



UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA
Facultad de Economía, Empresa y Turismo



GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Diversidad de género de los Consejos de Administración y coste de la deuda en las empresas no financieras cotizadas españolas. (2004-2019)

Presentado por: Kimberlyn Peláez Sánchez

Fdo:

Las Palmas de Gran Canaria, a 04 de Diciembre de 2020

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN.....	05
2. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN.....	06
2.1. Composición del Consejo de Administración.....	07
2.2. Estructura del Consejo de Administración.....	07
2.3. Funciones del Consejo de Administración.....	10
3. PRESENCIA DE MUJERES EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS EMPRESAS EUROPEAS.....	12
4. DIVERSIDAD DE GÉNERO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y EL COSTE DE LA DEUDA. REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	14
5. ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	19
5.1. Muestra.....	19
5.2. Elaboración de la base de datos.....	19
6. PRESENCIA DE MUJERES EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS 2004-2019.....	19
6.1. Número y tipología de las consejeras.....	19
6.2. Peso de las consejeras en los Consejos de Administración.....	23
6.2.1. <i>Porcentaje de consejeras</i>	23
6.2.2. <i>Porcentaje del tipo de consejera</i>	25
7. PRESENCIA DE CONSEJERAS Y COSTE DE LA DEUDA.....	28
7.1. Análisis univariante.....	28
7.1.1. <i>Presencia de consejeras y coste de la deuda.</i>	
7.1.2. <i>Presencia de consejeras independientes y coste de la deuda.</i>	
7.1.3. <i>Presencia de consejeras dominicales y coste de la deuda.</i>	
7.1.4. <i>Presencia de consejeras ejecutivas y coste de la deuda.</i>	
7.2. Análisis multivariante.....	32
8. CONCLUSIONES.....	35
9. BIBLIOGRAFIA.....	38

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Estructura General del Consejo de Administración.....	08
Figura 2. Argumentos teóricos presencia de consejeras y coste de la deuda..	18

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1. Diversidad de género en el consejo de administración y coste de la deuda. Revisión de literatura.....	16
---	----

ÍNDICE DE GRAFICOS

Gráfico 1. Número y tipología de las consejeras (2004-2019)	22
Gráfico 2. Porcentaje de Mujeres Consejeras.....	23
Gráfico 3. Porcentaje por tipo de consejeras	27
Gráfico 4. Coste de la deuda y presencia de consejeras.....	29
Gráfico 5. Coste de la deuda con consejeras independientes	30
Gráfico 6. Coste de la deuda con consejeras dominicales	31
Gráfico 7. Coste de la deuda con consejeras ejecutivas.....	32

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Presencia de consejeras y coste de la deuda.....	34
---	----

1. INTRODUCCIÓN

En la última década la igualdad de género en todos los aspectos de la sociedad ha sido un tema que ha tomado especial relevancia, especialmente en el ámbito laboral, ya que conseguir cierto grado de igualdad en los entornos laborales y favorecer el acceso a las mujeres a puestos de autoridad dentro de las organizaciones, donde a lo largo de la historia la representación femenina ha sido prácticamente nula, ha requerido que muchos países como Bélgica, Francia, Italia, Holanda, etc. acudan a instrumentos como las cuotas vinculantes, que obligan a las empresas a tener una discriminación positiva a favor de las mujeres, siendo este un tema de debate hasta el día de hoy. Esta realidad ha motivado el crecimiento de una línea en la literatura que intenta explicar los efectos en el comportamiento de las empresas de la diversidad de género en los consejos de administración, desde diferentes perspectivas como la organizativa (Adam y Ferreira, 2009), política de retribuciones y dividendos (Chen et al., 2017; Byoun et al., 2016; McGuinness et al., 2015), prácticas de responsabilidad social (Cuadrado, B; García, R y Martínez, J., 2015), así como el que compete este trabajo, es decir, la diversidad de género en el consejo de administración y su relación con el coste de la deuda, tema del que aún se tiene resultados embrionarios, pero que actualmente ocupa el interés de inversores, profesionales y académicos.

En este sentido, este trabajo es de especial relevancia, no solo por abordar la evolución en la inclusión de las mujeres dentro de los órganos administrativos en las empresas cotizadas españolas (realizando una diferenciación de las consejeras por tipología, según el grado de vinculación con la empresa), si no por ayudar a contrastar los argumentos teóricos utilizados por diferentes autores acerca de los beneficios económicos para las empresas tener un órgano de gobierno que cuente con talento femenino en su composición. En este contexto, el objetivo de este trabajo ha sido analizar la relación entre la presencia de consejeras con el coste de la deuda, es decir, el coste de la financiación ajena remunerada de la empresa, para lo que se ha seleccionado una muestra de empresas españolas no financieras cotizadas en el período 2004-2019.

Los principales resultados obtenidos una vez analizados los datos disponibles son realmente reveladores ya que apoyan los argumentos teóricos expuestos por la literatura previa acerca de la incidencia de las mujeres en el consejo sobre el coste de la deuda. En este sentido se puede evidenciar que efectivamente la presencia de mujeres como consejeras tiene una relación negativa con el coste de la deuda, es decir, que cuanto mayor sea el número de consejeras menor será los intereses a soportar por las empresas al emitir financiación externa. Adicionalmente, los datos reflejan que cuando dichas mujeres entran de manera dominical, es decir, por representación de accionistas importantes que generalmente son familia, las entidades financieras no se comportan de tal manera, ya que no atribuyen a estas consejeras el papel supervisor y equitativo que sí conceden a las mujeres independientes y ejecutivas que ocupan un lugar dentro del Consejo.

Este trabajo se estructura de la siguiente forma, tras esta introducción en el segundo apartado se hace una breve explicación de lo que es el consejo de administración y sus funciones. Seguidamente, en el tercer apartado se realiza un análisis descriptivo de la posición de las mujeres como consejeras en las empresas europeas. Posteriormente, centrándonos en la materia que compete este trabajo, en el cuarto apartado se realizará una revisión de la literatura disponible y concerniente al tema, e inmediatamente después pasamos al estudio empírico iniciando en el apartado quinto la descripción de la muestra. En la sección sexta se detalla la posición de las mujeres dentro de los consejos de administración para la muestra de empresas no financieras españolas y en el séptimo apartado se detallan los resultados obtenidos en los análisis univariante y multivariante. Finalmente, el estudio termina exponiendo las principales conclusiones de este.

2. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

El Consejo de Administración es el principal órgano de gobierno en las empresas, donde se adoptan decisiones estratégicas y de las cuales deben rendir cuentas a su vez a la junta de accionistas a los cuales representan y cuyos intereses deben defender, ya que son los que los nombran, les otorgan la autoridad y fijan sus responsabilidades, es decir, que el principal objetivo del Consejo es administrar la compañía teniendo en cuenta los intereses de todos los accionistas, tomando

decisiones estratégicas, operativas, financieras etc. Y marcando las directrices de funcionamiento al equipo ejecutivo.

2.1. Composición del Consejo de Administración

El código de Buen Gobierno regulado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV en adelante) establece que el consejo de administración debe tener una composición equilibrada y una dimensión precisa para lograr un funcionamiento eficaz, es decir, que el número de componentes varía en función del tamaño de la empresa. Así, por ejemplo, las pymes y empresas familiares suelen tener entre 4 y 7 consejeros, mientras que en las grandes empresas los consejos suelen ser rondar los 15 miembros o más. Además, dicho número de componentes debería ser impar para que facilitar la toma de decisiones por votación.

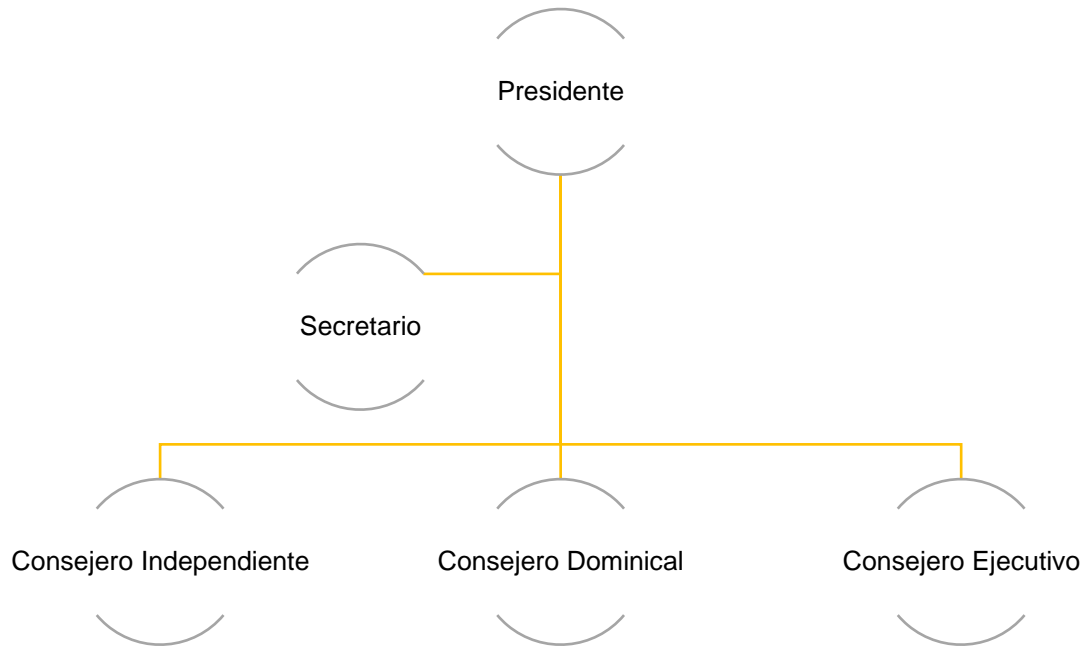
El número de miembros que forman el Consejo es un factor indispensable y de importante valor para la eficacia y el buen funcionamiento, así como para afectar positivamente en la calidad de las decisiones y en la capacidad de respuesta a las oportunidades y amenazas que se presentan en el entorno empresarial, así como la demanda de los agentes internos y externos que intervienen en la empresa.

Es indispensable garantizar un número mínimo de participantes, que además tengan perfiles diversos para asegurar la suficiente capacidad de deliberación y riqueza de puntos de vista, pero tampoco debe sobrepasarse la cantidad de participantes, ya que complicaría la toma de decisiones y generaría conflictos a la hora de ponerse de acuerdo.

2.2. Estructura del Consejo de Administración

A continuación, podemos observar en la figura 1 los tres cargos fundamentales en jerarquía dentro de los Consejos de Administración. Presidente, secretario y los consejeros, que tal y como se explica más adelante pueden clasificarse en tres tipos.

Figura 1. Estructura General del Consejo de Administración.



Fuente: Elaboración propia.

Cada uno de estos cargos tiene su propia función, las cuales se detallan a continuación:

- **Presidente:** Se encarga de convocar las reuniones, elaborar el orden del día y los puntos a tratar, por lo tanto, es el encargado de coordinar y presidir el consejo. Es deseable que no ocupe un puesto directivo para preservar el principio de transparencia y que vele de forma efectiva por los accionistas. También se encarga de que los consejeros reciban la información necesaria para participar de forma activa y se comprometan en sus tareas.
- **Secretario/a:** Su responsabilidad consiste en garantizar el cumplimiento de las normas y procedimientos establecidos, ya sea por los estatutos de la empresa, la ley, o las decisiones tomadas en las reuniones del consejo. Desempeña tareas de apoyo y asistencia al presidente del consejo. Es recomendable que dicho puesto sea ocupado por una persona con un perfil especializado en temas jurídicos y administrativos, ya que debe garantizar

la legalidad formal y material de los actos del consejo, así como la regularización de las decisiones adoptadas en las reuniones.

