

Composición por género del consejo de administración de empresas familiares españolas e influencia en las preferencias por el riesgo de la firma

Gender composition of board of directors in Spanish family firms and its influence on corporate's risk preferences

Mercedes Redondo-Cristóbal*, Francisco Javier Jimeno-de-la-Maza**

Resumen

Basándonos en la premisa de la inclinación de las empresas familiares hacia el objetivo de la preservación del negocio, en el presente trabajo se analiza empíricamente, a partir de una muestra que comprende cerca de mil firmas familiares españolas, si la composición demográfica por género del consejo de administración afecta a las decisiones de estructura financiera corporativa. De acuerdo a la aproximación teórica a la que se ha recurrido, y conforme a las evidencias encontradas por la literatura previa, nuestras expectativas apuntan a que una mayor participación de mujeres en el consejo se ha de corresponder con una propensión de la firma hacia estrategias de mantenimiento de solvencia, en detrimento del endeudamiento. Los resultados obtenidos con el análisis efectuado verifican la hipótesis de que una mayor proporción de consejeras se asocia con un mayor conservadurismo financiero y con menor preferencia por el riesgo.

Palabras clave: empresa familiar, diversidad, género, riesgo.

Abstract

Considering the premise that many family firms tend to exhibit preferences towards the goal of preserving the business, in this work we conduct an empirical analysis focused on the relationship between gender composition of

the board of directors and corporate financial decisions. According both to the theoretical approach and also previous literature we are dealing herein, we expect that greater representation of women taking seats on board of directors would lead to the firm to show a propensity of corporate strategies oriented to an increase of liquidity and a decrease of leverage. Using a sample containing about a thousand Spanish family firms, our results confirm those propositions which suggest that the higher proportion of women directors is associated with the more financial conservatism and with the less appetite for risk.

Keywords: family firm, diversity, gender, risk.

Clasificación JEL: G32, J16, M14

Introducción

La investigación organizacional ha mostrado en los últimos años un creciente interés por los temas relativos a las empresas familiares de pequeñas y medianas dimensiones, que se ha manifestado no solamente en el número de contribuciones a la literatura, sino también en la expansión del abanico de temas tratados y en su proyección hacia múltiples áreas disciplinares. Lo cierto es que hoy en día hay un amplio reconocimiento en relación con el hecho de que las empresas familiares, esto es, aquellas en las que propiedad y control se concentran en individuos que pertenecen a una misma familia, tienen una indiscutible importancia en

* Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales, Profesora en la Facultad de Ciencias del Trabajo, Universidad de Valladolid, E-mail: mredondo@efc.uva.es

** Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales, Investigador, E-mail: jjimeno@efc.uva.es

Artículo recibido: 29 de febrero de 2016

Artículo aceptado: 27 de julio de 2016

la economía y el empleo de muchas naciones. A este respecto, baste señalar que, de acuerdo a los datos publicados en un estudio efectuado por el Instituto de la Empresa Familiar (IEF) de España, se considera que en el año 2015 eran familiares el 89% de las empresas españolas (IEF & Red de Cátedras de Empresa Familiar, 2016), siendo éste el ámbito territorial en el que concentra su foco de atención el presente trabajo.

Entre los tópicos de los que habitualmente tratan los estudios académicos sobre empresa familiar se encuentran múltiples cuestiones que se hallan directamente relacionadas con el gobierno corporativo. En este sentido, una vez superada la etapa fundacional, y cuando ya se ha alcanzado una cierta complejidad organizacional, no parece factible que la firma familiar se maneje únicamente mediante un recurso sistemático a una implicación activa de los miembros de la familia en todos los aspectos del negocio, incluyendo a aquellos relativos a la gobernanza, por lo que llega un momento en que estas empresas precisan de estructuras de gobierno que cuenten con una cierta formalización y con un grado de profesionalización equiparable al de cualquier otra compañía. Además, se ha de tener en cuenta que una frecuente singularidad que es común a los negocios familiares es la de mostrar una acentuada vocación de continuidad y de preservación a largo plazo del proyecto empresarial inicial, objetivo que requiere de modelos de gobernanza apropiados para este tipo de entidades.

