus responsabilidades.

De este modo, la principal función del consejo esta centrada en dirigir la compañía velando por el interés común de todos los accionistas que formen parte de ella. Para llevarlo a cabo, van a tomar una serie de decisiones estratégicas, operativas y financieras. Así como establecer las líneas de actuación que debe seguir el equipo ejecutivo.

Por otro lado, Carter et al. (2003) señala que una de las funciones clave del consejo es enfrentarse a los denominados problemas de agencia, los cuales aparecen cuando existe un conflicto de intereses entre los accionistas y directivos. En este sentido, el consejo busca alinear los incentivos, para ello, intenta ajustar la remuneración de los directivos y sustituir aquellos elementos de la organización que no contribuyan a la creación de valor para los accionistas.

2.2.1. Composición del consejo de administración

El código de Buen Gobierno, elaborado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), incluye una serie de recomendaciones relacionadas con la composición del consejo de administración. De esta forma, sugiere que el consejo debe tener una estructura equilibrara, así como un tamaño que sea adecuado para su correcto funcionamiento. Por ello, la CNMV establece, que por lo general el consejo debe de estar formado por un número de entre 5 y 15 miembros. No obstante, esa cifra puede variar en función del tamaño de la empresa. Como es el caso, de las pymes y empresas familiares, donde lo habitual es contar con un número de entre 4 y 7 miembros. Por el contrario, en las grandes organizaciones es más común que los consejos estén formados por 15 o más miembros (Escuela de consejeros, 2021). Además, se recomienda que el número de miembros que formen el consejo de administración sea impar, ya que esto va a facilitar tomar las decisiones mediante votación.

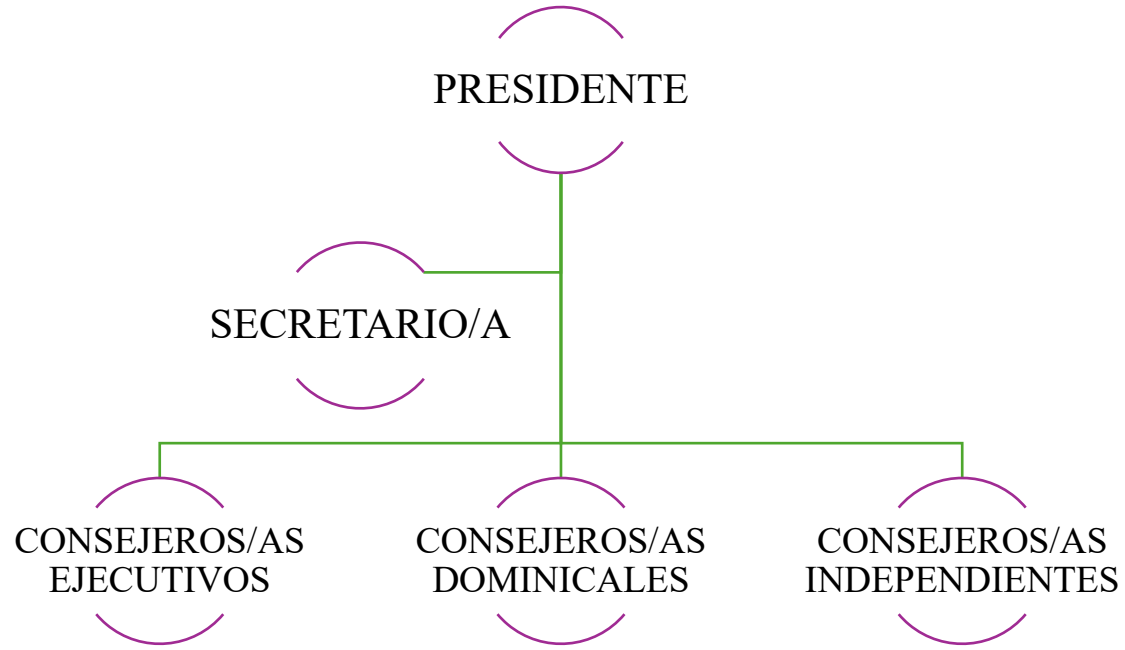
De esta manera, es necesario asegurarse que haya un número adecuado de personas que formen el consejo de administración, contando con miembros con diferentes perfiles y perspectivas. Esto va a permitir que haya mayor capacidad para compartir ideas y tomar las decisiones de la forma más correcta, desde diferentes puntos de vista. Sin embargo, es recomendable que el número de miembros en el consejo sea reducido, ya que un exceso

de personas puede dificultar estas tomas de decisiones y llegar a generar conflictos cuando sea necesario llegar a una serie de acuerdos.

2.2.2. Estructura del consejo de administración

A continuación, en la **Figura 2**, se muestran los tres cargos principales dentro de la jerarquía de los consejos de administración: presidente, secretario y consejeros (San Sebastián, 1996). Tal como se explica más adelante, los consejeros pueden clasificarse en tres tipos distintos.

Figura 2. Estructura general del consejo de administración



Fuente: Elaboración propia

Cada uno de estos cargos desempeña una función específica, la cual se describe a continuación:

- *Presidente*: es quien organiza las reuniones del consejo, decide qué temas se van a tratar y se encarga de dirigirlas. Básicamente, tiene el rol de coordinar todo para que el consejo funcione bien. Lo ideal es que no tenga un cargo directivo en la empresa, así puede actuar con más independencia y defender mejor los intereses de los accionistas.
- *Secretario/a*: su papel es asegurarse de que todo se haga siguiendo las normas, tanto las que marca la ley como las que están en los estatutos de la empresa o que se

acuerdan en las reuniones. También ayuda al presidente del consejo con lo que necesite para que todo funcione bien.

- *Consejeros/as*: es esencial que conozcan en detalle la situación de la empresa para tomar decisiones importantes, ya que su trabajo principal es supervisar y garantizar el buen funcionamiento de la actividad empresarial. Según el nivel de relación que tengan con la empresa, se pueden identificar tres tipos de consejeros/as:
    - *Consejeros/as ejecutivas*: también conocidos como consejeros internos, son personas que mantienen una relación directa, contractual o laboral con la empresa, generalmente ocupan cargos directivos, familiarizados con la gestión diaria de la actividad empresarial.
    - *Consejeros/as dominicales*: son personas que no participan en la gestión diaria de la empresa, pero están relacionados con ella, ya sea porque representan a los propietarios o poseen acciones de la compañía. Su principal función es asegurarse de que los recursos invertidos generen una mayor rentabilidad.
    - *Consejeros/as independientes*: son personas de fuera de la empresa que no tienen ninguna relación con la empresa ni con los accionistas. Su función principal es aportar su experiencia y dar una visión objetiva, sobre todo para proteger a los accionistas minoritarios que no tienen voz directa en el consejo.

Es importante señalar que, independientemente del tamaño de la empresa, su estructura organizativa debe complementarse con otros órganos de apoyo. Por ello, se recomienda la creación de comisiones que respalden al consejo y supervisen áreas clave para un buen gobierno corporativo, como las comisiones encargadas de la información contable, la selección de directivos, la definición y revisión de la política de retribuciones, entre otras.

Según la CNMV, el Código Unificado recomienda que los consejeros externos constituyan una amplia mayoría en el consejo de administración, ya que aportan una visión más objetiva e independiente, y ayudan a evitar los conflictos de agencia, que pueden surgir cuando los intereses de los directivos no coinciden con los de los accionistas, o cuando algunos accionistas están representados en el consejo y otros no. Por esta razón, el Código también aconseja que el número de consejeros ejecutivos sea el mínimo necesario. Cuantos menos consejeros ejecutivos haya, mayor será la capacidad del consejo para tomar decisiones equilibradas y supervisar adecuadamente la gestión. Además, la *Recomendación 17* del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas establece que:

"Los consejeros independientes deben representar al menos la mitad del consejo, salvo cuando exista un accionista con una participación igual o superior al 30 % del capital, en cuyo caso basta con que los independientes representen un tercio del total."

Esta estructura busca garantizar un consejo más imparcial, transparente y comprometido con los intereses generales de la sociedad.

La presencia de un mayor porcentaje de consejeros independientes en el consejo de administración genera beneficios directos para los grupos de interés, especialmente para los accionistas. Según Briano Turrent y Saavedra García (2015) esta composición contribuye a maximizar la creación de valor y a mejorar tanto la calidad como la cantidad de la información que reciben los accionistas, fortaleciendo así la transparencia y la rendición de cuentas. No obstante, es habitual que la información corporativa sea más accesible para los consejeros internos, debido a su participación directa en la gestión diaria de la empresa. Esta asimetría de información motiva a los consejeros independientes a promover prácticas más transparentes de gobierno corporativo, con el objetivo de proteger los intereses de los stakeholders que tienen menor poder de influencia, como señalan Beekun et al. (1998). De este modo, los consejeros independientes no solo aportan objetividad, sino que también actúan como una herramienta clave para equilibrar el poder dentro del consejo y velar por una mayor equidad en el acceso a la información.

2.2.3. Funciones del consejo de administración

Los principios del buen gobierno se traducen en funciones específicas que debe cumplir el consejo de administración según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2016), las cuales se agrupan en seis áreas clave, recogidos en la **Figura 3**:

Figura 3. Funciones del consejo de administración

Fuente: elaboración propia.

3. LA DIVERSIDAD DE GÉNERO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Tras haber presentado una visión general sobre el consejo de administración en el apartado anterior, en este apartado nos centraremos en una de sus características clave: la diversidad de género entre los consejeros.

La diversidad en el contexto empresarial hace referencia a la inclusión y participación activa de personas con diferentes características personales, sociales y profesionales dentro de una organización. Esta diversidad puede abordar diferentes dimensiones como la edad, el origen étnico, la formación académica, la experiencia laboral, y de forma especialmente relevante en los últimos años, el género. En este contexto, la diversidad de género hacer referencia a la participación equilibrada de hombres y mujeres en los distintos niveles de responsabilidad y liderazgo dentro de las empresas, particularmente en órganos de decisión como el consejo de administración (Carter et al., 2010).