- *Consejeros/as*: Deben conocer la situación real de la compañía para tomar decisiones relevantes ya que su misión es la de velar y supervisar la actividad productiva de la empresa. Según el grado de vinculación con la empresa podemos distinguir tres tipos de consejeros/as:
 - *Consejeros/as Independientes*- Son profesionales externos que no guardan ningún tipo de relación con la empresa, ni los accionistas. Su principal labor es la de aportar su conocimiento y experiencia para generar valor para los accionistas, especialmente los minoritarios que carecen de representación en los consejos.
 - *Consejeros/as Dominicales*- Son ajenos a la gestión diaria de la actividad empresarial, pero están vinculados con esta, al representar a los propietarios de la empresa o poseer parte de las acciones de esta. Su principal función es velar por que los recursos invertidos en la compañía generen mayor rentabilidad.
 - *Consejeros/as Ejecutivos*- Miembros del equipo directivo de la empresa, por lo tanto, familiarizados con la gestión diaria de esta. En ocasiones pueden tener la doble condición de ejecutivo – accionista, pero no es la norma.

Cabe destacar que la estructura organizativa de cada compañía con independencia de su tamaño debe complementarse con otros órganos organizativos. Motivos por los que se aconseja la creación de comisiones que apoyan al consejo y dan seguimiento en algunas áreas relevantes para el buen gobierno de la compañía como por ejemplo comisiones encargadas de la información contable, selección de directivos, determinación y revisión de la política de retribuciones, etc.

2.3. Funciones del Consejo de Administración

Los principios del buen gobierno se concretan en determinadas funciones que deben desempeñar el Consejo de Administración. Dichas funciones pueden ser agrupadas en seis áreas primordiales.

1. *Liderar la empresa al máximo nivel* - El consejo debe liderar el funcionamiento y comportamiento de la empresa, de forma íntegra y al máximo nivel, sujeto a aquello que está reservado a la junta general de accionistas. Este liderazgo abarca tanto el desarrollo y consecución de objetivos, así como la manera de conseguirlo en términos de transparencia, ética, responsabilidad y cumplimiento de la ley.
2. *Definir la estrategia corporativa* - Es obligación del consejo formular y transmitir la Misión y los Valores que guían la empresa y los objetivos finales a los responsables de la gestión. Deben aprobar y asegurarse del cumplimiento de las estrategias corporativas (grandes inversiones, desinversiones, fusiones, adquisiciones u otras), y también los planes de negocios anuales y plurianuales de forma eficiente y coherente con los valores y la misión de la empresa.
3. *Responder ante accionistas y terceros* – El consejo debe asegurar el cumplimiento de todas las leyes, normas de regulación, ética y buena gestión en el conjunto de la empresa. Así mismo debe asegurar la necesaria transparencia sobre la información (situación financiera, resultados, propiedad y gobierno de la empresa), siendo el principal responsable de la exactitud de la información y de la debida divulgación. Debe además asegurar el pleno respeto a los derechos y los intereses de los accionistas a quienes deben rendir cuentas y tratar de forma equitativa independientemente del número de acciones que posean o su origen, etc. Y de todas las personas o colectivos que sin ser accionistas se ven afectados directa o indirectamente por el funcionamiento de la empresa. También deben garantizar una comunicación activa y adaptada a las necesidades de cada uno de estos agentes internos y externos que intervienen en la empresa.

4. *Supervisar la gestión de la empresa* – Es obligación del consejo supervisar el funcionamiento de la empresa en términos de cumplimiento de sus planes, rentabilidad, eficacia en la gestión, viabilidad y potencial de desarrollo. Debe evaluar permanentemente los riesgos de distinta naturaleza que le afectan. Para ello debe asegurar que dispone de medios y procesos de auditoría y controles necesarios, tanto internos como externos y que se aplican de manera efectiva.
5. *Supervisar al ejecutivo* – El Consejo debe seleccionar y designar al primer ejecutivo, establecer sus competencias, autonomía, políticas y normas a seguir en sus relaciones con el Consejo. Debe asegurar que se dispone de los respectivos planes de sucesión, evaluar su desempeño para estimar sus capacidades y potencial, Además debe designar su retribución, etc.
6. *Gestionar el propio Consejo* – El Consejo es responsable de su propia gestión, siempre sujeto a las facultades reservadas por la junta general de accionistas. Deben asegurar que la composición de la junta es adecuada, establecer su propia estructura interna, en especial las funciones del presidente y si este es o no una persona distinta del primer ejecutivo. Debe establecer los procedimientos de trabajo, etc. Finalmente, el Consejo de administración deberá establecer las formas de evaluación de la propia gestión, aplicarla de forma regular preferiblemente con medios externos.

Para que el Consejo desempeñe correctamente sus tareas y funciones y efectivamente sea un órgano que aporte valor a la organización y gestión de la empresa, debe reunir una serie de características como tener el *conocimiento* de la situación de la empresa, la misión, la visión, valores, objetivos, etc. *Independencia* para alcanzar transparencia y autonomía respecto a los diferentes intereses de todos los afectados. *Poder* para tomar decisiones en el funcionamiento de los diferentes órganos de gestión y departamentos. Finalmente, *motivación, tiempo y dedicación* para realizar evaluaciones y sesiones de control en la compañía.

3. PRESENCIA DE MUJERES EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS EMPRESAS EUROPEAS

Estamos de acuerdo con la profesora Nuria Chinchilla, profesora del IESE (Instituto de Estudios Superiores de la Empresa) al afirmar que los datos obtenidos en los últimos años demuestran que incorporar mujeres en los consejos administrativos trae beneficios, ya que se produce una mejor sinergia y se entiende mejor el mercado. Las empresas con diversidad de género en el consejo responden mejor a los desafíos y son más productivas. Sin embargo, la falta de representación femenina en los altos cargos ejecutivos sigue siendo un problema no solo a nivel europeo, sino global. Esto es evidente en la reciente publicación de la Harvard Business Review acerca de los 100 mejores CEOs del mundo, donde solo se destaca a 4 mujeres, Nancy McKinstry (Wolters Kluwer), Lisa Su (Advanced Micro Devices), Debra Cafaro (Ventas Inc.), Marillyn Hewson (Lockheed Martin). Esto deja en evidencia que los altos cargos directivos y, por ende, la asignación en los Consejos Administrativos en las empresas sigue siendo mundo de hombres. Ya que según esta misma publicación la mayoría de estos directivos llevan más de 15 años ocupando sus cargos.

La representación en los Consejos de Administración de forma igualitaria es un tema de gran actualidad que dentro de la comunidad europea ha tomado especial relevancia debido a las diferentes iniciativas legislativas y regulatorias por parte de algunos estados europeos en la última década. Hasta la fecha países como Noruega, Francia, Italia y Bélgica han implementado un sistema de cuotas obligatorias con la inclusión de sanciones en caso de incumplimiento. Aunque hay controversia entre expertos y la comunidad debido a esta discriminación positiva¹. las cifras hablan por si solas, así por ejemplo en Noruega el número de mujeres en los consejos crecía al 1% anual, esto hubiere requeridos al menos 200 años para llegar a cumplir con la cuota objetivo, sin embargo actualmente no solo cumplen con esta cuota, sino que el nivel de representación femenina en los consejos de administración supera el 40%, así mismo según el *EIGE (2019)*, en su índice de

¹ Muchos y muchas mujeres consideran que la inclusión de la mujer dentro de los altos cargos de la empresa y especialmente en los órganos de gobierno debe ser por meritocracia independientemente del sexo y no por cuotas obligatorias.

igualdad de género², los porcentajes de representación femenina en los consejos de grandes sociedades lo lidera Francia con un 44%, seguido de Italia (36,4%), Suecia (36,1%), Finlandia (34,5%), Alemania (33,8%), Bélgica (32%), Holanda (30,7%), España (23,74%), Eslovaquia (24,1%), Portugal (21,6%), Polonia (21%), etc.

Por otro lado, en países como Grecia, Austria y Eslovenia solo se aplican cuotas de representación femenina en los consejos de administración de las empresas de titularidad pública. (Carrasquero, M. 2014). Así mismo, aunque Reino Unido abandonó la Unión Europea el 31 de enero de 2020 como consecuencia del Brexit³, mientras fue parte de esta, no logró cumplir con los objetivos esperados por la Comunidad Europea, ya que las medidas que habían adoptado no ayudaron a reducir la brecha salarial entre los hombres y las mujeres dentro del consejo, siendo los salarios muy dispersos en este país. Solo alcanzaron una cuota de participación femenina dentro de los órganos administrativos del 33%.

Para resumir con la situación de la presencia de mujeres dentro de los consejos administrativos de las empresas europeas, hemos de decir que a pesar de los avances mencionados, la igualdad entre hombres y mujeres en el ámbito laboral aún está muy lejos de alcanzarse, ya que tal y como lo menciona el periódico la vanguardia en un informe elaborado por la consultora CEINSA, en la UE, las mujeres solo representan el 19,4% de participación en los altos cargos, mientras que en los mandos intermedios el porcentaje es superior al 31,5%, además, en dicho informe también se muestra que hay al menos un 22% de mujeres directivas que no ocupan un puesto dentro de algún consejo administrativo. Es decir, aunque las mujeres se han ido abriendo paso dentro de los órganos administrativos su acceso no ha sido a través de puestos directivos ocupando puestos de consejeras ejecutivas, sino independientes y dominicales, dejando en evidencia que su participación bien podría ser solo por cumplir con dichas cuotas obligatorias, pero no acceden realmente por sus méritos, capacidades y experiencia.

² Analiza la composición de los consejos de administración de las grandes empresas europeas que cotizan.

³ Decisión notificada oficialmente el 29 de marzo del 2017 al Consejo Europeo. <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/eu-uk-after-referendum/>

4. DIVERSIDAD DE GÉNERO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y EL COSTE DE LA DEUDA. REVISIÓN DE LA LITERATURA

Dado la importancia que hay últimamente respecto a la igualdad, especialmente dentro del ámbito laboral, la mayoría de los analistas e investigadores se han centrado en los beneficios económicos que esta diversidad pueda reportar dentro de las organizaciones. Sin embargo, tal y como se aprecia en el Cuadro 1 que analiza la literatura disponible acerca de la incidencia de la diversidad de género del consejo de administración en el coste de la deuda es aún muy escasa, con resultados no concluyentes y, además, difíciles de extrapolar a nuestro contexto.

Por ejemplo, para Fields et al (2012) que analiza la calidad de los Consejos desde cinco perspectivas diferentes (tamaño de la junta, independencia, experiencia, diversidad y política de dividendos) y como afecta en el coste de la deuda, concluye que no hay una relación significativa entre el coste de la deuda y la diversidad en las juntas administrativas. No obstante, encuentra indicios importantes para afirmar que las entidades financieras pueden percibir como más fiable y transparente la información financiera de las empresas en las que hay al menos una mujer dentro del consejo de administración dado el papel supervisor que ejercen en la gestión, especialmente cuando hacen parte de los directivos de las compañías. En contraste, Tanaka (2014) señalan a la diversidad dentro de las empresas que cotizan como un factor determinante para conseguir márgenes inferiores a la hora de financiarse mediante la emisión de bonos, afirmando que los prestamistas están dispuestos a cobrar menos intereses cuando hay mujeres dentro del consejo de administración, ya que el papel de la mujer dentro del consejo hace que en la gestión y estrategias corporativas se tenga en cuenta todos los interesados internos y externos y, por lo tanto, se reduzcan los gastos de agencia y la improbabilidad de pago. Benjamín y Biswas (2017) contradictoriamente, aunque no encuentran una relación significativa entre el coste de la deuda y la composición diversa del Consejo de Administración, sí encontraron que aquellas empresas con directivos de ambos sexos gozan de menores costes en la deuda, por la percepción por parte de las entidades financieras de un control e influencia real por parte de las mujeres en la empresa.