Asimismo, la composición de los consejos de administración se ha convertido en otra de las cuestiones que atrae una considerable atención en la literatura sobre gobierno corporativo, especialmente en lo relativo a los potenciales efectos que se presupone que derivan de la diversidad demográfica que muestran sus integrantes. Especial referencia ha de hacerse a la diversidad de género en los consejos, ya que en la actualidad se ha convertido en tema de debate no solamente en la esfera académica, sino en otros planos sociales, lo que bien puede conectarse con

las preocupaciones institucionales que se han expresado en distintos países, como consecuencia de la todavía generalizadamente escasa representación de mujeres consejeras que se viene observando en el mundo corporativo.

No obstante, y hasta donde conocemos, son escasas las contribuciones a la literatura que se han ocupado de analizar el impacto de la diversidad de género en el ámbito concreto de los consejos de administración de empresas familiares. Por este motivo, nuestro trabajo pretende extender las aportaciones que nos preceden efectuando un análisis empírico que pretende comprobar si el grado de presencia de consejeras en una firma familiar se encuentra relacionado con el conservadurismo que exhibe la empresa a la hora de definir su estructura de recursos financieros.

De acuerdo a esta idea, y aplicando modelos de regresión múltiple, se ha realizado un análisis empírico a partir de una muestra de en torno a mil empresas familiares españolas de mediano tamaño, con el objeto de estudiar si la proporción de mujeres en el consejo de administración afecta a los niveles que las firmas presentan en indicadores de endeudamiento y solvencia que se han construido a partir de ratios financieros calculados para cada empresa. De conformidad con las premisas teóricas a las que se ha acudido, los resultados obtenidos con el análisis empírico confirman las hipótesis relativas a que una mayor participación femenina en los consejos se corresponde con opciones que revelan un conservadurismo financiero superior de la firma familiar, así como unas menores preferencias con el riesgo, aspectos que corresponden a estrategias que sintonizan con la característica de preservación de la entidad que usualmente distingue a los negocios de esta tipología.

El resto del trabajo se organiza de la siguiente forma: a continuación, se exponen los desarrollos del marco teórico, que dan lugar a la formulación de hipótesis. Tras detallarse la metodología empleada, se presentan los resultados obtenidos y se discuten a la luz de

los planteamientos teóricos. Finalmente, se reflejan las principales conclusiones.

Marco teórico

Empresa familiar y conservadurismo financiero

Existe bastante consenso en la literatura organizacional a la hora de aceptar la idea de que hay una serie de características que distinguen habitualmente a las empresas familiares respecto a otro tipo de entidades en las que el control de la firma no corresponde a individuos que tienen lazos de vinculación con una misma familia (Sharma, Chrisman, & Chua, 1997). Entre estos rasgos, uno de los que más frecuentemente se señala es el referido a un acusado componente emocional que conduce a la implicación de la propiedad en múltiples ámbitos del devenir de la firma, aspecto que se explica desde la confluencia que se produce entre la institución familiar y un proyecto empresarial que ha surgido en su seno. En sintonía con esta connotación distintiva de la empresa familiar, que se guía por una preservación del negocio, a fin de procurar su transmisión a las generaciones sucesorias, resulta muy usual que en muchas empresas familiares se conceda una importancia preferente a la continuidad de la firma, lo cual, en un plano operativo, se traduce en que se otorgue prioridad a la consecución del objetivo corporativo de supervivencia, hasta situarse en un plano preeminente al de otros objetivos como los de rentabilidad y crecimiento (Le Breton-Miller & Miller, 2013).