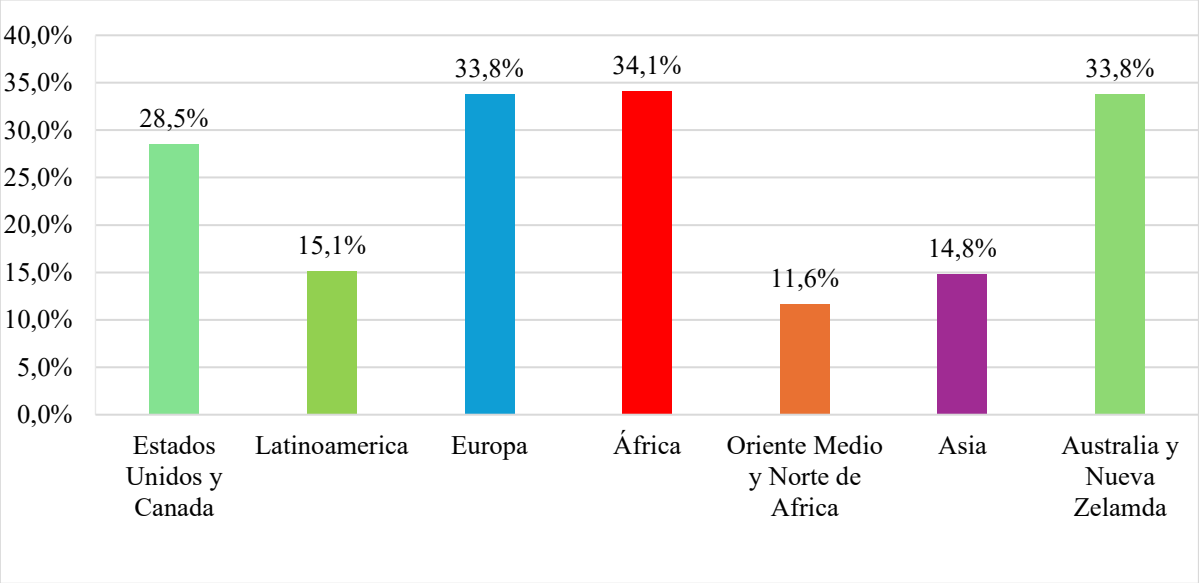
En las últimas décadas, la presencia de mujeres en los consejos de administración ha tenido una evolución significativa, convirtiéndose en un indicador clave de gobierno corporativo. Este fenómeno ha sido objeto de estudio por parte de numerosas instituciones, entre ellas destaca el informe *Women in the Boardroom: A Global Perspective*, elaborado por Deloitte, cuya séptima edición, publicada en 2024, ofrece una

visión de la situación a nivel global de cómo ha evolucionado dicha diversidad en los puestos de la alta dirección, en especial en el consejo de administración.

En 2024, este informe estudió a más de 18.000 empresas en 50 países y regiones a nivel global, investigando no solo la presencia de mujeres en los consejos de administración, sino también pretendía identificar tendencias de cambio en la composición de dichos órganos de gobierno, así como la existencia de políticas de igualdad de género, teniendo en cuenta el impacto que supondrían la aplicación de cuotas o recomendaciones institucionales, y las dificultades que limitan el acceso de las mujeres a los puestos de liderazgo.

Según los datos recogidos por Deloitte, en 2023 las mujeres representaban el 23,3% de los miembros de los consejos de administración a nivel mundial, por cual esto supone un incremento del 3,6% respecto al año 2022.

Figura 4: Porcentaje de mujeres en los consejos de administración a nivel mundial (2023)

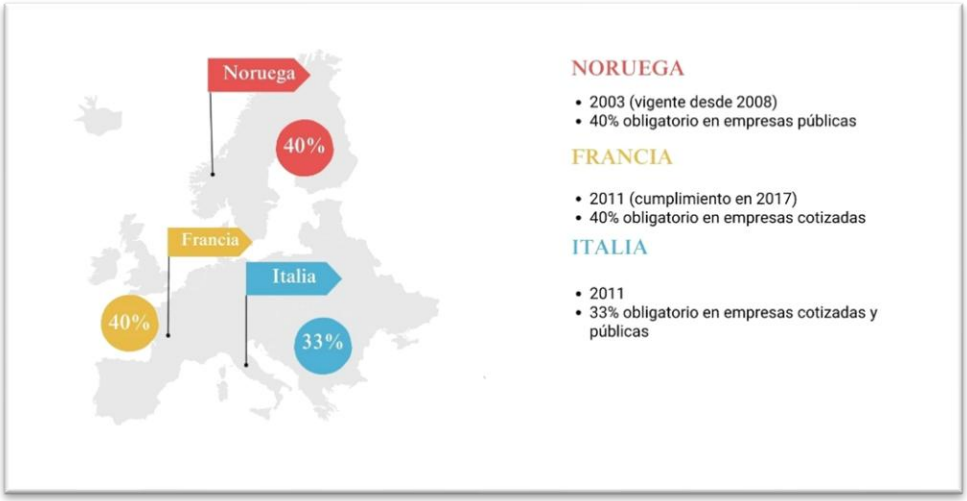


Fuente: elaboración propia con datos de Deloitte (2024).

Por lo tanto, este incremento de la presencia de mujeres en los consejos de administración se puede explicar, en gran medida, por la adopción de una serie de medidas legislativas que se han implantado en distintos países, destacando entre estas medidas las cuotas de género. Estas cuotas de género son una legislación que establece que los consejos de administración deben contar con un cierto número de mujeres en el consejo o un porcentaje en los puestos de estos consejos. Como se puede observar en la **Figura 4**,

Europa es el área geográfica junto con África, con un mayor porcentaje de mujeres en el consejo de administración, con un 33,8% y 34,1%, respectivamente (Deloitte, 2024). Como se ha explicado antes, esto puede ser debido a que Europa es el continente con más países que integran las cuotas de generado mencionadas anteriormente. De esta manera, y como se resalta en la **Figura 5**, Noruega fue el país pionero en esta materia, al introducir en 2003 una ley que imponía una cuota obligatoria de que el 40% de los miembros en el consejo de administración de empresas públicas fueran mujeres, aplicándose desde 2008. Por su parte Francia, aprobó la Ley Copé-Zimmermann en 2011, obligando a las empresas cotizadas a contar con al menos un 40% de mujeres en los puestos de consejeros desde 2017. Destacando en último lugar Italia, que en 2011 implanto la Ley Golfo-Mosca, que indicaba una cuota del 33% de presencia de mujeres en los órganos de gobierno tanto de empresa cotizadas como públicas. A partir de estas medidas y como se observa en la **Figura 4**, estas medidas han permitido a estos países superar el 40 % de la representación femenina en los consejos.

Figura 5. Cuotas de género en consejos de administración en Europa



Fuente: elaboración propia a partir de datos Deloitte.

Por contrario según este estudio recogido por Deloitte y como se puede ver reflejado en la **Figura 4**, regiones como Asia (14,8%), América Latina (15,1%) o el Norte de África (11,6%) tienen un nivel más bajo debido a la falta de legislación vinculante y a una serie de barreras socioculturales que todavía destacan los modelos de liderazgo masculinos. Aunque cabe destacar, que Australia y Nueva Zelanda en 2023 contaban un 33, 8% de

mujeres en los consejos, situándose por encima de la media global y superando incluso a muchos países europeos en este indicador.

En el caso de España, la presencia de mujeres en los consejos de administración ha mostrado grandes avances en los últimos años, especialmente en las empresas cotizadas.

Uno de los principales puntos que llevaron a este crecimiento fue la aprobación del Código Unificado de Buen Gobierno (2006), en el cual se recomendaba a las empresas, pero no se las obligaba, a incluir la diversidad de género en los consejos de administración, según se puede observar en la *recomendación 15* del Código Unificado de Buen Gobierno implantado por la (CNMV, 2006):

"El consejo deberá considerar la conveniencia de nombrar consejeros que aporten diversidad de conocimiento, experiencia y género."

Esto supuso un punto de partida clave para que las empresas comenzaran a considerar la diversidad de género como un aspecto clave para mejorar la calidad e importancia del gobierno corporativo.

Además, otra de las medidas clave que impulso el aumento de la presencia femenina, fue la aprobación de la *Ley Orgánica 3/2007 para la igualdad efectiva de mujeres y hombres,* suponiendo un cambio legislativo importante ya que incorporo una serie de medidas que promovían la igualdad de género en todos los ámbitos, pero en especial en el empresarial (BOE, 2007). A pesar de que esta ley no aprobó cuotas obligatorias, sí que llego a concienciar la necesidad de incorporar a la mujer a los puestos de altos cargos. Según los datos que se han recopilado por la CNMV, ante dicha incorporación de estas políticas, la presencia de mujeres aumento en los consejos pasando de un 7,5% en 2007 a un 9,9% en 2010, como se ve reflejado en la **Figura 6**.

A partir de 2015, la evolución se aceleró debido a la actualización del Código de Buen Gobierno de la CNMV, que recomendó alcanzar un 30 % de mujeres en los consejos antes de 2020 (CNMV, 2015).

"Los consejos de administración deberían alcanzar una presencia mínima del 30% de mujeres antes del año 2020. En caso contrario, las empresas deberán justificar el incumplimiento en su informe anual de gobierno corporativo y detallar las medidas adoptadas para progresar hacia este objetivo."

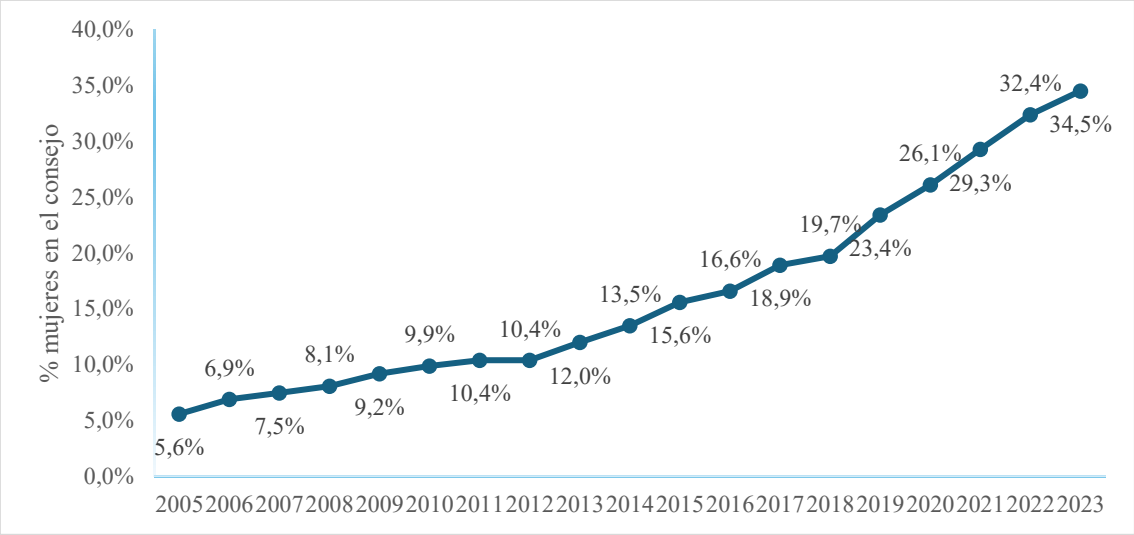
Esta recomendación fue una guía para las empresas y las animó a llevar a cabo una serie de políticas con respecto a la diversidad de género. Como se puede ver reflejado en los datos suministrados por el Informe Anual del Gobierno Corporativo de la CNMV, en 2019 la representación femenina en los en los consejos de las empresas fue del 23,4%.

En 2020, la CNMV actualizó el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas, publicando nuevas recomendaciones con el fin de fomentar la diversidad de género en los consejos de administración de las empresas cotizadas en España. En su recomendación 15, relativa a la composición de los consejos de administración, el código aconseja que:

"El número de consejeras suponga, al menos, el 40% de los miembros del consejo de administración antes de que finalice 2022 y en adelante, no siendo con anterioridad inferior al 30%" (CNMV, 2020).