Continuando con la literatura disponible acerca del tema objeto de estudio encontramos a Pandey et al (2019) que consideran que la inclusión de las mujeres dentro del consejo es importante y necesario, ya que encontraron que el coste de la deuda y la presencia de mujeres en el consejo tienen una relación negativa que beneficia económicamente a las empresas, es decir, que a mayor número de mujeres dentro del consejo de administración menor coste de la deuda, esto según afirman puede explicarse debido al rol que toman las mujeres dentro de la gestión de las compañías ya que aportan estrategias y puntos de vista para satisfacer todos los agentes interesados, y no solo eso, sino que la aversión innata en la asunción de riesgos favorece y en cierto modo garantiza el buen uso del capital empresarial reduciendo la improbabilidad de pago por problemas económicos ocasionados por malas inversiones o el despilfarre del capital prestado. En este estudio se menciona la teoría de los tótems que expone que hay prestamistas que están dispuestos a reducir los costes de la deuda cuando haya más mujeres, pues una sola mujer no tendría el poder y la capacidad real de influenciar en la gestión empresarial siendo un mero Tótem para aparentar ser una empresa inclusiva.

En esta línea, y para terminar, Usman et al (2019) sostiene que la presencia de mujeres en los consejos, especialmente cuando son del tipo ejecutiva reduce los comportamientos oportunistas y la asimetría de información y en consecuencia los prestamistas tienen una percepción positiva a la hora de conceder préstamos valorando una menor probabilidad de incumplimiento y por lo mismo están dispuestos a reducir los costes de endeudamiento, tanto así que según el análisis de estos autores aquellas empresas que cuentan con al menos una mujer en el consejo pagan intereses en un 4% inferior en comparación con las empresas cuyo órgano administrativo es meramente masculino, sugiriendo que las empresas podrían beneficiarse de menores coste de endeudamiento simplemente con modificar la composición de la junta administrativa, proporcionando así mayores beneficios económicos, posicionando las empresas con una mejor imagen de cara a la sociedad, además de cumplir con las cada vez mayores iniciativas legislativas en materia de igualdad, además constatan que las empresas que cuentan con dos o más mujeres dentro de sus consejos pueden solicitar préstamos con unos intereses aún más bajos que las empresas que solo cuentan con una mujer dentro de su órgano administrativo.

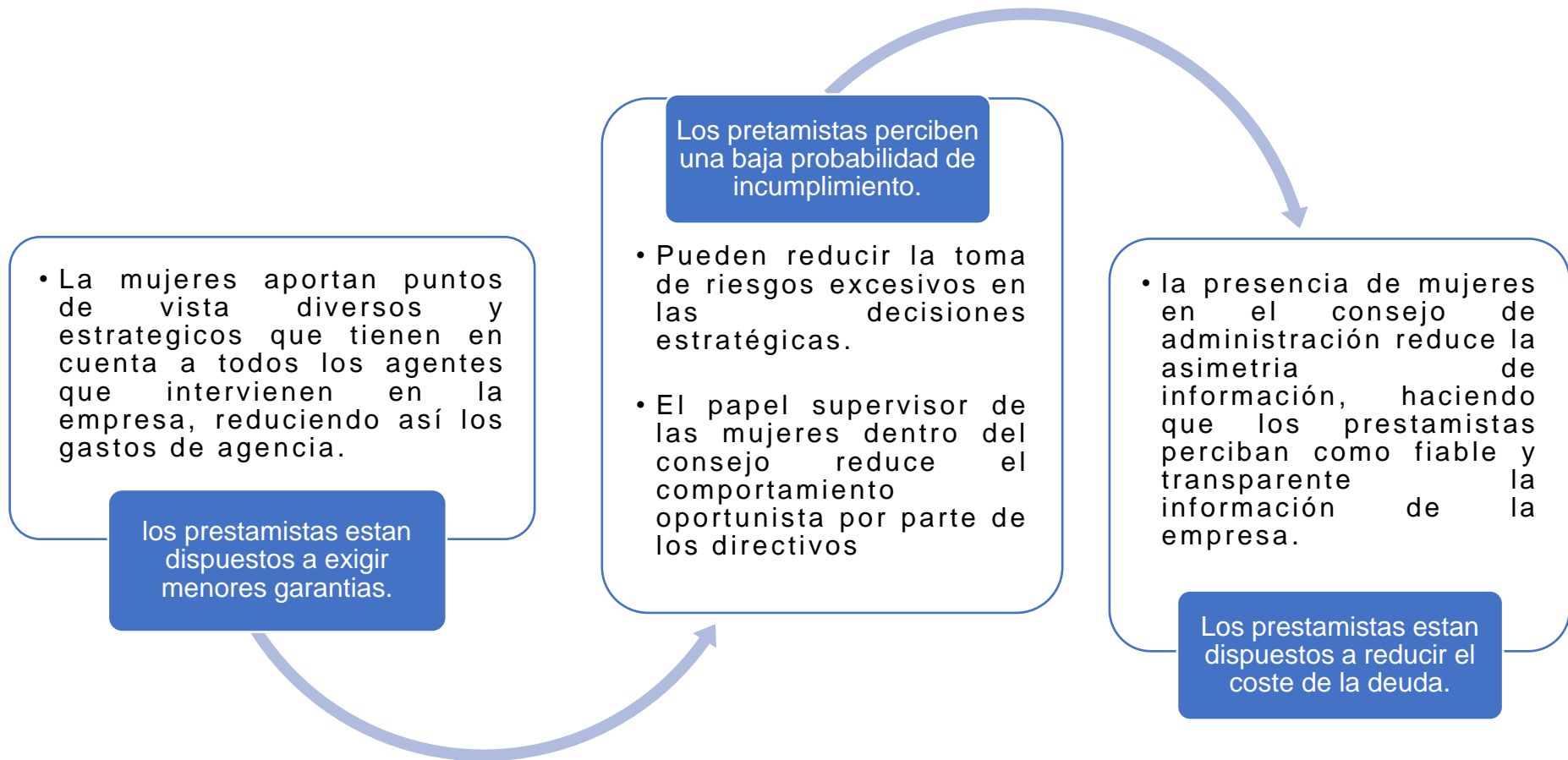
Cuadro 1. Diversidad de género en el consejo de administración y coste de la deuda. Revisión de literatura

Autor	Titulo	Muestra	Resultado
Fields <i>et al.</i> (2012)	<i>Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans</i>	1.460 préstamos concedidos entre 2003-2005 correspondientes a 1.500 empresas de Standard & Poor's	Aunque los bancos puedan percibir como más fiable la información financiera de empresas en las que hay al menos una mujer en el consejo no se encuentra una relación significativa entre el coste de la deuda y la diversidad dentro del consejo.
Tanaka (2014)	<i>Gender diversity in the boards and the pricing of publicly traded corporate debt: evidence from Japan</i>	839 bonos corporativos emitidos en Japón por 225 empresas japonesas durante el período 2005-2009	Las empresas que cuentan con al menos una mujer dentro del consejo gozan de un margen diferencial menor en la emisión de bonos.
Benjamín y Biswas (2017)	<i>Board gender composition, dividend policy and cost of debt: The implications of CEO duality</i>	2.467 observaciones de 500 empresas del de Standard & Poor's para el período de 2010-2015	Existe una relación directa y positiva entre la composición de los consejos y la política de dividendos. Cuando aumenta el porcentaje de mujeres en el consejo, aumenta la probabilidad y la cantidad en el reparto de dividendos. La diversidad de género dentro del consejo no tiene ningún efecto significativo en el costo de la deuda. Sin embargo, en aquellas empresas en las que hay una dualidad en los directivos el costo de la deuda puede tener un margen ligeramente inferior.
Pandey <i>et al.</i> (2019)	<i>Female directors on the board and cost of debt: evidence from Australia</i>	8.237 observaciones de 1.600 empresas Australianas para el período de 2004-2006	La inclusión de las mujeres dentro de los consejos administrativos beneficia disminuyendo los costos de la deuda, de hecho, cuantas más mujeres en el consejo mayor confianza por parte de las entidades financieras puesto que les da la certeza de que realmente influyen en la gestión y control de las empresas (Las asocian por sus características a un menor riesgo de impago).
Usman <i>et al</i> (2019)	<i>Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders?</i>	428 empresas chinas que cotizaron en la bolsa de valores de Shanghái y Shenzhen durante el período de 2009-2015	Los prestamistas están dispuestos a reducir los costes de endeudamiento o exigir menos garantías para aquellas empresas en las que el consejo de administración cuenta con al menos una mujer ya que debido a la aversión al riesgo, se le atribuyen un rol de supervisión en las empresas que disminuye las probabilidades de incumplimiento. De hecho, encontraron que las empresas que cuentan con más de una mujer en el consejo presentan ratios de intereses muchos más bajos que las empresas con solo una consejera.

De este modo, la literatura previa evidencia la presencia de argumentos y resultados diferentes que apoyan o niegan el papel de la mujer en los consejos de administración de modo que incida en el coste de la deuda y como lo comentamos en la introducción, las respuestas obtenidas por dichos estudios son aún embrionarias, pocos concluyentes y difíciles de extrapolar al contexto español. No obstante, es necesario destacar los argumentos teóricos en los que coinciden estos autores para afirmar la disposición de los prestamistas en reducir los costes del endeudamiento ante la presencia de diversidad de género en el consejo. Entre estos argumentos, tal y como lo podemos ver en la figura 2, encontramos la capacidad de las mujeres de aportar puntos de vista diversos y estratégicos que tienen en cuenta no solo a los accionistas, sino a todos los agentes que intervienen en la empresa (empleados, acreedores, proveedores, prestamistas, clientes, etc.), esto reduce los costes de agencia, aspecto que es percibido por los prestamistas como algo positivo que les condiciona a exigir menores garantías a la hora de conceder un préstamo y no solo esto, sino que la predisposición de las mujeres de rehuir de inversiones y/o movimientos que representen un alto riesgo para la empresa y la actitud supervisora que toman dentro del consejo y de las compañías, especialmente cuando ocupan un cargo importante dentro de estas, disminuyen los comportamientos oportunistas por parte de los directivos y la asimetría de la información para las partes interesadas.

Se puede decir que las mujeres dentro de los consejos de administración no solo mejoran la imagen de la empresa, sino que para los prestamistas representan mayor confianza en la información recibida, una menor probabilidad de incumplimiento, y por lo mismo son capaces de ofrecer mejores condiciones de financiación al punto que las compañías con mujeres dentro de sus consejos administrativos llegan a disfrutar de menores intereses en sus financiaciones. De este modo, esperamos para el contexto español que la presencia de diversidad de género en el consejo se refleje en una reducción del coste de la deuda emitida por las empresas.

Figura 2. Argumentos teóricos presencia de consejeras y coste de la deuda.