Lógicamente, la supervivencia y longevidad de una empresa familiar dependerá de sus posibilidades de incurrir en una situación de quiebra y, consiguientemente, de que los riesgos asumidos no alcancen un nivel que acerque a la entidad a tener que afrontar un proceso de bancarrota. En este sentido, parece razonable presuponer que las empresas familiares tiendan a manifestar una menor propensión a asumir riesgos, incluso a costa de sacrificar inversiones en proyectos que generan expectativas de rentabilidad, en aras de asegurar suficientemente una viabilidad

en la que el control corporativo de la familia no se vea amenazado (Aronoff, 2004). Por eso, según Lyagoubi (2006), la vinculación de una empresa con un grupo familiar de control resulta a menudo decisiva para que la firma exhiba un perfil financiero con niveles de conservadurismo considerable, de conformidad con la intención de eludir un sometimiento a presiones o monitorizaciones externas. Para Coleman y Carsky (1999), esa menor preferencia por la adopción de decisiones de riesgo incluso se incrementa cuando las firmas son de dimensiones limitadas. De hecho, y de acuerdo a Sharma (2008), las evidencias empíricas encontradas apuntan a que las empresas familiares muestran preferencia por recurrir a la financiación mediante recursos propios, en detrimento de opciones que solamente se contemplan subsidiariamente, como la del endeudamiento o la de recurrir a aumentos de capital de la compañía que acaben en manos ajenas a la familia.

No obstante, también se ha advertido de la existencia de patrones diferenciales en esa tendencia hacia la aversión al riesgo que suelen manifestar las empresas familiares, lo que encontraría justificación en circunstancias específicas que envuelven a cada entidad concreta. Así, se ha señalado a elementos que parecen influir en el posicionamiento corporativo frente al riesgo, tales como el tamaño de la firma (Romano, Tanewski, & Smyrnios, 2001; López, Ríos, & Molina, 2014), el balance existente entre cargos ocupados por familiares y puestos de decisión desempeñados por profesionales ajenos a la familia (Chua, Chrisman, & Bergiel, 2009), o también a la etapa que atraviesa el ciclo de vida del negocio (Gersick, Davis, Hampton, & Lansberg, 1997), con especial incidencia en lo referido a la generación familiar que se halla al frente de la entidad (Lussier & Sonfield, 2004). De hecho, el estudio llevado a cabo por estos autores revela que la aversión al riesgo que muestra la empresa se va reduciendo con el transcurso del tiempo, de forma que se incrementan las preferencias por el endeudamiento cuando se produce una transición entre generaciones familiares.

Gobierno corporativo y consejo de administración en la empresa familiar

El gobierno corporativo se ha constituido en una de las áreas de mayor interés para la investigación empresarial durante las últimas décadas. De acuerdo a la ampliamente aceptada definición contenida en la revisión efectuada por Shleifer y Vishny (1997, p. 737), el gobierno corporativo comprendería los medios o mecanismos a través de los cuales aquellos que proveen de recursos financieros a las empresas se aseguran una retribución adecuada para su inversión. De dicho enunciado se infiere que el campo del gobierno corporativo engloba una multiplicidad de aspectos y de cuestiones que es posible abordar desde visiones complementarias de procedencia muy diversa, incluyendo puntos de vista jurídicos, económicos, financieros, sociológicos, estratégicos u organizacionales. Si bien en los comienzos de la literatura encuadrada en esta área se ha situado el foco de atención preferente en las grandes empresas cotizadas, con el transcurso del tiempo se ha ido ampliando progresivamente el campo de estudio, hasta dirigirse también a la consideración de la problemática específica que se presenta en el ámbito de los mecanismos de gobernanza de otras tipologías de empresas, incluyendo a las entidades de pequeño y mediano tamaño (Uhlener, Wright, & Huse, 2007) o a las firmas de carácter familiar (Berent-Braun & Uhlener, 2012; Gersick & Feliu 2014).