Actualmente, esta evolución en los avances normativos en España ha llevado a un cambio importante con la aprobación de la *Ley Orgánica 2/2024*, *de 1 de agosto, de representación paritaria y presencia equilibrada de mujeres y hombres*, en la que se establece, por primera vez, que los consejos de administración de empresas cotizadas deben contar obligatoriamente con al menos un 40% de miembros del sexo menos representativo, en este caso a favor de la mujer. A diferencia de lo que se recomendó anteriormente, esta ley fija unos plazos para su cumplimiento, que deberán poner en marcha las empresas del IBEX 35 a partir del 30 de junio de 2026, mientras que el resto de las sociedades cotizadas a partir del 30 de junio de 2027. Además, esta obligación también se extiende a ciertos órganos del sector público, como es el caso del Consejo de Ministros o Congreso, entre otros (BOE, 2024). Esta nueva normativa supone un gran avance en términos de igualdad en la composición de los órganos de decisión de las empresas, reforzando el compromiso del marco legal español.

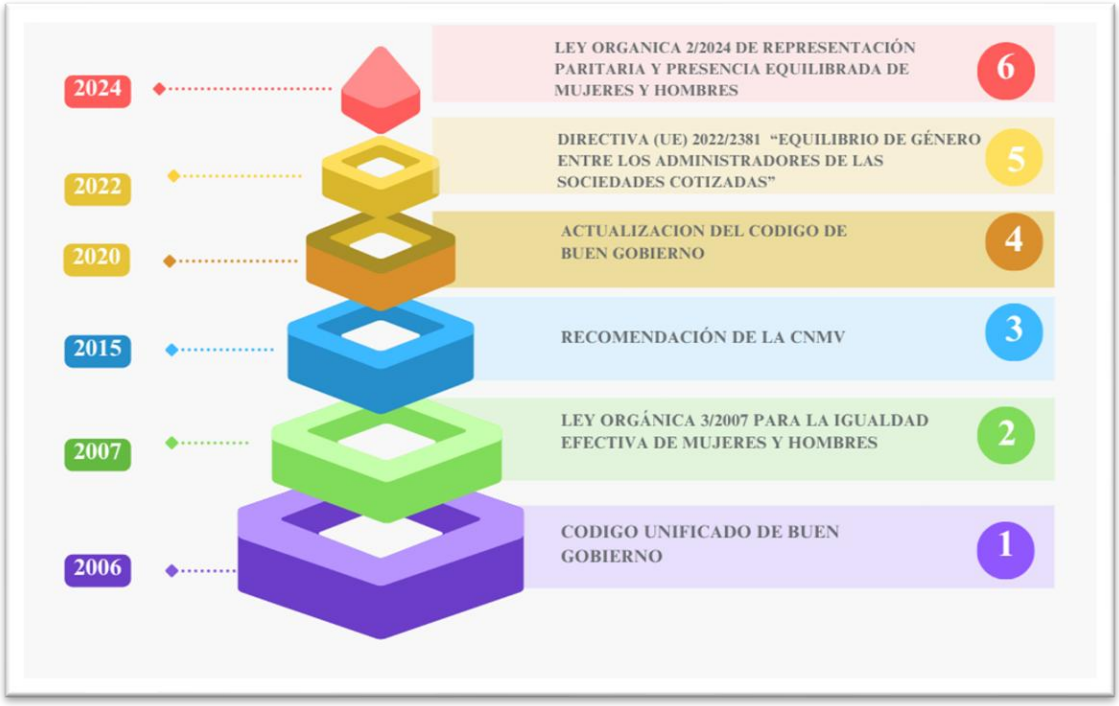
Figura 6. Evolución de las consejeras en empresas cotizadas del mercado continuo (2005-2023)



Fuente: elaboración propia con datos de la CNMV.

Finalmente, a nivel europeo, un paso clave en esta evolución fue la aprobación de la *Directiva (UE) 2022/2381 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de noviembre de 2022,* relativa al equilibrio de género entre los administradores de las sociedades cotizadas. Esta normativa establece que, antes de junio del 2026, al menos el 40 % de los consejeros deberán ser no ejecutivos y que el 33 % del total del consejo deberán pertenecer al sexo menos representado, el cual en este caso se trata del sexo femenino. Además, obliga a las empresas a aplicar procedimientos de selección transparentes y justificados, con posibles sanciones en caso de incumplimiento. En el caso de que al tener que elegir entre dos personas igualmente capacitados para el puesto, esta directiva estable que tendrá preferencia la persona del sexo menos representado, sin que esto pueda ser considerado discriminatorio. Esta legislación refuerza el compromiso europeo con la igualdad de género en los órganos de gobierno corporativo y marca un cambio importante al pasar de recomendaciones a obligaciones legales claras (Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, 2022)

Figura 7. Normativas clave que impulsan la presencia femenina en los consejos de administración



Fuente: Elaboración propia.

Según el XII Informe de Mujeres en los Consejos del IBEX 35 y VII Radiografía del Mercado Continuo (2024), elaborado por IESE Business School y Atrevia, las empresas cotizadas en España continúan avanzando en sus objetivos de paridad, tanto a nivel del IBEX 35 como en el mercado continuo. Este informe estudia las 115 empresas que cotizan en el Mercado Continuo (35 empresas que componen el IBEX 35 y 80 empresas que cotizan en la bolsa de Madrid) según los registros de Bolsas y Mercados Españoles (BME). En 2023, 17 mujeres más accedieron a consejos de administración, alcanzando un total de 407 consejeras en España. Esto supone un aumento de la representación femenina de 2,12 puntos porcentuales como se puede observar en la **Figura 6**, situándose en el 34,50% frente al 32,37% en 2022.

En el caso de IBEX 35, según este mismo estudio, la evolución ha sido aún más destacada. El número de mujeres en los consejos de administración ha pasado de 160 en 2022 a 176 en 2023, lo que supone un aumento de 2,35 puntos porcentuales pasando del 37,47% en 2022 al 39,82% en 2023. Esto sitúa al IBEX 35 a solo una consejera de cumplir con los objetivos de paridad del 40% del Código Unificado de la CNMV. Además, este estudio también menciona que 21 de las 35 empresas que conforman el IBEX 35 han alcanzado

ese 40%, tres más que en 2022. En las empresas que cotizan en la bolsa de Madrid la evolución también ha sido positiva, pero en menor cantidad que en el IBEX pasando de un 29,48% en 2022 a un 31,30% en 2023.

Según el XII Informe de Mujeres en los Consejos del IBEX 35 este progreso puede ser debido a múltiples causas. En primer lugar, la implantación Ley de Igualdad de 2007 y las recomendaciones del Código Unificado de la CNMV, han impulsado a múltiples empresas a adoptar medidas para mejorar la inclusión de la mujer en los puestos de alta dirección, como es el consejo de administración. Pero también la presión de inversores y otros grupos de interés ha impulsado a las empresas a promover medidas, reconociendo que la diversidad mejora la rentabilidad y la creación de valor de las empresas, así como les proporciona otros beneficios, como podremos ver a continuación, donde hay varios estudios empíricos que ven una clara relación entre estas variables.

A pesar de estos avances, tanto el informe de *Women in the Boardroom* a nivel mundial, como en el caso de España el *XII Informe de Mujeres en los Consejos del IBEX 35 y VII Radiografía del Mercado Continuo*, revelan que, aunque se hayan logrado progresos en términos de un mayor número de mujeres en puestos de consejeros, sigue existiendo una desigualdad en términos de influencia y toma de decisiones. Esto queda reflejado en las cifras del informe *Women in the Boardroom,* en el que solo el 8,4 % de las presidencias de consejos y el 6 % de los cargos de CEO a nivel global están ocupados por mujeres. En el caso del informe elaborado en 2023 para las empresas españolas, muestra que la presencia de mujeres en cargos ejecutivos sigue siendo limitada, con un 11,1 % de representación en 2023. Del mismo modo, en la alta dirección, el porcentaje de mujeres fue del 23,1 % en empresas cotizadas, y del 24,7 % en el IBEX 35, lo que supone una menor presencia femenina en los niveles de máxima responsabilidad. Esta situación responde en parte al fenómeno conocido como “techo de cristal”, el cual hace referencia las barreras estructurales e invisibles que impiden a muchas mujeres acceder a los puestos de mayor poder dentro de las organizaciones, incluso cuando tienen formación, experiencia y competencias similares a las de los hombres con cargos similares.

3.1. La diversidad de género en el consejo de administración y performance empresarial/resultados empresariales

En los últimos años, la presencia de mujeres en los consejos de administración ha generado una atención importante tanto en el ámbito académico como en el empresarial.

Numerosos estudios han tratado de determinar si existe una relación entre la participación femenina en los consejos de administración y variables como la rentabilidad, el valor de mercado o el rendimiento financiero. Sin embargo, los resultados obtenidos hasta hoy en día son ambiguos, muchos estudios muestran una relación positiva, otros ofrecen resultados contradictorios o no concluyentes, lo que evidencia la complejidad de este fenómeno y la necesidad de considerar otros factores contextuales, metodológicos y culturales en su análisis.

Uno de los trabajos más influyentes es el de Carter et al. (2003) quienes encuentran una correlación positiva entre la diversidad de género en el consejo y el valor de mercado de la empresa, después de examinar un grupo de empresas estadounidenses. Según estos autores, esta relación, se explica a través de la teoría de los recursos, la cual nos indica que una mayor diversidad en el consejo de administración puede proporcionar habilidades, conocimientos y una mayor variedad de perspectivas que puede constituir una ventaja competitiva. También menciona, que un consejo más diverso puede mejorar la calidad en las decisiones que se toma y la supervisión estratégica, aludiendo a la teoría de agencia, al señalar que puede reforzar la independencia del consejo y mejor la vigilancia sobre la dirección, pudiendo reducir conflictos de intereses e incrementar el rendimiento empresarial. El metaanálisis de Byron y Post (2016) refuerzan la existencia de la relación positiva vista por Carter et al. en su estudio, especialmente cuando este se mide mediante indicadores contables como el ROA y el ROE, llegando a las mismas conclusiones. En cambio, el estudio también indica que esta relación tiende a desaparecer o incluso a no ser significativa cuando se utilizan ciertos indicativos basados en el mercado, como es el caso de la variable Q de Tobin, ya que explica que estas medidas pueden verse condicionadas por factores externos y la presencia del mercado, lo que provoca una mayor volatilidad en los resultados de su análisis empírico. En su trabajo también destaca que este impacto es mayor en aquellas situaciones donde las mujeres deben enfrentarse a mayores barreras, suponiendo que aquellas que acceden a estos altos cargos de gobierno tienen un mayor conocimiento académico, lo que beneficiaría a los resultados empresariales.

En esta misma línea, en el estudio llevado a cabo por Kim y Starks (2016) también encuentran una relación positiva entre la presencia de mujeres en el consejo de administración y los resultados empresariales. Según estos autores, al igual que indicaba en su estudio Carter et al. (2003), las mujeres aportan una serie de habilidades únicas a

los consejos que son menos habituales a las que incorporan los hombres. En cambio, Kim y Starks indican que estas habilidades no favorecen únicamente la variedad de competencias que hay en el consejo, sino que además intentan que las empresas se adapten mejor a un entorno más competitivo, pudiendo así gestionar mejor el riesgo, aportando de esta manera valor a la empresa y alcanzando una mayor reputación.

Sin embargo, Liu et al. (2014) en su estudio encuentran que es este efecto positivo que tiene la presencia de mujeres sobre los resultados empresariales solo es significativo cuando hay más de una mujer en el consejo, apareciendo la teoría de la "masa crítica", en la que los autores argumentan que cuando solo hay una mujer en el consejo su influencia en la empresa puede verse limitada por la falta de apoyo, o incluso a sentirse desplazada en la toma de decisiones. En cambio, si se alcanza una "masa crítica" de tres o más consejeras va a permitir que la diversidad de género tenga un peso mayor e influya de forma significativa en la gestión y en los resultados empresariales.