Fuente: Elaboración Propia

5. ASPECTOS METODOLÓGICOS

5.1. Muestra

Una vez explicado el marco teórico objeto de estudio, pasamos al análisis empírico, para el que hemos seleccionado una muestra compuesta de un total de 102 empresas no financieras españolas cotizadas en el Mercado Continuo en el periodo 2004-2019, ambos inclusive. De este modo, la muestra está constituida por 1.335 observaciones empresa año, con un 88% de las empresas con 5 o más observaciones.

5.2. Elaboración de la base de datos

A partir de la muestra mencionada se ha creado una base de datos que ha sido elaborada tras la recopilación a mano del número de consejeros, presencia de mujeres en el consejo de administración y tipología de éstas para cada una de las empresas cotizadas en cada uno de los años analizados. La fuente de información para recopilar estos datos han sido los informes anuales de gobierno corporativo y la información contable y financiera de los informes anuales publicados por la CNMV.

6. PRESENCIA DE MUJERES EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS 2004-2019

6.1. Número y tipología de las consejeras

Como se puede observar en el Gráfico 1 el número de mujeres dentro de los consejos de administración tiene una tendencia creciente, especialmente a partir del 2007 coincidiendo con la publicación de la Ley Orgánica 3/2007 el 22 marzo, para la igualdad donde en el artículo 75 se recomendaba a aquellas sociedades obligadas a presentar cuenta de pérdidas y ganancias no abreviadas incluir en el consejo de administración un número de mujeres que garantizara la presencia equilibrada de hombres y mujeres, para lo que dispondrían de un plazo de 8 años para conseguir dicho objetivo. Sin embargo, debido a la falta de sanciones por su incumplimiento y la ambigüedad en el texto del que podría interpretarse la no obligatoriedad de ejecución de este, el crecimiento no fue lo esperado. No obstante, el repunte que se puede observar en 2012 y 2013 obedece a la

Propuesta de la *Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo* destinada a mejorar el equilibrio de género entre los administradores no ejecutivos de las empresas cotizadas y por la que se establecen medidas afines en La Comisión Europea del 14 de noviembre de 2012, en el que propone una legislación vinculante con el objetivo de que las empresas europeas cotizadas en bolsa consigan que el género menos representado suponga el 40% de los puestos no ejecutivos de los consejos de administración de las empresas, además de otras medidas para romper el denominado “*techo de cristal*”. Mismo motivo por el que tal y como veremos más adelante el número de consejeras ejecutivas permanece constante en el tiempo.

Teniendo en cuenta los resultados obtenidos y la lenta incorporación de las mujeres en los alto cargos dentro de las empresas, especialmente en los consejos de administración, es de entender que la CNMV el 26 de junio del 2020 aprobara reformas en el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas, entre las que destacaron las recomendaciones 14 y 15. *Diversidad de género*. En las que recomienda que las empresas fomenten el aumento de las mujeres en la alta dirección como un elemento crucial a largo plazo para la composición equilibrada en los consejos de administración. En dichas recomendaciones aumenta el porcentaje de mujeres que debían participar en la composición de los consejos de administración del 30 al 40 por ciento y da como plazo hasta el 2022 para que el porcentaje en todo caso no sea inferior al 30%.

Es notorio que hay una tendencia creciente en el número de mujeres que logran ocupar un puesto dentro de los consejos de administración, pero es importante destacar de qué manera intervienen en dichos consejos, ya que tal y como se observa en el Gráfico 1 las categorías con mayor importancia cuantitativa son las consejeras independientes⁴ que han aumentado en número, pasando de tener una representación femenina casi nula en 2004 a que al menos dos mujeres dentro de los consejos administrativos ostenten este cargo en 2019,

⁴ Encargadas de velar por la correcta gestión de la empresa (no tienen ningún tipo de vinculación con la compañía ni sus accionistas), deben aportar una visión externa que genere valor para los accionistas, especialmente para los minoritarios que carecen de representación en el Consejo.

seguidamente de las consejeras dominicales⁵ que a lo largo del periodo de estudio han tenido un crecimiento constante, esto puede deberse a que muchas empresas que cotizan en bolsa son familiares y, por tanto, representan una oportunidad para que las mujeres accedan a los consejos ya que las familias propietarias ejercen una presión efectiva para que sus miembros, con independencia del sexo sean nombrados para dichos cargos (Mateos De Cabo, Gimeno y Escot, 2010).

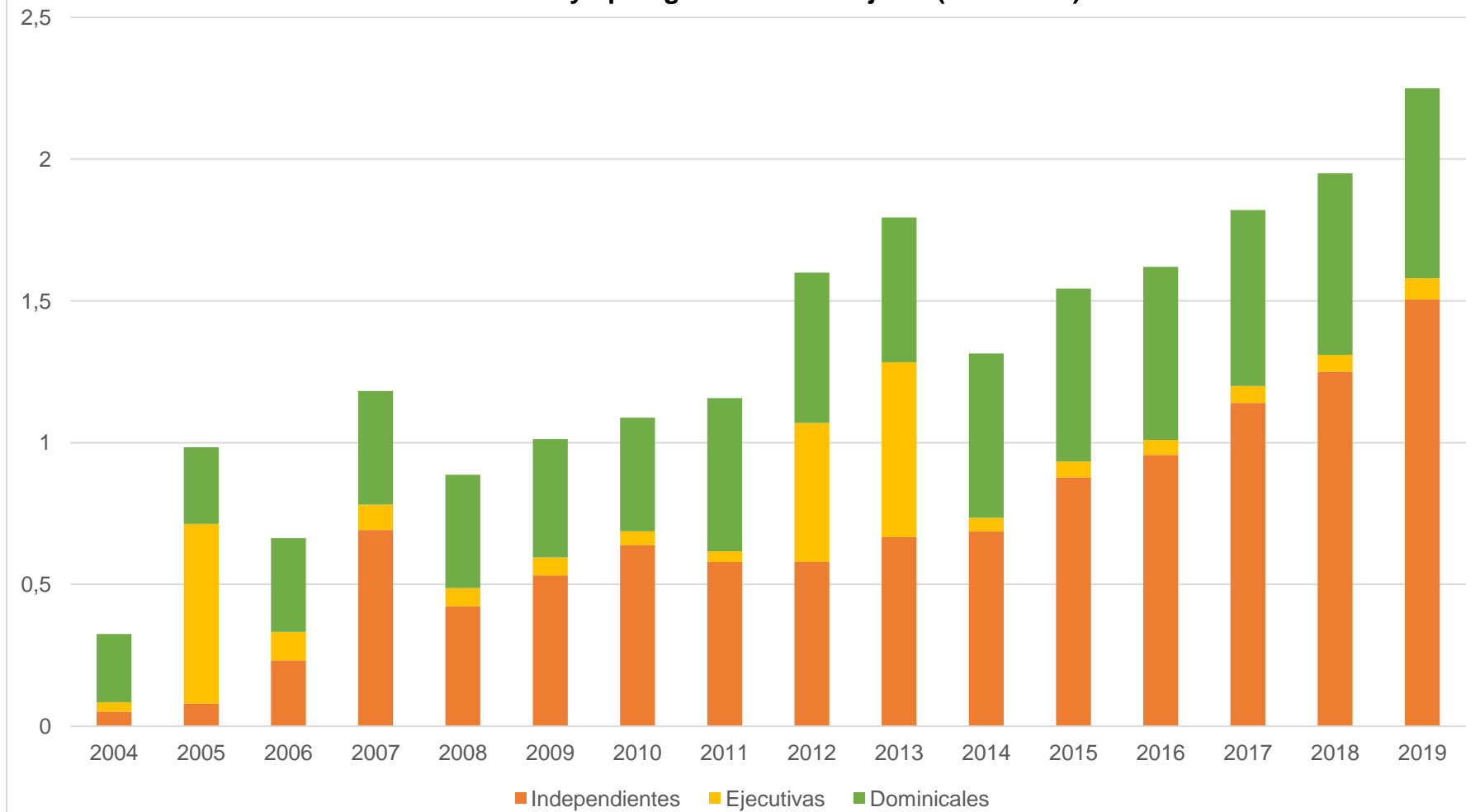
Todo esto contrastado con el escaso crecimiento y papel que ha tenido la mujer en el cargo de consejera ejecutiva⁶ es de preocupar, pues estamos hablando de que a pesar de que dentro de los consejos de administración se ha ido avanzando en términos cuantitativos, poco se ha avanzado en términos cualitativos, pues la mujer sigue sin acceder a altos cargos dentro de las empresas que le permitan tener más poder de decisión en la gestión diaria de esta. A lo largo del periodo de estudio los puestos de consejeros ejecutivos y presidentes del consejo ha sido casi exclusivamente masculino. Siendo este uno de los desequilibrios en materia de igualdad a corregir por las diferentes autoridades europeas y nacionales.

Para concluir con este punto es relevante recalcar que los consejos de administración de las empresas no financieras cotizadas en el Mercado Continuo español de nuestra muestra están compuestos por una media de 10 individuos de las cuales, en 2019 por media, tan solo 2 de dichos individuos son del género femenino, datos que denotan el camino que aún queda por recorrer, pues se está excluyendo la mitad del talento y los beneficios de esta diversidad a nivel económico, social, estructural, etc.

⁵ Ajenas a la gestión diaria de la empresa, pero que cuentan con una vinculación directa con la misma, ya sea por que poseen una proporción significativa de esta o representan a un porcentaje significativo de los accionistas.

⁶ Según la CNMV un consejero ejecutivo es aquel miembro del consejo de administración que además de sus funciones como consejero interviene en la actividad diaria de la compañía en tareas de la alta dirección, o bien es empleado de la sociedad o su grupo.

Gráfico 1. Número y tipología de las consejeras (2004-2019)

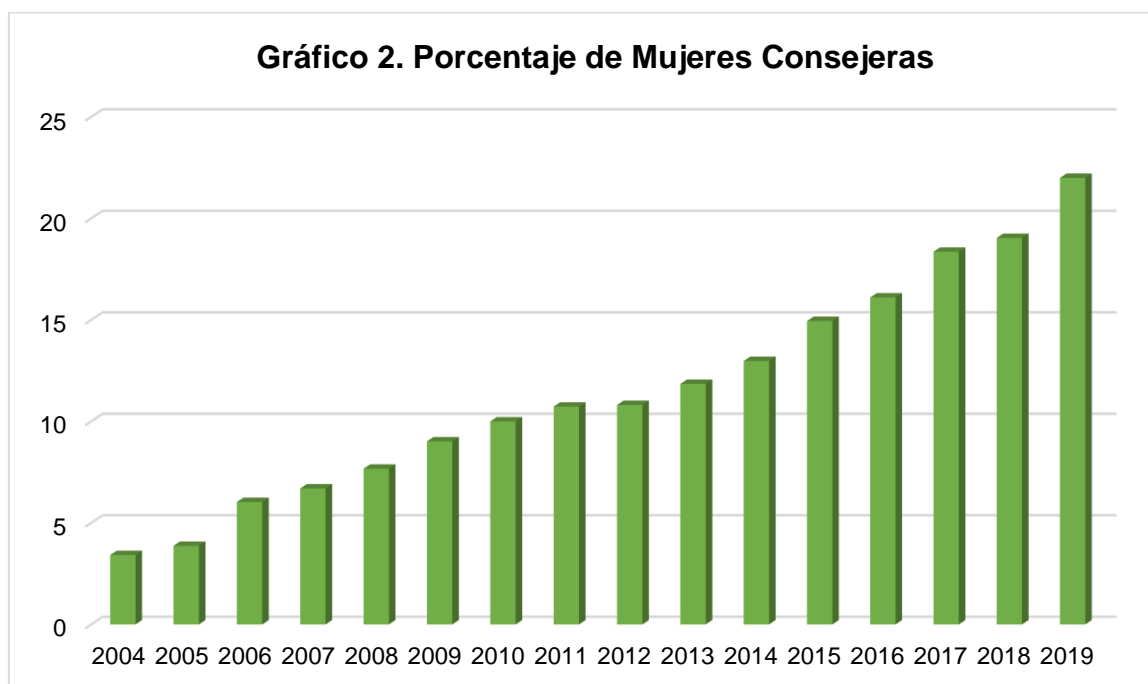


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la CNMV.