Tal y como sugiere Carney (2005), el gobierno de las firmas familiares suele ser en la práctica altamente idiosincrático y se enfrenta a menos restricciones que el de las empresas no familiares. Hay que tener en cuenta que la traslación de modelos basados principalmente en el establecimiento de mecanismos de supervisión, dirigidos a evitar el clásico problema de agencia, no parecen muy adecuados para estructuras de propiedad concentrada como las de las firmas familiares, en las que hay un accionariado de control que mantiene una vinculación basada en relaciones de confianza y que se involucra fuertemente,

de forma que no hay unas expectativas de encontrarse con empresas que afronten conflictos severos entre propiedad y dirección (Le Breton-Miller, Miller, & Bares, 2015). Esto supone que sean muchos los casos de empresas familiares en las que los roles formales e informales se difuminan, multiplican y confunden a través de una estructura interrelacionada de miembros de la familia que ocupan algunos cargos directivos o puestos en el consejo de administración (Mustakallio, Autio, & Zahra, 2002). Como señala Huse (2007), en una empresa familiar *“las reuniones del consejo de administración tienen lugar casi a diario, pero alrededor de la mesa de la cocina (...) sin que sea irracional suponer que se aproveche celebraciones familiares para debatir aspectos de trascendencia para la marcha del negocio”* (p. 90).

La pieza clave del sistema de gobierno corporativo de una compañía es el consejo de administración, tanto en las firmas en las que se encomiendan las principales tareas ejecutivas a una dirección profesionalizada como en aquellas en las que no hay una especial separación entre las funciones de gobierno y las funciones directivas. El diseño del consejo será el resultado de una serie de decisiones autónomas e interconectadas, que son adoptadas por quienes ostenten el control de la entidad, definiéndose dicho diseño a partir de su número de miembros, de su composición y de las características de los sujetos que lo integran. En última instancia, la estructura de un consejo estará en función de las estipulaciones que derivan de la ley y de los contratos, de los condicionantes que impone la actuación en determinados mercados o de la sujeción a códigos de conducta y a prescripciones sociales.

El consejo de administración en las empresas familiares ha constituido el principal objeto de atención para numerosas aportaciones a la literatura previa, tanto en los trabajos que abordan el tema desde una perspectiva descriptiva y analítica como en aquellos otros que optan por una intención marcadamente prescriptiva (e. g.: Corbetta &

Salvato, 2004; García-Ramos & García, 2011; Berent-Braun & Uhlaner, 2012). En general, suele coincidirse a la hora de sugerir que el papel que se ha de atribuir al consejo de administración de una empresa familiar tiene que presentar diferencias en ciertos aspectos con respecto a lo que tradicionalmente se presupone para una empresa no familiar, habida cuenta de que el área de gobierno ha de prestar especial atención al objetivo de la continuidad y a la preservación a largo plazo de la riqueza socioemocional de la familia (Jaskiewicz & Klein, 2007).

Además, las estructuras de gobierno en estas tipologías empresariales se hallan menos burocratizadas y formalizadas, con lo que la importancia de la aportación del elemento humano es considerablemente más estimable, tanto a escala de su aportación individual como en lo referente a la dinámica de las interrelaciones que establezca cada sujeto con otros miembros del consejo o con personas que desempeñan posiciones ejecutivas clave en la firma (Corbetta & Salvato, 2004). De la misma forma, las limitaciones a las que se enfrenta el área de gobierno de las empresas familiares o de reducido tamaño no son demasiadas, si se compara con la complejidad con la que las grandes compañías se encuentran (Daily & Dalton, 1992), al no hallarse normalmente sometidas las pequeñas y medianas entidades a estrictos marcos de regulación institucional, dado que solamente en casos de conveniencia se adhieren a códigos de conducta corporativa de adscripción voluntaria. En contrapartida a esa mayor flexibilidad, hay autores que advierten del peligro de que el funcionamiento de los consejos de administración de las empresas familiares caiga en el paternalismo o en el nepotismo, en perjuicio de visiones corporativas más altamente profesionalizadas (Tagiuri & Davis, 1996).