De la misma forma, estudios más recientes que además de encontrar efectos positivos en la presencia de las mujeres con los resultados empresariales, también encuentran una relación positiva con el desempeño ambiental, social y de gobernanza (ESG), según indica el estudio llevado a cabo por Zahid et al. (2024), donde estos autores concluyen que las mujeres consejeras aportan una mayor sensibilidad hacia sostenibilidad y la responsabilidad corporativa, junto con una diversidad de conocimientos, permitiendo mejorar la transparencia y fortaleciendo la supervisión interna, ya que les obligan a sus miembros a que explique el porqué de sus decisiones. Además, en este estudio también se analiza, que, si el presidente de la compañía (CEO) y el presidente del consejo recaen en la misma persona, esta diversidad de género reduce el riesgo a la concentración de poder entre las partes, permitiendo llevar a cabo mejores prácticas de sostenibilidad, lo que va a generar mayor valor para la empresa, que se va a traducir en una mayor rentabilidad empresarial y aumento de su reputación. En cambio, en aquellos consejos poco diversos, la dualidad del CEO, según el estudio, empeora el desempeño de las empresas estudiadas, limitándose así la diversidad de opiniones y el control sobre la gestión empresarial.

Sin embargo, no todos los estudios coinciden en indicar que hay una relación positiva entre la presencia de mujeres en los consejos y los resultados empresariales. Como se podrá comprobar hay algunos trabajos que han encontrado una relación negativa,

sugiriendo, que, en algunos casos, la incorporación de la mujer en estos órganos de gobierno puede provocar que se reduzca el rendimiento empresarial. Un claro ejemplo es el trabajo llevado a cabo por Adams y Ferreira (2009), en el que analizaron distintas empresas norteamericanas, y comprobaron que los consejos con un mayor número de mujeres llevan a cabo una supervisión más estrictita sobre la gestión de la empresa. Aunque esta mayor supervisión puede ser beneficiosa para solucionar problemas de agencia, al reducir los conflictos de intereses entre las partes, especialmente en aquellas empresas con una mala gestión. Si que es verdad que en aquellas donde ya hay una buena dirección, este exceso de control puede provocar una menor eficiencia y flexibilidad, retrasando la toma de decisiones dentro de la empresa. Desde este punto de vista, se puede ver el efecto negativo que tendría la incorporación de la mujer a estos puestos con el rendimiento financiero.

Por otro lado, Ahern y Dittmar (2012) en su estudio sobre el impacto que tuvo la aprobación de la ley de cuotas en Noruega, encuentran que la incorporación de una cuota mínima obligatoria de mujeres en los consejos provocó una caída en el valor del mercado de las empresas. Para defender este hecho, los autores argumentan que esta reacción negativa ante la implantación de esta ley es posible que fuera porque muchas de estas empresas se vieron obligadas a nombrar a una serie de consejeras sin estar cualificadas para ese puesto, debido a la urgencia que tenían por cumplir con la ley. Esto provocó un efecto negativo afectando a las decisiones estrategias y generando desconfianza entre los inversores. En la misma línea, Matsa y Miller (2013), llevaron a cabo también un estudio de los efectos negativas de la implantación de dichas cuotas en los consejos de ciertas empresas noruegas, pero obteniendo conclusiones diferentes, ya que en su estudio vinculan que una mayor presencia de mujeres en los consejos está relacionada con una mayor reticencia a llevar a cabo despidos del personal durante los periodos de crisis. Aunque esta política sea positiva desde el punto de vista ético o social, los autores también destacan que puede provocar que las empresas no se adapten a esas situaciones extremas y que en el corto plazo afecte a la rentabilidad de las empresas estudiadas.

Otro enfoque que ha sido bastante estudiado en la literatura previa es la hipótesis de que las mujeres tienden a tener una mayor aversión al riesgo en comparación con los hombres, esto puede que influya en el comportamiento estratégico de los consejeros, y se vincule a peores resultados empresariales obtenidos en momentos de crisis o situaciones competitivas. Este argumento fue estudiado por Faccio et al. (2016), en el que argumenta

que las empresas con más mujeres en la dirección de la compañía o en el consejo de administración, tienen políticas financieras más conservadoras, con menor endeudamiento y una gestión más responsable de sus inversiones. Esta cuestión es posible que sea beneficiosa a largo plazo en términos de sostenibilidad, pero en el corto plazo puede afectar negativamente, ya que no se lleven a cabo una serie de proyectos con una buena rentabilidad con el fin de asumir menor riesgo, afectando a los resultados que podrían obtener las empresas si se acometieran esos proyectos. Esta idea está relacionada con teoría del "acantilado de cristal", mencionada por Ryan y Haslam (2005), la cual defiende que las mujeres suelen ser nombrados para puestos de liderazgo en momentos de crisis, cuando las probabilidades de fracaso son mayores. Esto supone, que, aunque parezca que la presencia de mujeres en los consejos de administración afecte de forma negativa a los resultados, esta mayor representación femenina podría ser debida a que la empresa está en una situación de crisis, y en estos momentos se recurre a perfiles más conservadores y éticos, intentando que las mujeres solucionen los problemas. Esto puede dar lugar a que se entienda que estos resultados negativos sean provocados por que la mujer forme parte del consejo, en lugar de cuestionar que estos resultados pueden deberse a la situación a la que se enfrenta la empresa.

Además de los trabajos que encuentran una relación positiva o negativa entre la presencia de mujeres en el consejo de administración y los resultados empresariales, como se ha comentado anteriormente, existen otros estudios que no encuentran una relación significativa entre estas variables estudiadas. Estos trabajos sugieren que la incorporación de la mujer a los consejos no influye, de forma directa, sobre los resultados financieros o el valor de mercado de la empresa, por lo que se necesitaría tener en cuenta otros factores.

En este sentido, destaca el trabajo realizado por la autora Rose (2007), en él que analiza una serie de empresas danesas, concluyendo que el número de mujeres que hay en el consejo de administración no influye sobre el rendimiento, medido a través del ROA. Con el fin de defender sus resultados, Rose sugiere que esto podría deberse a la influencia de otros factores, como son la cultura de la empresa o a ciertas políticas internas, que hacen más complejo la existencia de una relación directa entre las variables de estudio. De una forma similar, Farrell y Hersch (2005), analizan una serie de empresas estadounidenses, en el que tampoco encuentran una relación significativa entre la presencia femenina en el órgano de gobierno y el rendimiento económico. Según estos autores, esta relación no significativa es debido, como indicaba Rose, a una serie de factores externos, además

también mencionan que incorporar a más mujeres en el consejo puede ser debido a la necesidad de cumplir con las normativas establecidas, más que por mejorar la eficiencia o el valor de la empresa. De esta manera, estos autores, también concluyen que las empresas que tienen mejores resultados son los que suelen incluir a más mujeres en su consejo, por lo que esta decisión podría estar más motiva a alcanzar objetivos de diversidad que a mejorar los resultados empresariales.

En el caso de España, destaca el estudio realizado por Mateos De Cabo et al. (2007) centrado en empresas españolas. Por su parte, estos autores tampoco encuentran una relación significativa entre la presencia femenina en los consejos de administración y el rendimiento de las empresas medido a través del ROA o la productividad por empleado. Aunque sí que observan una mayor presencia de mujeres en empresas familiares, argumentando que se debe a que tienen un acceso más fácil a estos órganos por los lazos familiares, suponiendo de este modo una implicación más directa en la gestión de la empresa. También en su trabajo consiguen explicar a partir de una serie de estudios porque la presencia de mujeres en el consejo es muy reducida.

En estudios más recientes como es el caso del metaanálisis de Pletzer et al. (2015) y el trabajo de Jaber (2020), tampoco encuentran que la diversidad de género esté relacionado con el rendimiento empresarial, ya que como se ha comentado antes, para entender mejor esta relación, es necesario considerar una serie de factores que puedan influir en la rentabilidad de la empresa, como pueden ser el tamaño de la empresa, la cultura organización, así como, la implantación de las políticas de igualdad de género. Además, Pletzer et al. concluye en su metaanálisis, que, aunque no exista relación entre estas variables, igualmente las mujeres también tendrían derecho a ocupar cargos en el consejo, al estar igualmente cualificadas que los hombres.

En definitiva, la evidencia empírica sobre la relación entre la diversidad género en los consejos de administración y el rendimiento empresarial sigue siendo contradictoria. Como se ha podido observar, algunos estudios muestran efectos positivos, otros negativos o no significativos, mostrándonos que no existe una relación general ni directa en muchas situaciones entre estas variables. Estas diferencias entre los distintos trabajos analizados pueden ser debidas a los distintos métodos empleados, los contextos sociales, culturales y normativos en los que se desarrollan los distintos estudios, así como por las características propias de cada empresa.

Esto plantea una mayor necesidad de investigación en este sentido, concluyendo que no bastaría con seguir haciendo estudios que fuera réplicas de los que se han venido realizando hasta ahora, haciéndose necesario encontrar nuevas líneas y argumentos que puedan dar respuesta a esa dispersión de resultados, ya que en muchas ocasiones no se explica el motivo de esos resultados.

Partiendo de esta situación, el presente trabajo tiene como objetivo analizar si la presencia de mujeres en los consejos de administración influye sobre los resultados empresariales. Con el fin de cuantificar esa relación, se plantean la siguiente hipótesis a contrastar:

$H_0 =$ *la presencia de mujeres en el consejo de administración no tiene un efecto significativo sobre los resultados empresariales.*

$H_1 =$ *la presencia de mujeres en el consejo de administración tiene un efecto significativo sobre los resultados empresariales.*

4. ESTUDIO EMPÍRICO

4.1. Base de datos y muestra

La base de datos que se va a utilizar en este estudio está formada por un conjunto de sociedades no financieras que cotizaban en los mercados de valores españoles durante el año 2023. Se eliminaron a las sociedades financieras debido a su situación particular, tanto su regulación específica como su normativa contable, que las diferencian del resto de sociedades incluidas.

Las variables analizadas se han estimado a partir de información extraída manualmente de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo que las empresas cotizadas presentan ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), centrando la atención en el número de mujeres en los consejos de administración y en el tamaño de dichos órganos. La clasificación de los consejeros —ejecutivos, dominicales, independientes y otros— se realizó conforme a la categorización utilizada por las propias empresas en estos informes. Asimismo, se han elaborado y estimado variables relacionadas con la rentabilidad, el valor de la empresa y otras características corporativas, utilizando datos económico-financieros obtenidos de la base de datos ORBIS, ya que proporciona información procedente los estados financieros de compañías a nivel mundial, a la que se accedió a través de la biblioteca de la Universidad de Valladolid.

La muestra final se conformó tras eliminar aquellas empresas para las que no se pudo recopilar alguna de las variables necesarias para el análisis, así como aquellas cuyos estados financieros no comprenden el ejercicio completo desde el 1 de enero de 2023 hasta el 31 de diciembre de 2023, sino que inician su ejercicio económico en fechas distintas.