6.2. Peso de las consejeras en los Consejos de Administración

6.2.1. Porcentaje de consejeras

Tal y como se puede observar en el Gráfico 2, en términos porcentuales, las mujeres dentro de los consejos de administración en 2019 solo representan por media el 22% de los componentes, estando aún lejos del objetivo marcado por las autoridades (40%). Además, podemos darnos cuenta de que en los cinco primeros años de estudio el crecimiento del porcentaje puede parecer elevado, presentando una tasa de crecimiento del 163,74%, pasando de un 3,4% a un 9,5% en 2009 con respecto al 2004. Sin embargo, el número de empresas que contaban con al menos una mujer en su consejo durante ese periodo no era tan elevado como lo es actualmente.



Fuente: Elaboración propia.

Aunque hablando en valores absolutos llegamos a la conclusión de que es poco o insuficiente lo que se ha alcanzado como consecuencia de los obstáculos aun presentes como tener que elegir entre una vida profesional o una personal o la aun presente “*elección de tribu*”⁷ en muchas empresas que dificulta el acceso de

⁷ Los altos cargos dentro de las empresas lo eligen aquellos que ya ocupan un puesto, es decir, hombres y suelen elegir a los nuevos miembros de entre su círculo de allegados que por cultura y afinidad son también hombres.

las mujeres en este campo. En este sentido, como dice Laura González-Molero, presidenta de APD (Asociación para el Progreso de la Dirección) y consejera de Acerinox, Bankia, Ezentis y Viscofán (mujer con más presencia en los consejos de administración en España) en una entrevista para el periódico La Razón el 21 de Junio del 2020 *“la velocidad de incorporación de nuevo talento está ligada a la renovación de cargos y a la oportunidad real de realizar nombramientos”*, siendo el aumento de mujeres consejeras considerable en términos porcentuales.

Según un estudio de *Women on board* citado en la propuesta de la *Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo* destinada a mejorar el equilibrio de género entre los administradores no ejecutivos de las empresas cotizadas y por la que se establecen medidas afines en la Comisión Europea del 14 de noviembre de 2012 *“Las mujeres representan cerca del 60 % de los licenciados universitarios en la UE. Lo que es más importante, la iniciativa de las facultades de empresariales europeas Mujeres en el consejo logró identificar rápidamente más de 7000 mujeres, altamente cualificadas, con experiencia profesional y dispuestas a asumir una plaza en un consejo de administración”* (pág. 4).

A pesar de las medidas adoptadas por los diferentes organismos como las que ya hemos mencionado y el esfuerzo por parte de las grandes empresas para proporcionar mecanismos que permitan una inclusión de las mujeres en los altos cargos de la empresa como medidas que faciliten la conciliación familiar, la situación de las mujeres en los órganos de gobierno en las empresas españolas mejora a un ritmo muy lento en los últimos tres años. Esto se debe a que a pesar de los cambios sociales no se ha llegado un punto en el que los hombres realmente se involucren en el reparto de las responsabilidades familiares, y como dice Juan Manuel Cruz Palacios, Director Ejecutivo de Recursos humanos de Acciona *“Las medidas de conciliación y flexibilización sólo tienen sentido si con ellas se genera no sólo más facilidades para las mujeres sino especialmente una verdadera involucración de los hombres en el reparto de las cargas familiares. La verdadera igualdad de oportunidades será efectiva cuando las responsabilidades en los hogares se asuman por igual entre hombres y mujeres”*.

Es importante también ampliar los criterios de selección para incluir una mayor diversidad del talento que por muchos años se ha dejado de lado (como directivos de recursos humanos, relaciones públicas, empresas de servicios profesionales, universidades, centros de investigación u organizaciones sin ánimo de lucro en donde las mujeres tienen mayor representación) (Mateos De Cabo, Gimeno y Escot, 2010).

6.2.2. Porcentaje del tipo de consejeras

Como ya hemos comentado anteriormente es importante distinguir el tipo de participación que tienen las mujeres dentro de los consejos ya que como podemos darnos cuenta en el Gráfico 3 son las consejeras independientes son las que han alcanzado un mayor crecimiento en comparación con las dominicales y especialmente con las ejecutivas, siendo la que mayor tasa de crecimiento presenta, especialmente en los 5 últimos años objeto de estudio con un aumento del 70,50%. Es importante dejar claro que, aunque el porcentaje de consejeras dominicales y ejecutivas presentan ciertos decrecimientos para algunos de los años analizados, esto se debe a que la proporción de empresas objeto de estudio han ido en aumento, es decir que cada vez más son las empresas que tienen en sus respectivos consejos de administración mujeres.

El porcentaje de consejeras dominicales así mismo ha ido incrementado, lo que podría explicarse debido a la elevada concentración de propiedad de las empresas cotizadas españolas que ejercen presión y tienen la autonomía de proponer miembros para el consejo, incluso en aquellos casos en los que se presenta la oportunidad de que las mujeres ocupen puestos como consejeras dominicales dentro de los consejos de administración la proporción de mujeres en los consejos aumenta. (Mateos De Cabo, Gimeno y Escot, 2010).

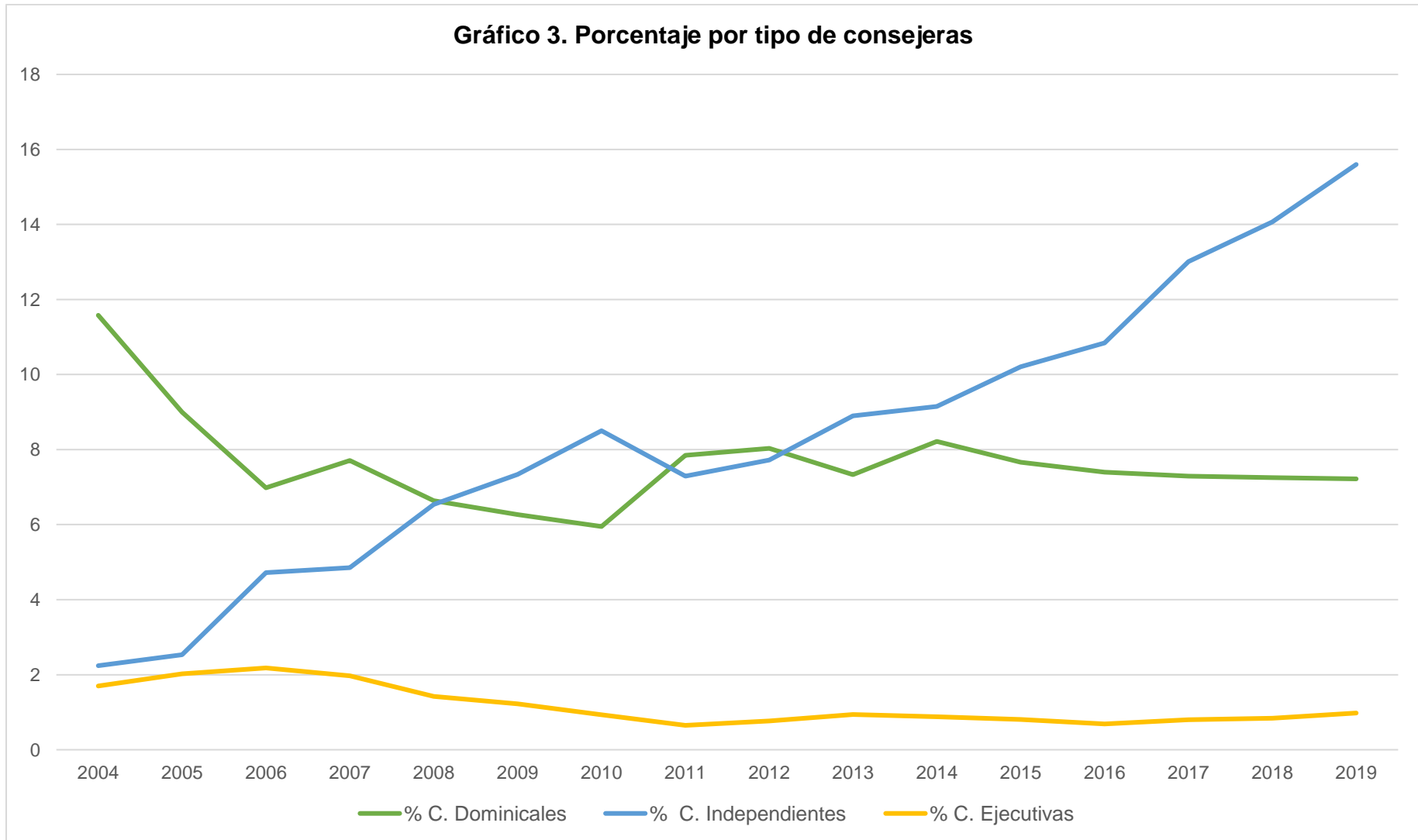
No obstante, preocupa que dentro de los consejos de administración la proporción de hombres que ejercen como consejeros ejecutivos es muy superior al de las mujeres, esto podría prestarse para interpretaciones de que aunque la mujer este consiguiendo más puestos dentro de los consejos, en muchas empresas están como meros tótems para aparentar una inclusión cuando realmente la presencia de estas consejeras no llega a influir realmente en el

consejo (Pandey et al, 2019). Queda claro que es aún un objetivo para conseguir realmente un equilibrio en el tejido empresarial del país.

Según un informe elaborado por PWC España acerca de la mujer directiva en España *“los estudios demuestran correlación entre las empresas con un número significativo de mujeres en sus equipos directivos y los resultados económicos”*, sin embargo el lento crecimiento del número de consejeras ejecutivas se debe a la inclinación por formarse para áreas funcionales de la empresa más que para la alta dirección, ya que según este informe el porcentaje de mujeres que se forman con especializaciones MBA en España es del 19% en el mejor de los casos y el 22% en Europa y son precisamente este tipo de programas los que capacitan y habilitan para tener una visión más amplia del tejido empresarial y el manejo de las mismas. Así que como dice Beatriz Recio, CEO de Woman talent en una entrevista para La Razón *“existe una falta de perfiles de mujeres que reúnan las condiciones que se exigen, ya que se pide una experiencia y haber desempeñado unas posiciones a las que las mujeres apenas han llegado o están llegando”* además del desconocimiento por parte de las mujeres de la manera adecuada de formarse y el camino profesional que deberían de seguir para poder acceder a este tipo de puestos.

Es necesario que tal y como propuso la CNMV en su última publicación las empresas apliquen medidas que favorezcan la inclusión del talento femenino en los altos mandos de las compañías de manera que se garantice que en un período más a largo plazo haya un remanente suficiente de mujeres preparadas y con la experiencia que el puesto de presidente del consejo o consejera ejecutivo requiere, además es importante por parte de las administraciones plantear sanciones al incumplimiento de las cuotas tal y como se ha hecho en otros países que en 2018 presentan un porcentaje de mujeres dentro de los consejos importante como Noruega que supera el 40%, Francia con un 38%, Italia con 34% o Alemania con un 27% dando así ejemplo de que la imposición de cuotas aparejada con sus respectivas sanciones son un buen elemento para conseguir una paridad real. (López C, 2018).