Demografía de los consejos de administración, aspectos conductuales y estilos de dirección y de liderazgo

El consejo de administración de una firma puede ser contemplado como un grupo organizacional

de naturaleza decisoria y de funciones esencialmente cognitivas, en virtud de que, en el marco de su normal funcionamiento, tiene que adoptar directamente algunas decisiones que ha consensuado en su seno, o bien ha de supervisar las que haya adoptado una dirección ejecutiva separada. En muchas ocasiones, la aprobación de esas decisiones exige el procesamiento de información y supone el resultado de una negociación entre los componentes del grupo, en la que no será infrecuente que se formen coaliciones o aparezcan conflictos y confrontaciones entre los distintos miembros. Por lo tanto, la composición de perfiles que integran un consejo de administración se ha de conformar como un elemento de importancia para conseguir una adecuada comprensión del sentido de muchas de las decisiones colectivas que se adopten, tanto en lo que respecta a la exhibición de comportamientos decisores individuales de los miembros como en lo relativo a las conductas intragrupo, que se manifiestan a través de múltiples interacciones e interrelaciones entre consejeros (Finkelstein & Mooney, 2003).

Dentro de una línea que cuenta con numerosas aportaciones organizacionales recientes, en particular en lo referido a trabajos encuadrados en el campo del liderazgo y de la literatura de grupos, son cada vez más las contribuciones al área de estudio del gobierno corporativo que han optado por la incorporación de argumentos explicativos de corte psicológico que encuentran encaje en un prisma conductual o cognitivo, al considerar que es un punto de vista que permite un acercamiento más realista a distintos tópicos que tradicionalmente se tratan en estos campos (Westphal & Zajac, 2013). En este sentido, en reiteradas ocasiones la psicología social ha puesto de manifiesto experimentalmente que los rasgos de identidad de los individuos inciden inconscientemente en su inclinación hacia el desarrollo de comportamientos prototípicos en situaciones de elección productiva o de decisión económica, tanto al actuar en el seno de equipos de trabajo como cuando se hallan en una posición de liderazgo corporativo.

De esta forma, cuando un sujeto realiza una tarea o se enfrenta a una lógica de acción o a dilemas intelectuales o éticos, no puede evitar verse afectado por connotaciones de su identidad, de las que no le resulta posible desprenderse (Reicher, Haslam, & Hopkins, 2005). Así, los estudios psicológicos han establecido numerosos patrones de esquemas conductuales que están basados en características prominentes de identidad, como el género o la edad. Ello implica que las personas responden a motivaciones e incentivos para una inclinación acomodaticia a esas conductas prototípicas que entienden que son demandadas por el contexto organizacional, al tener conciencia de que suelen conllevar un refuerzo de la coherencia de la imagen propia y del ego, de la sociabilidad, de la aprobación de los semejantes, o de la consecución de un estatus superior o de mayores cotas de poder de control de recursos (Schwartz, Vignoles, & Luyckx, 2011).

Por otro lado, también los enfoques de demografía organizacional se han convertido en uno de los planteamientos que ha conseguido una creciente popularidad a la hora de analizar la composición de los consejos de administración, especialmente en lo que respecta a su potencial influencia sobre el desempeño de las funciones de gobierno atribuidas. En este sentido, los desarrollos encuadrados en el área de la demografía organizacional, cuyas propuestas seminales se deben a Pfeffer (1983), se ocupan del estudio de las estructuras demográficas corporativas a distintos niveles, examinando las repercusiones que tienen las composiciones variadas o heterogéneas sobre ciertos procesos de la organización o sobre sus resultados. Una premisa básica de la demografía organizacional es la que remite a la idea de que las variables demográficas ofrecen una representación ajustada y objetiva de otras características más difíciles de medir, aunque estas últimas sean presumiblemente las que influyen de forma directa en el fenómeno estudiado.