Además, se revisaron los valores numéricos de las variables utilizadas para identificar aquellos valores extraños que pudieran afectar a la calidad del análisis. Para ello, se eliminaron aquellas observaciones que tenían datos extremos entre sus resultados en comparación con el resto de la muestra. Esta depuración, "outlier", ha permitido que la muestra sea más homogénea y representativa de las empresas a estudiar.

Como resultado, el estudio incluye un total de 90 empresas cotizadas españolas.

4.2. Definición de variables

4.2.1. Variables dependientes

Para analizar si la diversidad de género mejora el rendimiento financiero de las empresas que cotizan en el mercado español, se han seleccionado tres indicadores de rendimiento: ROA, ROE y Q de Tobin.

- Rentabilidad económica (ROA):

La rentabilidad económica (ROA), en inglés *return on assets*, mide la capacidad de una empresa para generar beneficios a partir de sus activos. Este indicador ofrece a los inversionistas una visión clara sobre la eficiencia con la que la empresa convierte sus recursos en utilidades, proporcionando además una proyección útil sobre el potencial futuro de sus inversiones (Carter et al., 2003).

La rentabilidad económica (ROA) se calcula mediante la siguiente fórmula:

$$Rentabilidad\ económica\ (ROA) = \frac{EBIT}{Total\ de\ activos} = \frac{Resultado\ de\ explotación}{Total\ de\ activos}$$

- Rentabilidad financiera (ROE):

La rentabilidad financiera (ROE), en inglés *return on equity,* mide la rentabilidad financiera obtenida por los accionistas, es decir, los beneficios generados por cada unidad monetaria invertida en capital propio. Lo hemos obtenido a través de esta fórmula:

$$Rentabilidad\ financiera\ (ROE) = \frac{Resultado\ neto}{Fondos\ propios}$$

- Q de Tobin

La Q de Tobin la vamos a utilizar en este trabajo como una variable dependiente clave para analizar el impacto de la diversidad de género en el consejo de administración sobre el valor de la empresa. Dicha variable mide la relación entre el valor de mercado de la empresa y el valor contable de sus activos, interpretándose como un indicador de las expectativas del mercado respecto al potencial de crecimiento y rentabilidad futura que tenga la compañía. La fórmula que hemos utilizado para calcular dicha variable es:

$$Q\ Tobin = \frac{Valor\ de\ mercado\ de\ la\ empresa}{Valor\ contable\ de\ los\ activos\ totales} = \frac{Capitalización\ bursátil + Valor\ contable\ de\ la\ deuda}{Valor\ contable\ total\ de\ los\ activos}$$

Esta variable ha sido utilizada en diversos estudios sobre la diversidad de género en los consejos de administración, como los realizados por Adams y Ferreira (2009) y Campbell y Mínguez-Vera (2008), en los que analizan, como he mencionado antes, si la presencia de mujeres en los consejos de administración influye en la valoración de la empresa por parte del mercado.

4.2.2. Variables independientes

Con el propósito de analizar el impacto que tiene la diversidad de género en los resultados empresariales, se han considerado como variables independientes aquellas que incorporen la presencia de las mujeres en el consejo de administración. Estas variables permiten medir el grado de diversidad de género que hay en el consejo de administración y establecer de este modo una relación con las variables dependientes que reflejan el rendimiento financiero.

- Porcentaje de mujeres en el consejo de administración:

El porcentaje de mujeres en el consejo mide la proporción de mujeres que forman parte del consejo de administración de una empresa respecto al total de miembros del consejo. Se calcula como:

$$Mujeres\% = \left(\frac{Número\ de\ mujeres\ en\ el\ consejo}{Número\ total\ de\ miembro\ del\ consejo}\right) x100$$

Esta variable ha sido muy utilizada en la literatura previa para estudiar el grado de diversidad de género en los órganos de gobierno corporativo, como es el caso de Campbell y Mínguez-Vera (2008) en el contexto español, que analizan si existe influencia con el valor de la empresa.

- Presencia femenina en el consejo de administración:

Para medir la presencia femenina en el consejo de administración se va a utilizar una variable dicotómica o ficticia que indica si el número de mujeres en el consejo de administración es igual o superior a tres. Toma valor:

$$D_Genero3 = \begin{cases} 1, si\ hay\ tres\ o\ mas\ mujeres\ en\ el\ consejo \\ 0, \quad si\ hay\ menos\ de\ tres\ mujeres\ en\ el\ consejo \end{cases}$$

Con esta variable se va a poder observar el efecto que pueda tener una pequeña representación de mujeres en el consejo. Para ello, se ha elegido el umbral de tres mujeres basado en la teoría del *tokenismo* (Kanter, 1997), que indica que cuando hay pocas personas que pertenecen un grupo pequeño, en nuestro caso las mujeres, su presencia suele ser más simbólico que el impacto que pueda tener, por lo tanto, es necesario una masa crítica para que estos grupos puedan influir en la empresa. Estudios como el de Liu et al. (2014) respaldan esta idea, al demostrar que la presencia de tres o más consejeras va a permitir que la diversidad de género tenga un impacto real y significativo en la gestión y los resultados de las empresas.

En nuestro estudio, esta variable se utilizará con el objetivo de contrastar si alcanzar dicha masa crítica tiene un impacto significativo sobre los resultados empresariales.

- Mujer presidente en el consejo

En el caso de la variable "mujer presidente en el consejo" se va a analizar a través de una variable ficticia que indica si el puesto de presidente del consejo de administración está ocupado por una mujer o no. Toma el valor:

$$D_Presidente = \begin{cases} 1, si\ la\ presidenta\ del\ consejo\ es\ mujer \\ 0, \quad si\ el\ presidente\ del\ consejo\ es\ hombre \end{cases}$$

A partir de esta variable se va a poder estudiar el posible efecto que pueda tener que la mujer ocupe el puesto de presidenta en el consejo de administración, A diferencia de la variable que mide el porcentaje de mujeres en este órgano, esta variable se centra en el

puesto de mayor autoridad dentro del consejo, lo que supone que las decisiones que tome en la empresa pueden influir en los resultados.

Este análisis lo podemos ver en estudios previos, como el de Byron y Post (2016), en el que sugieren que la presencia de mujeres en puestos de liderazgo puede estar asociado con una dirección más abierta al diálogo, que actúan de una forma más ética y se preocupan por la sostenibilidad.

4.2.3. Variables de control

Además de las variables independientes relacionadas con la diversidad de generó, se van a incluir en los modelos una serie de variables de control que permitan aislar el efecto de composición del consejo sobre la rentabilidad empresarial. Estas variables han sido seleccionadas por su presencia en otros estudios previos relacionados con las variables que se van a contrastar en este trabajo, así como la influencia que pueden llegar a tener con el desempeño de las empresas.

- Tamaño de la empresa

El tamaño de la empresa se refiere tanto a las dimisiones físicas y económicas, existiendo una relación en las que las empresas más grandes suelen tener mayores recursos y un mejor acceso a ellos, el problema es que sus estructuras organizativas son más complejas lo que les puede afectar a los resultados empresariales.

En este análisis, se utiliza el logaritmo neperiano del activo total para manejar datos en una escala más reducida. Además, aplicar el logaritmo facilita la interpretación de los coeficientes en los modelos econométricos, ya que permite que analicemos los efectos relativos en lugar de los absolutos.

La fórmula que utilizamos pata calcular el tamaño es:

$$\mathrm{In}Tamaño = In(activo\ total)$$

Asimismo, el tamaño de la empresa ha sido utilizado como variable de control en numerosos trabajos empíricos que analizan el efecto de la diversidad de género en el consejo, como es el caso de Carter et al. (2003) analizado previamente.

- Tamaño del consejo de administración,

El tamaño del consejo hace referencia al número total de miembros que componen dicho órgano en cada empresa. Es una variable que se contemplan en los estudios que analizan la vinculación entre gobierno corporativo y la *performance* de la empresa, siendo también variable de control típica en trabajos previos de diversidad de género (Carter et al., 2003; Campbell y Mínguez-Vera, 2008). En estos estudios se han llegado a conclusiones contradictorias, en las que por un lado se argumenta que un consejo más grande puede aportar mayor diversidad de conocimientos y habilidades; pero que, por otro lado, si hay un excesivo número de miembros puede dificultar la coordinación y ser ineficiente para tomar las decisiones dentro de la empresa.

En nuestro estudio lo vamos a medir a través del logaritmo neperiano del tamaño total del consejo ya que es más fácil su interpretación es valores relativos:

$$InConsejo = In(número\ total\ de\ miembros\ del\ consejo\ )$$

- Ratio de endeudamiento

La ratio de endeudamiento indica que parte de los activos de la empresa está financiado con recursos ajenos en lugar de capital propio. Esta variable puede afectar al rendimiento financiero, ya que un mayor endeudamiento supone un mayor riesgo financiero, además que puede reducir la rentabilidad por el pago de los intereses que provoca esa financiación ajena.

Es una variable de control común en estudios que relacionan la diversidad de género en los órganos de gobierno corporativo y el desempeño financiero de la empresa, como se puede ver en el estudio de Adams y Ferreira (2004), en el que encuentran una relación negativa entre la presencia de mujeres en el consejo y el riesgo. Aunque Farrell y Hersch (2005) interpretan que si las mujeres elegidas para el consejo son un recurso escaso y éstas tienen más aversión al riesgo que los hombres, preferirán aquellas empresas que les ofrezcan mayor seguridad.

Para medirlo vamos a utilizar la siguiente formula y variables:

$$Endeudamiento = \frac{Deuda\ Total}{Total\ de\ activos}$$

- Ratio de liquidez

La ratio de liquidez mide la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, en concreto la fórmula que utilizada mide el porcentaje de los activos que está disponible en forma de efectivo (Nguyen et al., 2022).

La fórmula teórica que hemos utilizado para calcular esta ratio es:

$$Liquidez = \frac{Efectivo\ y\ otros\ activos\ liquidos\ equivalentes}{Total\ Activos}$$

Esta ratio se puede interpretar con que valores superiores a 1 sugiere que la empresa tiene liquidez suficiente para hacer frente a las obligaciones a corto plazo, significando un resultado positivo. En cambio, valores inferiores a 1 se considera negativo. Sin embargo, también puede suceder, que un exceso de liquidez sea interpretado como una falta de eficiencia en el uso de los recursos de los que se disponen.

- Sector de la actividad

El sector de actividad al que pertenecen cada una de las empresas de la muestra puede influir en la estructura organizativa, su rendimiento financiero y como se compone el consejo de administración. Por tanto, se ha incluido el sector de actividad como una variable de control en el análisis.

Se han definido diez categorías sectoriales que agrupan a las empresas según su actividad económica principal a partir del código SIC (Standard Industrial Classification) en el cual las industrias están agrupadas en diez divisiones, pero se han excluido las divisiones A y B, ya que no se ha encontrado ninguna empresa perteneciente a estas categorías en la muestra que hemos analizado. Por lo tanto, únicamente se han incorporado siete variables dummies en el modelo de regresión para evitar problemas de multicolinealidad perfecta, dejando una categoría como grupo de referencia.