Gráfico 3. Porcentaje por tipo de consejeras



Fuente: Elaboración propia

7. PRESENCIA DE CONSEJERAS Y COSTE DE LA DEUDA

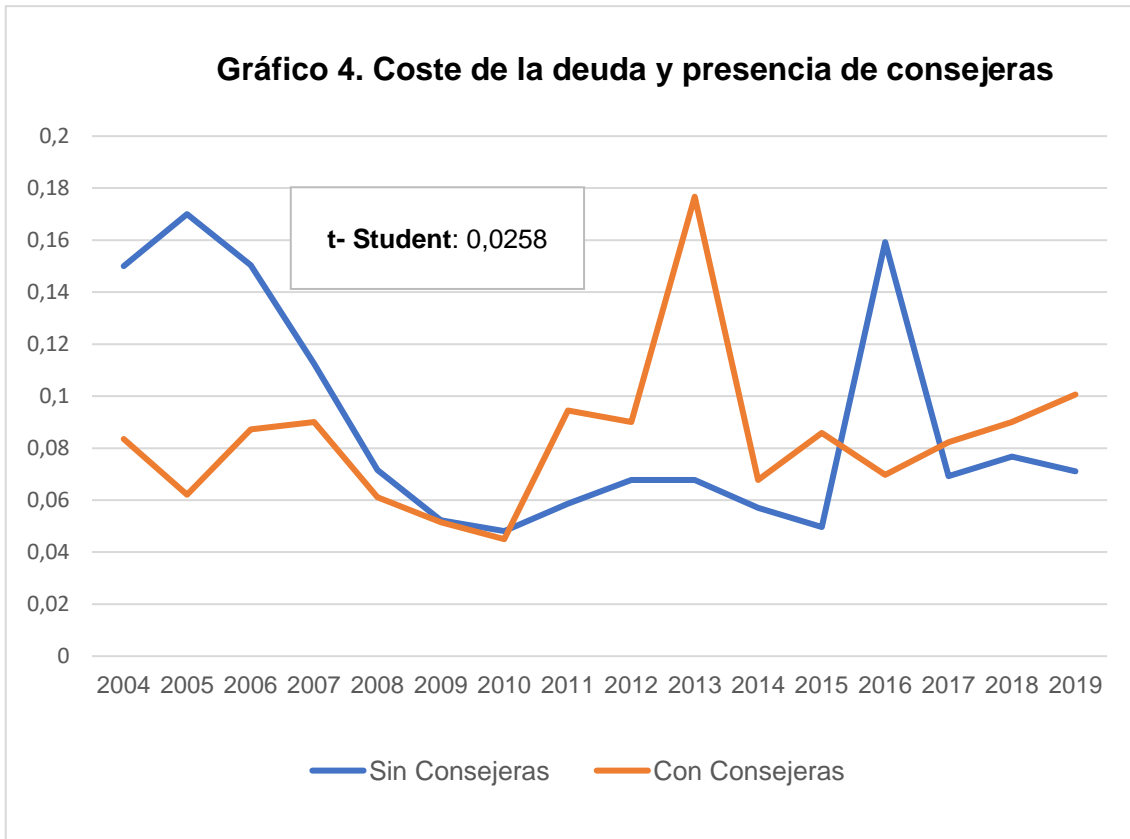
7.1. Análisis univariante

7.1.1. Presencia de consejeras y coste de la deuda

A continuación profundizando en el estudio de la diversidad de género dentro del consejo de administración y su relación con el coste de la deuda, es decir el valor monetario que debe asumir las organizaciones para conseguir financiación externa que les permita el desarrollo de la actividad empresarial o la consecución de determinados proyectos analizamos el coste medio de la deuda⁸ año a año para el conjunto de las empresas que componen nuestra muestra, discriminando entre aquellas que tienen al menos una mujer dentro del consejo de administración y las que no la tienen.

Como podemos darnos cuenta en la gráfica 4 el coste de la deuda para las empresas que tienen dentro de su consejo de administración al menos una mujer en el periodo de tiempo comprendido entre 2004 – 2008 se han beneficiado de unos costes de deuda inferiores e iguales en 2009 – 2010 en comparación con las que no tienen ninguna consejera, así mismo para los años 2015 – 2017 las empresas con consejos diversos tuvieron acceso a financiación externa con menores costes, esto podría interpretarse de forma positiva, afirmando que efectivamente la presencia de talento femenino en los consejos trae como consecuencias no solo la mejora de la imagen de la empresa como sugieren algunos artículos (Erhard et al, 2003; Carter et al, 2003), si no también beneficios de índole económico como la reducción del coste de la deuda. Sin embargo, cuando nos fijamos en el resto de los años objeto de estudio, han sido las empresas gestionadas meramente por hombres quienes han accedido a préstamos a un menor coste, esto explicaría que no existen diferencias estadísticamente significativas entre ambos grupos de empresas en cuanto al coste de la deuda se refiere.

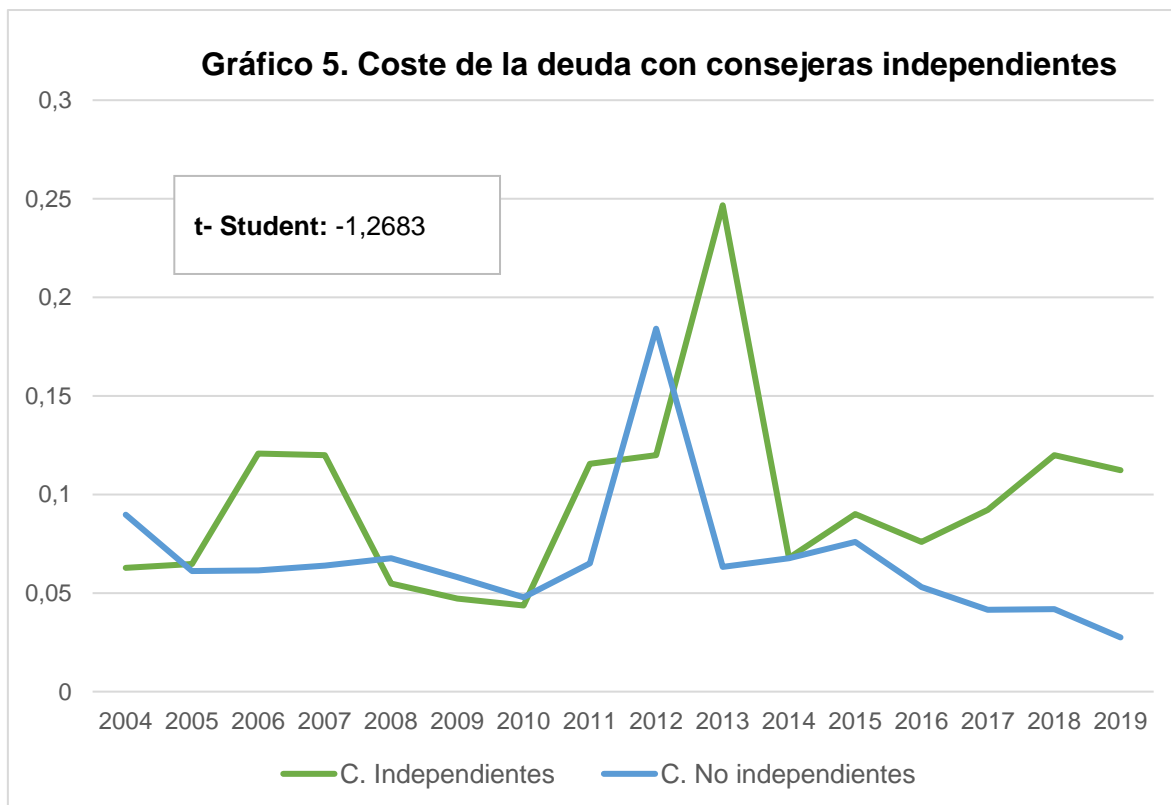
⁸ Consideramos el coste de la deuda como la relación entre los gastos financiero y el importe de la deuda remunerada o financiera.



Fuente: Elaboración propia.

7.1.2. Presencia de consejeras independientes y coste de la deuda

Continuando con nuestro trabajo, analizamos a si mismo el coste de la deuda en las empresas con consejeras, para lo que hemos seleccionado las empresas con al menos una mujer dentro de su consejo de administración y a su vez hemos diferenciado por la tipología de consejeras para determinar si la función de las consejeras en la empresa influye en algo en el coste de la deuda. En este sentido podemos observar en la gráfica 5 la diferencia de costes entre aquellas empresas en las que las consejeras son del tipo independiente. Notemos que las empresas con consejeras independientes asumen costes de endeudamiento más alto para la mayoría de los años de estudio. Ahora bien aunque aparentemente pueda observarse esta diferencia, según los estadísticos descriptivos que arrojaron una t-student igual a -1,2683 no existe una diferencia estadísticamente significativa, por lo que no podemos asumir que el mayor coste que asumen las empresas con consejeras independientes se deba a su presencia y mucho menos a la función que cumple dentro del Consejo de Administración.

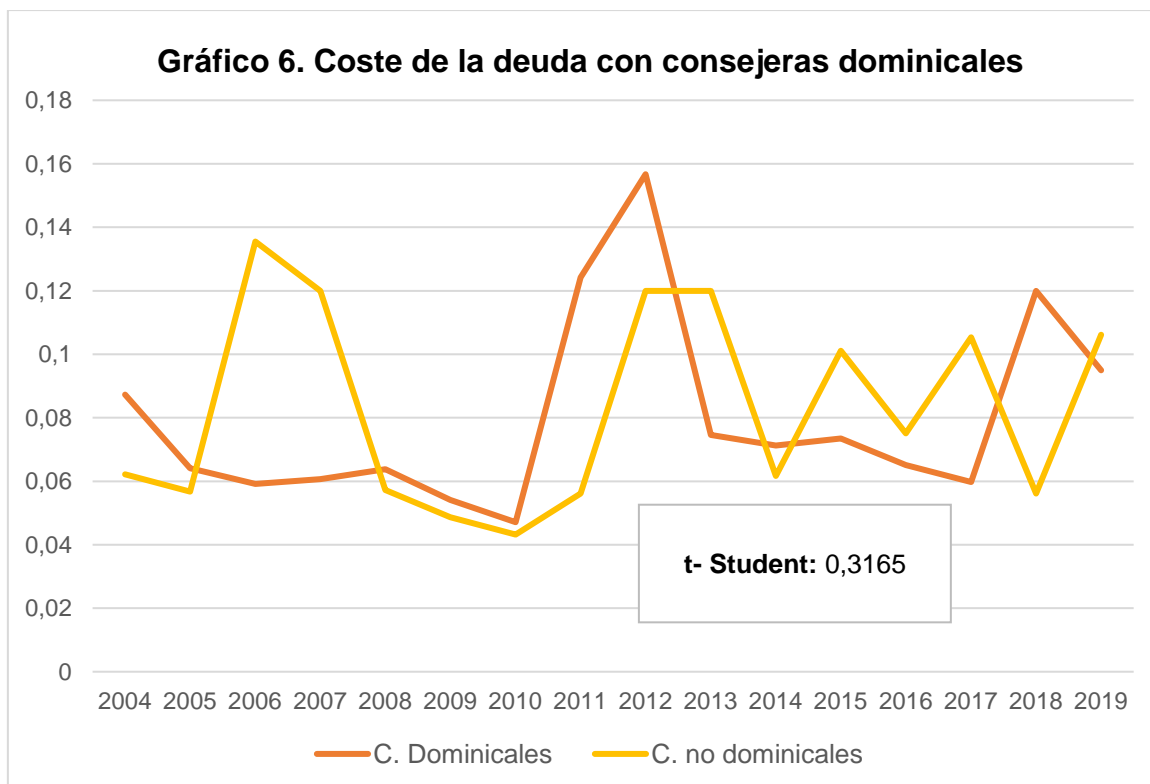


Fuente: Elaboración propia.