La noción de diversidad es de habitual empleo en varios de los modelos teóricos y

descriptivos de la demografía organizacional, así como en numerosos estudios empíricos y experimentales que se encuadran en este campo. La diversidad sintetiza el grado en el que se encuentran heterogéneamente distribuidos los atributos demográficos de los individuos que componen una unidad, grupo u organización (Pelled, Eisenhardt, & Xin, 1999). Por lo tanto, la diversidad de un consejo de administración se establecerá a partir de la combinación variada de atributos, y características de los individuos que lo integran (Van der Walt & Ingley, 2003).

Aunque el concepto de diversidad de un grupo organizacional se utiliza en la literatura empresarial con una pluralidad de significados y admite variedad de fórmulas de medición (Harrison & Klein, 2007), la categorización clásica y de más amplia utilización de la diversidad es aquella que diferencia por una parte entre dimensión demográfica y dimensión cognitiva (e. g.: Milliken & Martins, 1996; Williams & O'Reilly, 1998). La diversidad demográfica, en su versión estricta, es de sencilla detección, puesto que se basa en características tales como sexo, raza o nivel educativo. En cambio, la diversidad cognitiva no suele resultar de fácil apreciación directamente, dado que se refiere a atributos que no son detectables a través de la simple observación, como sucede con el conocimiento, con las habilidades o con la capacitación. Además, y en general, hay un extendido consenso en la consideración de la elevada y sistemática correlación que se establece entre ciertas dimensiones demográficas y determinadas dimensiones cognitivas de la diversidad (Milliken & Martins, 1996).

La diversidad normalmente se hace operativa mediante la observación de la distribución de alguna dimensión demográfica que es fácilmente perceptible en el contexto de la unidad analizada y que se supone que sirve de reflejo de manifestaciones cognitiva o conductuales de comportamiento divergente. Por ello, casi todas las interpretaciones sobre la existencia de efectos significativos derivados

de la diversidad de un grupo organizacional van acompañadas por la presencia de diferencias demográficas que envuelven algún significado socialmente aceptado, diferencias a las que la tradición psicológica ha conectado con patrones de conducta que tienden a expresar las personas en el contexto de un grupo organizacional (Strauss & Connerley, 2003).

De acuerdo a los paradigmas conductuales de la identidad social, la existencia de diferencias o similitudes en atributos demográficos perceptibles actúa como referencia comparativa en los procesos psicológicos inconscientes de categorización que llevan a cabo los miembros que componen un grupo organizacional, siendo el resultado de dichas categorizaciones un factor de influencia en las manifestaciones de conducta que se expresan en el ámbito de las interrelaciones grupales (Williams & O'Reilly, 1998). En general, esto puede explicar la dinámica de aspectos relacionales que afectan al comportamiento productivo, al menos en lo referente al establecimiento de consensos, cooperación, alianzas y uso compartido de información, o bien en lo relativo a situaciones de desacuerdo, conflicto y confrontación entre miembros de un grupo. Tales procesos parecen verse afectados por la articulación espontánea de subgrupos, formados en el seno grupal, que surgen en torno a similitudes entre individuos que se basan en su adscripción a categorías prominentes de identidad (Shaw & Barret-Power, 1998; McLeish & Oxoby, 2011).