Tabla 1. Clasificación de sectores económicos según el código SIC y creación de variables dummies

Nombre de la variable	División	Sector económico	Rango del código SIC
D_IndA	A	Agricultura, silvicultura y pesca	010-099
D_IndB	B	Minería	100-149
D_IndC	C	Construcción	150-179
D_IndD	D	Manufactura	200-399

D_IndE	E	Transportes y servicios públicos	400–499
D_IndF	F	Comercio mayorista	500–519
D_IndG	G	Comercio minorista	520–599
D_IndH	H	Finanzas, seguros e inmobiliarias	600–699
D_IndI	I	Servicios	700–899
D_IndJ	J	Administración pública	910-972

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos de Orbis.

Cada variable dummy toma el valor 1 si la empresa pertenece al sector correspondiente, y 0 en caso contrario.

$$D_IndC = \begin{cases} 1, si\ la\ industria\ de\ la\ empresa\ esta\ en\ la\ división\ C \\ 0, \quad si\ la\ industria\ de\ la\ empresa\ no\ esta\ en\ la\ división\ C \end{cases}$$

$$D_IndD = \begin{cases} 1, si\ la\ industria\ de\ la\ empresa\ esta\ en\ la\ división\ D \\ 0, \quad si\ la\ industria\ de\ la\ empresa\ no\ esta\ en\ la\ división\ D \end{cases}$$

. . .

Esta clasificación permite obtener diferencias entre sectores que pudieran afectar a los resultados empresariales y, por tanto, distorsionar la relación entre la presencia femenina en el consejo de administración y las variables de desempeño utilizadas en nuestro estudio.

Tabla 2. Definición y nomenclatura de las variables del modelo

Variables	Descripción	Nomenclatura
Rentabilidad económica	Rentabilidad sobre activos: resultado explotación / total de activos	ROA
Rentabilidad financiera	Rentabilidad sobre fondos propios: resultado neto / fondos propios	ROE
Q deTobin	Valor de mercado / valor contable de los activos	Q_Tobin
% mujeres en el consejo	Porcentaje de mujeres en el consejo de administración: nº mujeres consejo/total miembros	Mujeres%
Dummy ≥3 mujeres consejo	Dummy que toma valor 1 si hay 3 o más mujeres en el consejo, 0 en caso contrario	D_mujeres3
Dummy mujer presidenta consejo	Dummy que toma valor 1 si la presidencia del consejo la ocupa una mujer, 0 en caso de que la ocupe un hombre	D_presidente
Tamaño empresa	Logaritmo neperiano del total de activos	InActivos

Tamaño consejo	Logaritmo neperiano del número total de miembros del consejo	InConsejo
Ratio endeudamiento	Ratio de endeudamiento: deuda total / total activos	Endeudamiento
Ratio liquidez	Ratio de liquidez: efectivo/ total activos	Liquidez
Dummies sectorial	Dummies que toman valor 1 si la empresa pertenece al sector y 0 en caso contario	Dummies industria

Fuente: elaboración propia.

4.3. Resultados

4.3.1. Estadísticos descriptivos

Antes de empezar con el análisis que vamos a llevar a cabo, es necesario ofrecer una primera visión de las características de la muestra que hemos empleado para ello. La **Tabla 3** presenta los estadísticos descriptivos de las principales variables que hemos utilizado, incluyendo la media, la desviación típica, así como los valores mínimo y máximo, y el número de observaciones para cada una.

Este análisis descriptivo nos va a permitir identificar la distribución de las variables, la existencia de posibles asimetrías o dispersiones elevadas, con el fin de contextualizar los resultados posteriores y facilitarnos así la interpretación económica de las relaciones que se establecen entre las variables de los modelos.

Tabla 3. Estadísticos descriptivos

Variable	Nº Observaciones	Media	Mediana	Desv. Tipica	Mínimo	Máximo
ROA	90	0,054	0,043	0,072	-0,136	0,333
ROE	90	0,093	0,089	0,143	-0,272	0,810
Q_Tobin	90	1,357	1,039	1,235	0,357	9,886
Mujeres%	90	0,333	0,333	0,115	0,000	0,571
InActivos	90	21,158	20,948	1,977	17,534	25,734
InConsejo	90	2,276	2,303	0,296	1,609	2,773
Endeudamiento	90	0,522	0,473	0,338	0,026	2,416
Liquidez	90	0,100	0,070	0,090	0,003	0,499

Fuente: elaboración propia.

En cuanto a las variables dependientes, la rentabilidad sobre los activos (ROA) presenta una media del 5,4%, mientras que la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) alcanza

el 9,3 %. Además, ambas variables muestran una gran dispersión, especialmente el ROE, cuya desviación típica es del 14,3 %, en comparación con el 7,2 % del ROA. Estos resultados nos indican una gran variabilidad en la rentabilidad de las empresas incluidas en la muestra.

En cuanto al valor de mercado en relación con el valor contable de los activos, medido a través de la Q de Tobin, tiene una media de 1,039, con valores que se encuentran entre 0,357 y 9,886, lo que nos refleja que hay empresas con una elevada valoración bursátil respecto a sus activos contables.

En cuento a la diversidad de género, el porcentaje medio de mujeres en los consejos de administración se sitúa en un 33,3 %, con un valor máximo del 57,1 % y un mínimo del 0 %, lo que nos sugiere que algunas empresas aún no tienen ninguna mujer en sus consejos de administración. La dispersión es moderada (desviación típica de 11,5 %) lo indicándonos que hay una gran diversidad entre las empresas en este aspecto.

Entre las variables de control que hemos utilizado, el tamaño de la empresa nos muestra una media de 21,15, con valores que se encuentran entre 17,53 y 25,73. Así como, el tamaño del consejo indica una media de 2,27, con valores que varían entre 1, 609 y 2,773. Estas variables nos sugieren una distribución semejante y con desviación típicas moderadas.

Por otro lado, la ratio de endeudamiento presenta una media del 52,2 %, mostrándonos que la mitad de los activos están financiados por deuda, aunque con mucha dispersión (desviación típica de 33,8 %), indicando importantes diferencias en las políticas de financiación entre las empresas estudiadas. La liquidez, por último, muestra un valor medio del 10,0% siendo significativamente baja para las empresas de la muestra, con una dispersión más razonable (desviación típica de 9,0 %).

Además de estas variables continuas, en nuestro estudio incorporamos dos variables dicotómicas que recogen aspectos relevantes de la estructura del consejo de administración con respecto a la diversidad de género. En concreto, el 72,22% de las empresas de la muestra cuentas con tres o más mujeres en el consejo de administración, lo que supone un importante avance en el cumplimiento de las recomendaciones sobre igualdad de género en los órganos de gobierno corporativo. Por el contrario, la presencia de mujeres en puestos de máxima responsabilidad es todavía mínimo, con tan solo un

7,8% de las empresas tienen una mujer en la presidencia del consejo, lo que supone aun una brecha de género en los niveles más altos de toma de decisiones.

4.3.2. Matriz de correlación

En la **tabla 4** se presentan las correlaciones entre las principales variables utilizadas en nuestro trabajo. Este análisis es importante para observar cómo se están relacionando entre sí las variables antes de aplicar los modelos de regresión.

Tabla 4. Matriz de correlación de Pearson

	ROA	ROE	Q Tobin	Mujeres %	D_mujeres3	D_presidente	InActivos	InConsejo	Endeudamiento	Liquidez
ROA	1									
ROE	0,552	1								
Q Tobin	0,246	0,267	1							
Mujeres %	0,125	0,073	0,038	1						
D_mujeres3	0,072	-0,056	0,057	0,626	1					
D_presidente	0,004	0,011	-0,128	0,156	-0,089	1				
InActivos	0,140	0,200	-0,198	0,416	0,475	0,093	1			
InConsejo	0,134	-0,008	-0,101	0,244	0,671	-0,042	0,597	1		
Endeudamiento	-0,225	0,139	0,187	-0,011	0,048	-0,045	0,009	0,062	1	
Liquidez	0,269	0,283	0,116	0,017	0,133	-0,037	0,048	0,140	0,092	1

Fuente: elaboración propia.

Como se puede observar, existe una correlación positiva y elevada entre las dos variables que miden las rentabilidad, ROA y ROE (0,552), esto nos indica que ambas se comportan de manera similar al medir el rendimiento financiero de las empresas. También podemos observar una relación positiva entre ROA y la Q de Tobin, lo que nos da a pensar que las empresas con mayor rentabilidad sobre los activos tienden a estar más valoradas por el mercado.

Respecto a la presencia de mujeres en el consejo de administración, el porcentaje de mujeres está relacionado positivamente con la variable dicotómica *D_mujeres3* (0,626), que indica si hay tres o más mujeres en el consejo, lo cual es normal ya que ambas variables miden aspectos similares. También podemos observar que las empresas más grandes, con un mayor valor del logaritmo del total de activos, son aquellas con un mayor número de mujeres en sus consejos, ya que hay una relación positiva entre la variable que mide el tamaño de la empresa y las variables que indican la presencia de mujeres en el consejo, expresada tanto en porcentaje como mediante la variable dicotómica *D_mujeres3* (0,426 y 0,475).

En cambio, la variable dicotómica *D_presidente* no presenta ninguna correlación significativa con las variables que analizamos en nuestro análisis, lo que podría deberse a su baja representación en la muestra.

En cuanto a las variables de control, por un lado, la liquidez nos muestra una relación positiva con el ROA (0,269) y con el ROE (0,283), lo que nos puede indicar que las empresas con una mayor capacidad para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo tienden a una mayor rentabilidad. Por el contrario, la ratio de endeudamiento está relacionada negativamente con el ROE (-0,225), esto nos podría indicar que un mayor endeudamiento está relacionado con una menor rentabilidad financiera, debido a los costes financieros que supone el apalancamiento.

En definitiva, los coeficientes de correlación que hemos observado se mantienen dentro de los rangos que son aceptados teóricamente, lo que nos sugiere la ausencia de multicolinealidad significativa entre las variables analizadas en nuestros modelos, reforzando así la validez del análisis econométrico que vamos a realizar a continuación (Gujarati y Porter, 2009).

4.3.3. Resultados de los análisis de regresión

A partir de la definición de las variables y un análisis previo sobre la muestra que vamos a utilizar, llevaremos a cabo la estimación de varios modelos de regresión lineal múltiple utilizando el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios con el fin de contrastar la hipótesis planteada anteriormente. Esta técnica econométrica nos permite identificar la relación entre una variable dependiente y un conjunto de variables explicativas. Cada uno de estos modelos que analizaremos están formados por una variable independiente principal, que mide la presencia de mujeres en el consejo, junto con una serie de variables de control que hemos explicado anteriormente. Además, vamos a incluir una serie de variables dicotómicas que reflejan la industria, para controlar los efectos de los sectores.

Posteriormente, vamos a presentar los resultados de los modelos de regresión lineal múltiple, diferenciando los análisis según la variable de presencia femenina en el consejo de administración que hemos utilizado como variable explicativa principal. En cada caso se estiman tres modelos independientes para cada variable dependiente (ROA, ROE y Q de Tobin).