7.1.3. Presencia de consejeras dominicales y coste de la deuda

Continuando con la discriminación por tipología de consejeras, nos encontramos con los costes de la deuda para las empresas que tienen en su consejo de administración como mínimo una mujer y que ejercen como consejeras dominicales. Tal y como se puede observar en el gráfico 6 las empresas en las que las mujeres ejercen como consejeras dominicales soportaron un menor coste en los años 2005-2008, así mismo para el período entre 2012 – 2017, dichos resultados podrían deberse a que tal y como lo comentamos anteriormente la puerta de acceso de las mujeres en los consejos de administración son a través de las sillas destinadas a los consejeros de carácter dominical, resultando un mayor número de mujeres que ostenten este puesto dentro de las empresas objeto de estudio. Al haber dos o más mujeres dentro del consejo podría tener incidencias en el coste de la deuda, ya que tal y como sugieren las teorías de Tanaka (2014), Pandey et al (2019) y Usman et al (2019) los prestamistas atribuyen a las mujeres un papel supervisor que disminuye las probabilidades de incumplimiento, además de valorar como más fiable y transparente la información suministrada por la empresa haciendo que estén

dispuestos no solo a exigir menores garantías si no un coste de endeudamiento más bajo. En este sentido, más mujeres eliminan la teoría del Tótem⁹. No obstante según los datos obtenidos no existe una diferencia estadísticamente significativa en el coste de la deuda para las empresas con consejeras dominicales y las que no tienen consejeras dominicales.



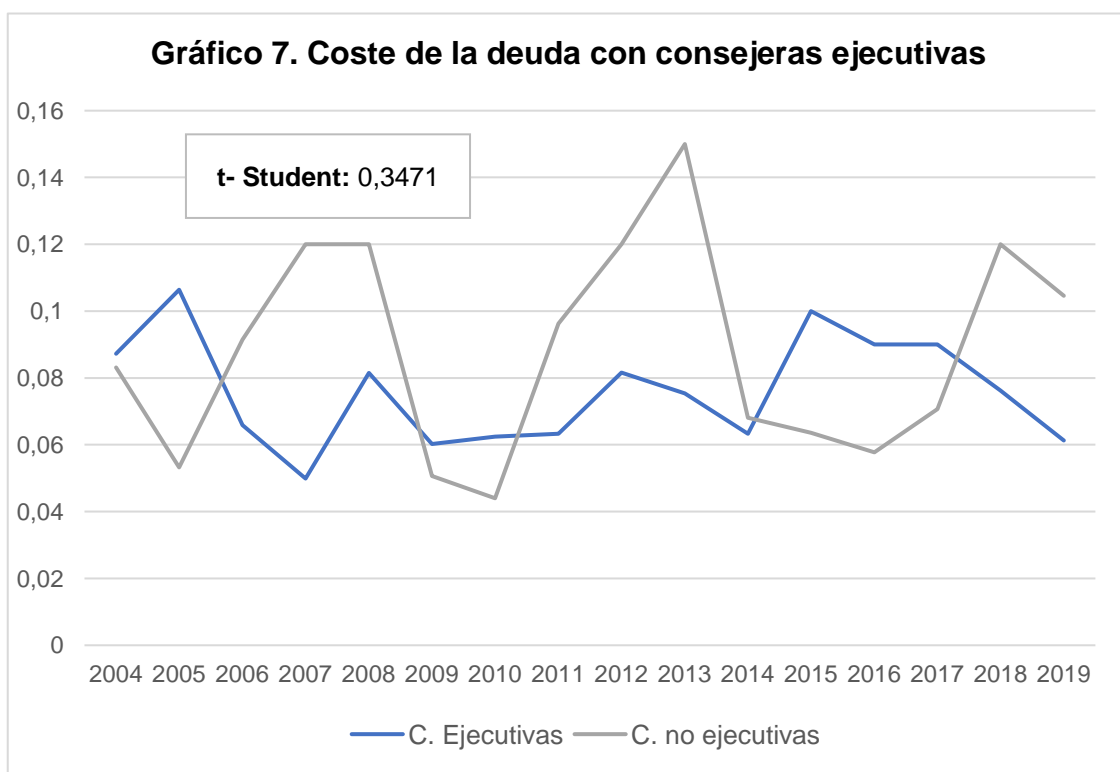
Fuente: Elaboración propia.

7.1.4. Presencia de consejeras ejecutivas y coste de la deuda

Para concluir con este apartado compararemos el coste de la deuda entre las empresas que tienen al menos una mujer en el consejo de administración y en las que dichas mujeres son consejeras ejecutivas tal y como lo podemos observar en el gráfico 7. Resulta interesante que aunque en ambos casos existen periodos en los que se pague más o menos costes por las deudas, casi para la totalidad de los años objeto de estudio son las empresas en las que las mujeres ejercen con consejeras ejecutivas quienes por media se ha beneficiado de unos costes inferiores, esto puede estar estrechamente relacionado con el papel que

⁹ Una mujer dentro del consejo administrativo no llega a influenciar de manera real en la gestión y posicionamiento estratégico de la empresa, por lo que su presencia se considera como un mero símbolo de inclusión e igualdad.

desempeña este tipo de consejera, ya que tal y como lo hemos venido abordando a lo largo de este trabajo es cuando la mujer realmente puede intervenir y tener cierto poder de decisión en la gestión de la empresa que las fuentes de financiación tienen unas expectativas más altas de las organizaciones hasta el punto de estar dispuestos a reducir los costes del endeudamiento, sin embargo una vez más los resultados apuntan con una t-student igual a 0,3471 que no existe una diferencia estadísticamente significativa. Esto nos deja en una posición similar a Fields et al (2012), que a pesar de los resultados no concluyentes afirman que efectivamente la presencia de las mujeres en el consejo de administración tiene una incidencia positiva en el coste de la deuda.



Fuente: Elaboración propia.

7.1. Análisis multivariante

A continuación, en la Tabla 1 se muestran cuatro modelos que recogen las estimaciones de la incidencia de diferentes variables sobre el valor del coste de la deuda, siendo de especial interés para este trabajo aquellas variables que representan el peso de mujeres en el Consejo. De este modo se analiza el coste de la deuda como variable dependiente a través de la variable *C. Deuda*, medida

como la relación entre los gastos financieros y la deuda financiera. Las variables que miden el peso de las consejeras en el consejo de administración son: *P.Mujeres*, *P.Independientes*, *P.Dominicales* y *P.Ejecutivas*, medidas como la relación de consejeras, consejeras independientes, consejeras dominicales y consejeras ejecutivas y el número total de consejeros, respectivamente. Además, utilizamos como variables de control las siguientes variables: *Deuda*, medida como la relación entre los recursos ajenos y el activo total; *Edad*, medida como el logaritmo de la edad de la empresa; *Tamaño*, medida como el logaritmo del activo total de la empresa; *Ibex35*, medida como una variable dicotómica que vale 1 si la empresa pertenece al selectivo español y cero en caso contrario; *Tesorería*, medida como la relación entre el efectivo en manos de la empresa y el activo total. De este modo se especifica el siguiente modelo base:

$$C. Deuda = \alpha + \beta_1 Presencia\ consejeras + \beta_2 Deuda + \beta_3 Edad + \beta_4 Tamaño + \beta_5 Ibex35 + \beta_6 Tesorería + \varepsilon$$

En este sentido, los datos señalan que la presencia de mujeres en los Consejos de Administración (Modelo 1, Tabla 1) efectivamente tienen una relación negativa y significativa con el coste de la financiación, es decir, que a mayor número de mujeres en el consejo, menor será el coste de la deuda que soporta la empresa. Cabe destacar que al hacer una distinción por el tipo de consejeras en la regresión nos encontramos que si las mujeres dentro del consejo son del tipo independientes o ejecutivas (Modelos 2 y 4, respectivamente) presentan una relación negativa y significativa. Sin embargo, resulta interesante que según la estimación obtenida en el Modelo 3, cuando las mujeres en el consejo de administración se clasifican como dominicales, aunque hay una relación negativa, no es estadísticamente significativa, por lo tanto, no tienen una incidencia real en el coste de la deuda. En cuanto al resto de variables explicativas podemos observar, en los cuatro modelos, que el importe de la deuda, la edad de la empresa, el tamaño y su pertenencia al Ibex35 inciden de manera negativa y significativa en el coste de la deuda. Sin embargo, el peso de la tesorería en el activo no incide de manera estadísticamente significativa en el coste soportado por la empresa por la deuda financiera emitida.

En resumen, según los modelos estimados la relación entre la diversidad de género en los Consejos de Administración y el coste de la deuda es negativa y significativa, siempre que las Consejeras no sean del tipo dominical.

Tabla 1. Presencia de consejeras y coste de la deuda

(Variable dependiente: C. Deuda)

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
P. Mujeres	-0,0003*** (-3,35)			
P. Independientes		-0,0002** (-1,96)		
P. Dominicales			-0,0002 (-1,59)	
P. Ejecutivas				-0,0007** (-2,31)
Deuda	-0,0002** (-2,44)	-0,0002** (-2,23)	-0,0002** (-2,37)	-0,0001** (-2,18)
Edad	-0,0006*** (-3,42)	-0,0008*** (4,71)	-0,0009*** (-6,03)	-0,0010*** (-7,05)
Tamaño	-0,0042*** (-4,27)	-0,0044*** (-4,42)	-0,0046*** (-4,65)	-0,0047*** (-4,74)
Ibex 35	-0,0104*** (-3,20)	-0,0105*** (-3,21)	-0,0104*** (-3,19)	-0,0102*** (-3,15)
Tesorería	0,0046 (0,39)	0,0055 (0,46)	0,0059 (0,50)	0,0063 (0,53)
Constante	0,1611*** (9,12)	0,1695*** (9,56)	0,1777*** (10,54)	0,1818*** (10,86)
F	16,71***	15,39***	15,16***	15,66***
R² – Adj	0,07	0,07	0,07	0,07

C.Deuda, relación entre los gastos financieros y la deuda financiera. *P. Mujeres*, *P. Independientes*, *P. Dominicales* y *P. Ejecutivas*, la relación de consejeras, consejeras independientes, consejeras dominicales y consejeras ejecutivas y el número total de consejeros, respectivamente. *Deuda*, relación entre los recursos ajenos y el activo total. *Edad*, logaritmo de la edad de la empresa. *Tamaño*, logaritmo del activo total de la empresa. *Ibex35*, variable dicotómica que vale 1 si la empresa pertenece al selectivo español y cero en caso contrario. *Tesorería*, relación entre el efectivo en manos de la empresa y el activo total. ***, **, * significativo al 1, 5 y 10 por ciento, respectivamente.

8. CONCLUSIONES

Una de las principales conclusiones de este trabajo es que, aunque la inclusión de la mujer en el tejido empresarial a nivel europeo y nacional ha aumentado considerablemente en las últimas décadas, especialmente después de la imposición de cuotas obligatorias por parte de diferentes países (dichas cuotas conllevan determinadas sanciones si no se cumplen), queda evidenciado que aún hay mucho camino por recorrer, ya que a pesar de este incremento de mujeres en los órganos administrativos, aún no se consigue en muchos países de la Unión Europea y en la propia España cumplir con el porcentaje del 40% para el género menos representado dentro de los consejos de administración, al menos para las empresas cotizadas. Además, este aumento ha sido especialmente cuantitativo y no cualitativo pues el acceso de las mujeres a los consejos es fundamentalmente en puestos no ejecutivos. Los datos sugieren que las mujeres aún tienen muchos inconvenientes para acceder a los cargos directivos y, por tanto, a los Consejos de Administración como consejeras ejecutivas.

Como consecuencia de todo lo anteriormente mencionado y la relevancia que la igualdad de género ha tomado en los últimos años, empresarios, profesionales y académicos se han interesado por estudiar los efectos de esta diversidad en diferentes contextos. En lo que compete a este trabajo realmente es escaso el material disponible, con resultados embrionarios y difícil de extrapolar dichos resultados a nuestro contexto, por lo que este trabajo analiza el efecto de la diversidad de género en los consejos de administración sobre el coste de la deuda en empresas no financieras españolas cotizadas en el Mercado Continuo para el período 2004-2019.

En lo que respecta al análisis empírico los resultados son realmente interesantes, ya que cuando se analiza la base de datos de forma univariante podemos darnos cuenta de que realmente no se encuentran diferencias estadísticamente significativas entre el coste de la deuda para empresas que son dirigidas meramente por hombres y las que tienen al menos una mujer como consejera. Sin embargo, realizar un análisis multivariante obtenemos que las mujeres sí tienen incidencia estadísticamente significativa en el coste de la deuda, con una

relación negativa, es decir, que cuantas más mujeres haya en el Consejo menor será el coste de la deuda que soporte la empresa. Esto puede deberse a que las entidades financieras atribuyen a las mujeres un papel supervisor que limita los comportamientos oportunistas por parte de los directivos, percibiendo la información con menor riesgo de asimetría y con una mayor fiabilidad. Además, puede ser reflejo de la capacidad por parte de las consejeras para aportar estrategias teniendo en cuenta diferentes puntos de vista y especialmente pensando en todos los grupos que intervienen en el funcionamiento de la empresa como empleados, acreedores, proveedores, prestamistas, clientes, etc. De este modo, se reducen los costes de agencia. Por otro lado, los resultados obtenidos se encuentran también en consonancia con la mayor aversión al riesgo que la literatura ha asociado a las consejeras. Esto hace que se limite las inversiones y los movimientos de alto riesgo al que están predispuestos los hombres, reduciéndose las probabilidades de impago a las entidades financieras, además de evitar la ineficiencia en la utilización de recursos por parte de las empresas. Es por todo lo mencionado que las entidades financieras están dispuestas a requerir menores garantías y dar condiciones más favorables para la adquisición de financiación externa como exigir menores intereses para las empresas que cuentan con al menos una mujer dentro del consejo de administración.

Uno de los resultados más llamativos y que añade valor a lo ya propuesto por distintos autores acerca de la reducción en el coste de la deuda por parte de los prestamistas cuando hay mujeres en el consejo, es que cuando las consejeras son del tipo dominical no existe una relación significativa, es decir, que aunque los datos reflejan que las entidades financieras efectivamente están dispuestas a exigir menores costes a las empresas cuando hay mujeres, no lo están si son dominicales. Esto puede deberse a que como lo explicamos inicialmente, estas son aquellas que poseen un porcentaje significativo de las acciones de la empresa o bien son las representantes de los accionistas importantes y en mucho de los casos el motivo por el que se les incluye a las mujeres en el consejo por presión de los accionistas no es la preparación y la experiencia de éstas, si no los vínculos familiares. De este modo, es de entender que las entidades financieras no perciban la presencia de estas consejeras como una mayor

garantía de pago y que por los lazos con las personas a las que representan no le puedan atribuir el papel supervisor que argumentan diferentes autores para que los prestamistas estén dispuestos a rebajar el coste de la deuda.

Además, si dichas consejeras dominicales justifican su presencia por ser propietarias de un porcentaje significativo del capital o son familiares directos de los accionistas controladores, es de suponer que la información proporcionada por las empresas no se pueda percibir como fiable. Igualmente resulta difícil suponer que se pueda ser actuar en beneficio de todos los agentes involucrados en la empresa cuando existen incentivos y capacidad para obtener beneficios privados por parte de este tipo de consejera, aumentando con ello el conflicto con los financiadores de la empresa y con ello el coste de los recursos ajenos.

Para terminar y recordando una vez más todos los resultados obtenidos, podemos decir que es realmente importante que esta paridad que se está buscando pueda ser también en términos cualitativos y que las empresas busquen los mecanismos para dar acceso a las mujeres a los altos cargos de las organizaciones, de modo que su acceso a los consejos tenga un carácter ejecutivo en busca de las ventajas no solo de cumplir a nivel legislativo, sino que es un excelente incentivo económico ya que podrían acceder a fuentes de financiación externa con menores costes.

9. BIBLIOGRAFIA

Adams, R y Ferreira, D. (2009). Las mujeres en la sala de juntas y su impacto en la gobernanza y rendimiento, *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, págs. 291-309.

Cuadrado B. García R & Martínez J. (2015) "Efecto de la composición del Consejo de Administración en las prácticas de responsabilidad social corporativa". *Revista de Contabilidad*, Vol. 18, Nº. 1, págs. 20-31. Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2014.02.003>.

Comisión Europea (2012): "Directiva para fomentar la igualdad de género en los Consejos de Administración". Recuperado de: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1205_es.html

EP (2020) La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) aprueba la reforma del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas. Recuperado de: <https://www.expansion.com/mercados/2020/06/26/5ef5d1f5468aeb301a8b45d1.html>

Ley Orgánica 3/2007, de 22 marzo, para la igualdad. Boletín Oficial del Estado. Núm.71, de 23/03/2007 pág. 29. Recuperado de <https://www.boe.es/eli/es/lo/2007/03/22/3/con>

Instituto de Consejeros - Administradores (2012): "Funciones del Consejo de Administración". Recuperado de: http://iconsejeros.com/sites/default/files/archivos/miscelaneo/funci_consejo_admin_sl.pdf

Comisión Europea, Bruselas, 14.11.2012 COM (2012) 614 final. Propuesta de DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO destinada a mejorar el equilibrio de género entre los administradores no ejecutivos de las empresas cotizadas y por la que se establecen medidas afines. Recuperado de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012PC0614&from=EN>

López, C. (4 de octubre de 2018). La cuota obligatoria funciona. La vanguardia. Recuperado de <https://www.lavanguardia.com/vida/20181004/452164784170/paridad-consejos-administracion-empresas-igualdad-mujer.html>

Ahern, K y Dittmar, A. (2012). El cambio de consejos: el impacto en la valoración firme de representación femenina obligatoria en la junta, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 128, págs. 137-197.

McDonald, C. (2012). Mujer Directores Aumentar Beneficios. Recuperado de: <http://ww2.cfo.com/governance/2012/12/women-directors-boost-profits/>.

Judith J. Madill, Allan L. Riding & George H. Haines Jr. (2006) Women Emprendedores: Financiamiento de deuda y relaciones bancarias, *Journal of Small Business & emprendimiento*, Vol. 19, Nº. 2, págs. 121-142, DOI :10.1080 / 08276331.2006.10593363

Lückerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. *J Ma-nag Gov* 17. Págs. 491–509. <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9186-1>

MT Hansen, H Ibarra, U Peyer, (2013) “The best-performing CEOs in the world”. *Harvard Business Review* (P.P 81- 95) Recuperado de: https://files.transtutors.com/cdn/uploadassignments/1757605_1_ceo.pdf

Mateos De Cabo, Gimeno y Escot, (2010) “Discriminación en consejos de administración: Análisis e implicaciones económicas”. Disponible en: *Revista de economía aplicada*, ISSN 1133-455X, Vol. 18, Nº 53, 2010, págs. 131-162.

Carrasquero, M (2014) “Participación femenina en los consejos de administración de las empresas: una aproximación a la propuesta de directiva de 14 de noviembre de 2012 relativa al equilibrio entre hombres y mujeres en las empresas” Disponible en: *Estudios de Deusto* ISSN: 0423-4847, Vol. 62/1, Bilbao, 2014, págs. 349-370.

Paige, L. Donald, R. & Subrahmanyam, A. (2012). “Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans”. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 36, págs. 1536-1547.

Tanaka, T. (2014). "Gender diversity in the boards and the pricing of publicly traded corporate debt: evidence from Japan, Applied Financial Economics", 24:4, 247-258, DOI: 10.1080/09603107.2013.877571

Benjamín y Biswas. (2017). "Board gender composition, dividend policy and cost of debt: The implications of CEO duality". Accounting Research Journal, 32(3), 454-476. doi:10.1108/arj-02-2018-0035

Pandey, R. Kumar, P. Jahangir, M. & Mansi, M. (2019) "Female directors on the board and cost of debt: evidence from Australia". Accounting & Finance. Disponible en: <https://doi.org/10.1111/acfi.12521>

Usman, M. Umar, M. & Zhang, J. (2018). "Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders?". Managerial Auditing Journal. Vol. 34, Nº. 4, págs. 374-392. DOI 10.1108/MAJ-04-2018-1863.

Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2010). Gender diversity in the boardroom and firm Financial performance. Journal of Business Ethics, 83, 435-451.

Mateos de Cabo, R. (2017). Paridad de género en los consejos de administración: ¿Solo una cuestión de tiempo? Disponible en: <http://www.huffingtonpost.es/ruth-mateos-de-cabo/paridad-de-genero-en-los-consejos-de-administracion-solo-una-c a 21877504/>

PWC (2016): "Consejos de Administración de Empresas Cotizadas". Disponible en: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/consejos-y-buen-gobierno/consejos-administracion-septiembre-2016.pdf>

ATREVIA, IESE (2019) "Mujeres en los Consejos de las empresas cotizadas". Recuperado de: <https://www.atrevia.com/actualidad/atrevia-iese-mujeres-consejeras-2019/>

Pascall, G. Lewis, (2020) "Emerging gender regimes and policies for gender Equality in a wider Europe". Journal of Social Policy, 33 (3). Recuperado de: http://www.cambridge.org/journals/journal_catalogue.asp?mnemonic=JSP

“Las mujeres en altos cargos se triplican en 25 años, pero no llegan al 30%”. La Vanguardia. <https://www.lavanguardia.com/vida/20191019/471059035072/las-mujeres-en-altos-cargos-se-triplican-en-25-anos-pero-no-llegan-al-30-.html>

Santos, A. (2010) “Mujeres en los consejos de administración”. Knowsquare. Recuperado de: <http://www.knowsquare.es/o2/item/articulo4265#:~:text=En%20el%20reciente%20estudio%20sobre,que%2037.000M%20de%20d%C3%B3lares>

Enyd, I. (2016). “El Consejo de Administración: Control y Transparencia”. Escuela de Negocios y Dirección. Business Review. Disponible en: <https://br.escueladenegociosydireccion.com/business/asesoria/consejo-de-administracion/>

Azofra, V. y López, O. (2007) “Dividendos, estructura de propiedad y endeudamiento de las empresas desde una perspectiva institucional. Evidencia empírica internacional”. Recuperado de: Cuaderno de Economía y Dirección de la Empresa, Nº 33, dic 2007, págs. 095-126.