- Porcentaje de mujeres en el consejo

En primer lugar, se analiza el efecto del porcentaje de mujeres en el consejo de administración. Los modelos de regresión empleados para el análisis son:

Modelo 1:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 Mujeres\% + \beta_2 InActivos + \beta_3 InConsejo + \beta_4 Endeudamiento + \beta_5 Liquidez + \sum_{j=1}^{7} \delta_j D_{Industria} + \varepsilon_i$$

Modelo 2:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 Mujeres\% + \beta_2 InActivos + \beta_3 InConsejo + \beta_4 Endeudamiento + \beta_5 Liquidez + \sum_{j=1}^{7} \delta_j D_{Industria} + \varepsilon_i$$

Modelo 3:

$$Q\ de\ Tobin = \beta_0 + \beta_1 Mujeres\% + \beta_2 InActivos + \beta_3 InConsejo + \beta_4 Endeudamiento + \beta_5 Liquidez + \sum_{j=1}^{7} \delta_j D_{Industria} + \varepsilon_i$$

A continuación, se presentan los resultados de las regresiones estimadas recogidos en la **Tabla 5.**

Tabla 5. Resultados de los modelos de regresión con % de mujeres en el consejo como variable independiente

	ROA (1)		ROE (2)		Q TOBIN(3)	
	Coeficiente	Error típico	Coeficiente	Error típico	Coeficiente	Error típico
Constante	-0,089	0,106	-0,313	0,217	2,731	2,008
Mujeres %	-0,013	0,068	-0,055	0,140	0,927	1,290
InActivos	0,006	0,005	0,028**	0,010	-0,089	0,094
InConsejo	-0,003	0,030	-0,132*	0,061	-0,225	0,560
Endeudamiento	-0,078***	0,022	0,015	0,044	0,513	0,408
Liquidez	0,203**	0,080	0,476***	0,163	1,480	1,509
Dummies industria	Sí		Sí		Sí	
R-Cuadrado	0,329		0,278		0,17717	
R2 Ajustado	0,224		0,166		0,04894	
Estadístico F	3,141		2,476		1,38162	
N Observaciones	90		90		90	

*Nota: significatividad * p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01. Todos los modelos incluyen variables dummy por industria. N = 90 observaciones por modelo.*

Como podemos observar, los resultados para la variable independiente que indica porcentaje de mujeres en el consejo*, Mujeres%,* muestra unos coeficientes negativos tanto para la variable ROA (-0,013) y ROE (-0,055), y un coeficiente positivo para Q de Tobin (0,926). Sin embargo, en los tres modelos los valores *p-value* asociados a esas variables son elevados, siendo superiores al nivel de significación que normalmente se utiliza, 5% y 10%, lo cual indica que no se puede rechazar la hipótesis nula de que estos coeficientes sean iguales a cero. Por lo tanto, podemos concluir que el porcentaje de mujeres en el consejo de administración no tiene un impacto estadísticamente significativo en ninguna de las medidas que hemos utilizado para analizar los resultados empresariales en nuestra muestra. Esto nos sugiere, que, según los datos que podemos analizar, no hay indicios de que una mayor participación femenina en el consejo influye sobre los resultados empresariales y en la valoración de mercado de las empresas.

Con respecto a las variables de control, los resultados que podemos observar son coherentes con los estudios previos, ya que la ratio de liquidez nos muestra una relación positiva y significativa tanto para la variable ROA como para el ROE, indicándonos que las empresas con una mayor liquidez tienden a obtener mejores resultados. En cambio, el endeudamiento presenta una relación negativa y significativa con el ROA, aunque un mayor endeudamiento pueda suponer una ventaja fiscal — al ser los costes financieros fiscalmente deducibles, y por tanto reducir la base imponible —,en nuestros resultados esta relación es negativa, esto podría deberse a que el aumento de los costes financieros relacionados con el apalancamiento reduzcan de forma indirecta la rentabilidad económica de las empresas que estamos analizando, enfrentándose a la posible ventaja fiscal.

De acuerdo con el R-cuadrado ajustado del modelo estimado (1), aproximadamente el 22,40% de la variabilidad en la rentabilidad económica (ROA) es explicada por las variables independientes incluidas en el modelo. En el caso del modelo (2) solo el 16,59% de la variabilidad en la rentabilidad financiera (ROE) es explicada por las variables del modelo. Y, por último, en el supuesto del modelo (3), solo el 4,89% de la variabilidad en la Q de Tobin es explicada por las variables consideradas.

Los valores del estadístico F son significativos tanto para los modelos (1) y (2), lo que indica que, en conjunto, los modelos tienen un poder explicativo relevante, es decir, que las variables seleccionadas aportan información significativa para explicar las variaciones

en las variables dependientes. En cambio, para el modelo (3), el valor del estadístico F es bajo, lo que nos puede indicar que este modelo podría no ser significativo en la explicación de la valoración de mercado de las empresas.

- Presencia significativa de mujeres en el consejo (variable dicotómica de *D_mujer3*)

En segundo lugar, se va a analizar el efecto de la presencia significativa de mujeres en el consejo, que toma el valor 1 si el número de mujeres en el consejo de administración es superior a 3, y 0 en el caso contrario. Los modelos de regresión que hemos empleado para su análisis son:

Modelo 4:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 D_{Mujeres3} + \beta_2 InActivos + \beta_3 InConsejo + \beta_4 Endeudamiento + \beta_5 Liquidez + \sum_{j=1}^{J} \delta_j D_{Industria} + \varepsilon_i$$

Modelo 5:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 D_{Mujeres3} + \beta_2 InActivos + \beta_3 InConsejo + \beta_4 Endeudamiento + \beta_5 Liquidez + \sum_{j=1}^{J} \delta_j D_{Industria} + \varepsilon_i$$

Modelo 6:

$$Q\ de\ Tobin = \beta_0 + \beta_1 D_{Mujeres3} + \beta_2 InActivos + \beta_3 InConsejo + \beta_4 Endeudamiento + \beta_5 Liquidez + \sum_{j=1}^{J} \delta_j D_{Industria} + \varepsilon_i$$

En la **Tabla 6** se muestran los resultados de las regresiones estimadas:

Tabla 6. Resultados de los modelos de regresión con *D_Mujeres3* como variable independiente

	ROA (4)		ROE (5)		Q TOBIN (6)	
	Coeficiente	Error típico	Coeficiente	Error típico	Coeficiente	Error típico
Constante	-0,122	0,111	-0,394	0,226	3,672	2,074
D_mujeres3	-0,020	0,021	-0,052	0,042	0,647*	0,385

InActivos	0,007	0,005	0,028***	0,009	-0,079	0,087
InConsejo	0,015	0,034	-0,085	0,070	-0,811	0,644
Endeudamiento	-0,078***	0,021	0,015	0,044	0,505	0,402
Liquidez	0,206**	0,080	0,485***	0,162	1,363	1,487
Dummies industria	Si		Si		Si	
R-Cuadrado	0,328		0,291		0,201	
R2 Ajustado	0,224		0,181		0,077	
Estadistico F	3,257		2,638		1,615	
Observaciones	90		90		90	

*Nota: significatividad * p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01. Todos los modelos incluyen variables dummy por industria. N = 90 observaciones por modelo.*

En esta estimación, donde incorporamos la variable dicotómica *D_mujeres3*, observamos un panorama algo diferente a lo que veníamos analizando en los modelos anteriores. Podemos ver que para la variable dependiente Q de Tobin, el coeficiente es positivo (0,647), y a diferencia de lo que ocurría en los modelos anteriores, este efecto es significativo a un nivel de significación del 10%. Este resultado nos sugiere que las empresas con más de tres mujeres en su consejo de administración tienden a tener una valoración de mercado ligeramente superior.

En cambio, para las variables de rentabilidad contable, ROA (-0,020) y ROE (-0,052), los coeficientes son negativos, pero no son estadísticamente significativos. Por lo tanto, no podemos rechazar la hipótesis nula de que el efecto de la presencia de mujeres sea nulo. Esto nos muestra, que no obtenemos evidencias empíricas que permitan afirmar que una presencia de mujeres superior a tres consejeras tenga un efecto significativo sobre los resultados financieros de las empresas a contrastar.

Con lo que respecta a las variables de control, podemos observar una serie de resultados que coinciden con los analizados en los modelos anteriores, ya que una mayor liquidez y un mayor tamaño de la empresa se suele asociar con una mayor rentabilidad. En cambio, un mayor endeudamiento se relaciona negativamente con la rentabilidad económica, aunque estas dos variables no está relacionadas de forma directa, los costes financieros que supone el endeudamiento pueden influir en la capacidad de inversión y afectar al rendimiento de las empresas que hemos analizado.

En cuanto al ajuste de los modelos, como sucedió en los modelos cuya variable independiente era el porcentaje de mujeres en el consejo de administración, el R-cuadrado ajustado refleja una capacidad explicativa ligeramente aceptable en los modelos (4) y (5),

ya que le modelo estimado para el ROA(4) explica aproximadamente el 22% de la variación de la rentabilidad económica a partir de las variables independientes utilizadas es la estimación, mientras que el modelo para el ROA(5) alcanza un 18%. Por el contrario, como sucedía anteriormente, en el modelo que busca explicar la Q de Tobin (7), el R^2 ajustado es notablemente inferior (7,65%), lo que nos quiere indicar que la mayor parte de la variabilidad de esta variable no es explicada por las variables explicativas que hemos utilizado.

Los resultados del estadístico F refuerzan lo analizado, ya que para tanto el modelo (4) y (5), lo que nos indica dicho estadístico es que las variables incluidas contribuyen de forma conjunta a explicar las variables dependientes (ROA y ROE). En cambio, en el modelo Q de Tobin, el valor del estadístico F es bajo, quedando limitado su poder explicativo.

- Presidencia femenina del consejo (variable dicotómica *D_Presidente)*:

Por último, vamos a analizar si la presencia de mujeres en el puesto de presidente en el consejo tiene influencia sobre los resultados empresariales, dicha variable toma el valor 1 si la presidencia del consejo de administración está ocupada por una mujer, y 0 en caso contrario. A continuación, se muestran los modelos de regresión que hemos utilizado para su análisis:

Modelo 7:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 D_{Presidente} + \beta_2 InActivos + \beta_3 InConsejo + \beta_4 Endeudamiento + \beta_5 Liquidez + \sum_{j=1}^{J} \delta_j D_{Industria} + \varepsilon_i$$

Modelo 8:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 D_{Presidente} + \beta_2 InActivos + \beta_3 InConsejo + \beta_4 Endeudamiento + \beta_5 Liquidez + \sum_{j=1}^{J} \delta_j D_{Industria} + \varepsilon_i$$

Modelo 9:

$$Q\ de\ Tobin = \beta_0 + \beta_1 D_{Presidente} + \beta_2 InActivos + \beta_3 InConsejo + \beta_4 Endeudamiento + \beta_5 Liquidez + \sum_{j=1}^{J} \delta_j D_{Industria} + \varepsilon_i$$

Los resultados de las regresiones estimadas se muestran en la **Tabla 7,** que se muestra a continuación:

Tabla 7. Resultados de los modelos de regresión con *D_Presidente* como variable independiente

	ROA (7)		ROE (8)		Q TOBIN	
	Coeficiente	Error típico	Coeficiente	Error típico	Coeficiente	Error típico
Constante	-0,086	0,106	-0,301	0,216	2,480	1,990
D_Presidente	0,002	0,026	0,002	0,053	-0,390	0,491
InActivos	0,006	0,005	0,027**	0,010	-0,055	0,088
InConsejo	-0,002	0,030	-0,131**	0,061	-0,299	0,562
Endeudamiento	-0,078***	0,022	0,015	0,044	0,506	0,407
Liquidez	0,203**	0,080	0,478***	0,163	1,462	1,508
Dummies industria	Si		Si		Si	
R-Cuadrado	0,328		0,277		0,178	
R2 Ajustado	0,224		0,164		0,050	
Estadistico F	3,137		2,458		1,393	
Observaciones	90		90		90	

*Nota: significatividad * p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01. Todos los modelos incluyen variables dummy por industria. N = 90 observaciones por modelo.*

Como podemos observar en los resultados de estos últimos modelos, el coeficiente que se asocia a la variable dicotómica *D_Presidente*, no es estadísticamente significativo en ninguno de los modelos que estamos estudiando. Los valores del *p-value* son muy altos, lo que nos sugiere que no podamos rechazar la hipótesis nula, por lo tanto, no hay evidencias de que el hecho de que una mujer ocupe el puesto de presidenta en el consejo de administración tenga un impacto en los resultados empresariales y sobre el valor de las empresas de nuestro análisis.

En cambio, varias variables de control sí que presentan un efecto relevante como ocurría en los otros modelos, ya que en el caso del modelo ROA, podemos observar cómo nuevamente el endeudamiento tiene una relación negativa (-0,078), y muy significativa, lo que coincide con el argumento que comentamos anteriormente. Al igual que la liquidez muestra una relación positiva y significativa. Podemos destacar que a diferencia de los otros modelos la variable que mide el tamaño del consejo (InConsejo) en el modelo que utiliza el ROE como variable dependiente, tiene un coeficiente negativo y significativo, esto nos podría sugerir que una mayor presencia de consejeros podría ocasionar

problemas de agencia, aunque hay más variables que influyen en esta relación. Esta coherencia en las variables respalda la solidez de los modelos.

Cabe destacar, que en el modelo (9), donde analizamos la variable dependiente Q de Tobin, ninguna de las variables del modelo son significativas, por lo que no podemos confirmar que las variables explicativas influyan sobre esta medida, lo que no sería útil utilizarlo para estudiar la Q de Tobin.

Con respecto al R-cuadrado ajustado, se mantienen los niveles similares a los modelos anteriores, como es el caso de variable que estudia la Q de Tobin, donde sigue presentando una capacidad explicativa reducida del modelo, esto nos puede indicar que hay una serie de factores, no incluidos en el modelo, que están influyendo de forma más directa en la valoración del mercado.

Por último, en relación con los modelos anteriores, el estadístico F de los modelos (7) y (8), correspondiente a ROA y ROE, nos indica que las variables incluidas contribuyen de forma conjunta a explicar la rentabilidad. En cambio, el modelo referido a la Q de Tobin (9) vuelve a mostrar un bajo valor acompañado de un *p-value* relativamente alto, lo que limita su capacidad explicativa respecto a la valoración bursátil.

5. CONCLUSIONES

El objetivo principal de este trabajo ha sido analizar si la presencia de mujeres en los consejos de administración influye en los resultados empresariales de una muestra de empresas cotizadas españolas. Para alcanzar tal objetivo, se han estimado varios modelos de regresión lineal múltiple para analizar diferentes medidas de rentabilidad y valoración empresarial, como son el ROA, ROE y la Q de Tobin. Con ello, se pretende contribuir a la literatura ofreciendo una evidencia empírica reciente y centrada en el caso español.

Los resultados que se han obtenido no muestran una relación estadísticamente significativa entre la presencia de mujeres en el consejo, medido a través del porcentaje de mujeres en el consejo y una variable dicotómica que indica presidencia femenina, y los indicadores contables de rentabilidad, ROA y ROE. Esta evidencia coincide con varios estudios previos, como son los trabajos de Farrell y Hersch (2005) o Rose (2007), que señalan que los efectos de la diversidad pueden depender más del contexto institucional y cultural en el que se muevan las empresas, así como del grado de participación que tengan las mujeres en la toma de decisiones.

No obstante, uno de los principales hallazgos de este estudio es la existencia de una relación positiva y significativa entre la presencia de tres o más mujeres consejeras y la Q de Tobin. Este resultado apoya la teoría de la "masa crítica", recogida en la literatura previa por autoras como Kanter (1997), y estudiada más recientemente por Liu et al. (2014), que indica que la presencia femenina solo empieza a tener un impacto relevante en los resultados empresariales cuando supera un cierto número de mujeres en el consejo, generalmente fijado en tres miembros o más.

Estos resultados nos sugieren que, si bien una mayor presencia de mujeres en los consejos no parece tener un efecto sobre la rentabilidad contable de las empresas estudiadas, sí que puede contribuir a mejorar la percepción del mercado, que se refleja en una mayor valoración bursátil. Esta aportación resulta especialmente valiosa, ya que proporciona evidencia empírica reciente para el caso español, incorporando además una métrica de valoración de mercado Q de Tobin —menos explorada en la literatura frente a las medidas contables tradicionales —.

Además, la falta de influencia de la variable dicotómica que recoge que el presidente del consejo sea mujer, puede indicar que el liderazgo femenino por sí solo aún no es suficiente para transformar los resultados empresariales, probablemente ocasionado por su escasa presencia o a su limitada capacidad para influir en los puestos de poder aun dominados por hombres.

No obstante, este estudio presenta ciertas limitaciones. En primer lugar, el tamaño de la muestra es reducido y se basa en datos correspondientes a un solo año, lo cual puede limitar la posibilidad de establecer relaciones causales o dinámicas temporales. En segundo lugar, es posible que existan problemas de endogeneidad si hay una relación entre las variables independientes y el termino de error en los modelos estimados, derivados de relaciones bidireccionales —donde la composición del consejo afecta a los resultados empresariales, pero también las empresas con mejores resultados pueden atraer a más mujeres — o de la omisión de variables que influyen tanto en las variables dependientes como en las independientes, provocando sesgos en las estimaciones. Por último, el análisis se ha centrado únicamente en variables financieras, sin considerar otros indicativos como puede ser la sostenibilidad, la innovación o la reputación, aspectos que también podrían estar vinculados a la diversidad de género en el gobierno corporativo.

De estas limitaciones se derivan varias líneas de investigación futuras, en las que sería interesante utilizar datos de panel que abarque varios años, lo que permitiría recoger la evolución temporal de la relación temporal entre la diversidad de género y los resultados empresariales, permitiendo identificar posibles efectos causales. Además, se podrían incorporar variables no financieras, donde se podría observar mejor los resultados procedentes de la diversidad más allá de la rentabilidad contable. También, sería posible añadir otras métricas cualitativas que reflejen el grado de influencia de las mujeres en el consejo —como su presencia en comités clave, el tipo de consejeras o su experiencia— más allá de su presencia numérica. Finalmente, aplicar técnicas econométricas que permitan reducir posibles problemas de endogeneidad para reforzar la validez de las conclusiones.

6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2003). Diversity and Incentives: Evidence from Corporate Boards. *Working Paper, University of Stockholm*.

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, *94*(2), 291–309.

Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *Quarterly Journal of Economics*, *127*(1), 137–197.

ATREVIA, & IESE Business School. (2024). *XII INFORME DE MUJERES EN LOS CONSEJOS DEL IBEX 35 y VII Radiografía del Mercado Continuo*.

Beekun, R., Stedham, Y., & Young, G. (1998). Características del directorio, controles gerenciales y estrategías corporaticas: estudio de hospitales de EE.UU. *Diario de Gestión*, *24*.

Boletín Oficial del Estado. (2007). *Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres.*

Boletín Oficial del Estado. (2024). *Boletín Oficial del EstadoLey Orgánica 2/2024, de 1 de agosto, de representación paritaria entre mujeres y hombres.*

Briano Turrent, G., & Saavedra Garcia, M. (2015). La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil y México. *Estudios Gerenciales*, *31*, 275–286.

Byron, K., & Post, C. (2016). Women on boards of directors and corporate social performance: A meta-analysis. *Corporate Governance: An International Review*, *24*(4), 428–442.

Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, *83*(3), 435–451.

Carrasco Gallego, A., & Laffarga Briones, J. (2007). La diversidad de género en el Código Unificado español y la práctica empresarial. *Pecvnia : Revista de La Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León*, *4*, 1.

Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, *18*(5), 396–414.

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, *38*(1), 33–53.

CNMV. (2006). *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.*

CNMV. (2015). *Informe Anual de Gobierno Corporativo*.

CNMV. (2019). *Informe Anual de Gobierno Corporativo.*

CNMV. (2020). *Informe anual de gobierno corporativo*.

Deloitte. (2024). *Woman in the boardroom: A global perspective* (Deloitte Insights, Ed.; Eighth edition).

Escuela de consejeros (AED, K. & I. (2021). El consejo como palanca de crecimiento para las pymes. Asociación Española de Directivos. *Asociación Española de Directivos.*

Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, *39*, 193–209.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. In *Source: Journal of Law and Economics* (Vol. 26, Issue 2).

Farrell, K., & Hersch, P. (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, *11*, 85–106.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Econometría* (McGraw-Hill, Ed.; 5ª Ed.).

Jaber, Y. (2020). Gender diversity and financial performance of the stock exchange listed companies. *Journal of Business Research*, *17*(4), 257–267.

Kanter, R. M. (1997). *Men and Women of the Corporation* (Basic Books).

Kim, D., & Starks, L. T. (2016). Gender diversity on corporate boards: Do women contribute unique skills? *American Economic Review*, *106*(5), 267–271.

Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, *28*, 169–184.

Mateos De Cabo, R., Gimeno, R., & Iturrioz Del Campo, J. (2007, June 6). Aplicación del análisis discriminante al papel de la mujer en los Consejos de Administración: El caso de las Sociedades Cooperativas. *XXI Congreso Anual AEDEM*.

Matsa, D., & Miller, A. (2013). A female style in corporate leadership? Evidence from quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, *5*(3), 136–169.

Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy. *International Review of Economics & Finance*, *37*, 184–202.

OCDE. (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de las OCDE 2004.* Madrid: Ministerio de Economía y Finanzas, España.

OCDE. (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20.*

Olivencia Ruiz, M. (Presid.), C. E. para el E. de un "Código É. de los C. de A. (1998). El gobierno de las sociedades cotizadas: Informe Olivencia. *Comisión Especia*.

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2022). *Directiva (UE) 2022/2381 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de noviembre de 2022, relativa al equilibrio de género entre los administradores de las sociedades cotizadas y por la que se modifican las Directivas 2009/23/CE y 2014/95/UE. Diario Oficial de la Unión Europea, L 315/44*.

Pletzer, J., Nikolova, R., Kedzior, K., & Voelpel, S. (2015). ¿Importa el género? Representación femenina en los directorios corporativos y desempeño financiero de las empresas: un metaanálisis. *PloS One*, *10*(6).

Rose, C. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 404–413.

Ryan, M. K., & Haslam, S. A. (2005). The glass cliff: Evidence that women are over-represented in precarious leadership positions. *British Journal of Management*, *16*(2), 81–90.

San Sebastián Flechoso, F. (1996). El gobierno de las sociedades cotizadas y su control. *Centro de Documentación Bancaria y Bursátil*.

Zahid, Z., Zhang, J., Ali, F., & Shahzad, F. (2024). Board diversity and firm performance in Chinese manufacturing firms: Moderating role of CEO duality. *BRQ Business Research Quarterly*.