Siguiendo esta lógica, en la medida en la que el nivel de heterogeneidad demográfica que exhibe un consejo de administración resulte indicativo de una distribución variada de perfiles cognitivos que lo integran, es posible presuponer que las distintas composiciones demográficas del consejo acaben también repercutiendo diferencialmente en las decisiones que se adopten, o en las estrategias que se formulen desde el área de gobierno de la firma. En concreto, distintos estudios empíricos que al efecto se han realizado encuentran

coincidencia al sostener que el grado de diversidad de género de un consejo mantiene una alta correlación con los niveles de riesgo que asume la empresa. De esta manera, se ha venido a señalar que aquellas firmas que manifiestan un superior grado de aversión al riesgo suelen coincidir con las que cuentan con una relativamente mayor presencia femenina en el consejo de administración (Nath, Holder-Webb, & Cohen, 2013; Francis, Hasan, Park, & Wu, 2014). Esas preferencias por el riesgo afectarán a las directrices de estrategia financiera que se establezcan, así como incidirán en la elección de las posibles estructuras de recursos; también influirán en decisiones sobre proyectos de inversión a emprender o en las fórmulas específicas de financiación que se escojan, al igual que en la intensidad con la que se recurre a cada una. Complementariamente, ha de considerarse que las preferencias por el riesgo se entrelazan con los distintos objetivos corporativos, puesto que las decisiones basadas en expectativas de rentabilidad que supongan altos niveles de deuda también aumentan los riesgos de quiebra y, por consiguiente, han de comprometer en mayor medida la supervivencia de la entidad.

Lo cierto es que tanto la investigación empírica como la experimental ha puesto reiteradamente en evidencia que los perfiles femeninos tienden a mostrar menores niveles sistemáticos de preferencia por el riesgo cuando se enfrentan a la adopción de decisiones económicas en entornos organizacionales. Esa aversión femenina a elecciones que implican riesgo financiero guarda coherencia con los planteamientos conductuales de la identidad social, explicándose fácilmente desde los distintos mecanismos de socialización que son usuales en las trayectorias de hombres y de mujeres. Por otro lado, se ha comprobado que esas diferencias individuales de conducta frente al riesgo que se observan entre géneros se trasladan a los grupos decisorios en contextos organizacionales, habiéndose documentado también que se manifiestan en el caso de los consejos de administración. Por lo tanto, podría concluirse que, en

función de ese conservadurismo financiero que caracteriza a los perfiles de liderazgo femenino y a su estilo de dirección prototípico, la apertura de los consejos de administración a la presencia de mujeres y a una consiguiente mayor diversidad de género parece alinearse muy ajustadamente con el perfil convencional de bajo riesgo que muestran las empresas familiares.

Revisión de la literatura empírica sobre diferencias de género en preferencias frente al riesgo en miembros de consejos de administración

La consideración de la existencia de diferencias entre hombres y mujeres en lo que se refiere a la manifestación de preferencias frente al riesgo y en situaciones en que afrontan procesos de adopción de decisiones financieras en escenarios de incertidumbre es uno de los tópicos que mayor atención ha despertado en la literatura relacionada con género, estilos de liderazgo y comportamiento directivo (Wood & Eagly, 2012). Muchos de los trabajos que han tratado este tema, tanto en las áreas de la literatura económica como en las propias de la psicología organizacional, se han acabado decantando por la idea de que, en prácticamente cualquier contexto social, las mujeres exhiben unas preferencias que les lleva a ser más proclives a expresiones de mayor conservadurismo en situaciones que implican la adopción de decisiones económicas y financieras. Además, este tipo de conducta diferencial guardaría coherencia con las pronunciadas divergencias entre géneros que se han podido documentar en variedad de contextos que exigen una respuesta individual frente a otros riesgos de naturaleza no financiera, como los vitales.

La literatura relacionada con la diversidad de género en las organizaciones cobró impulso gracias a la influyente aportación pionera de Kanter (1977), en la que, entre otros aspectos, se venía a resaltar la existencia de importantes interrelaciones entre género, comportamiento decisorio y estilos diferenciados de liderazgo. En años posteriores se difundieron

aportaciones a la literatura empresarial que ya incorporaban una vertiente que remitía a aspectos relativos al género, con argumentaciones teóricas en las que destaca un notable respaldo de planteamientos típicos de la psicología social, como los de la identidad, los de categorización social o los de atracción y alianza entre similares. En su publicación seminal, Kanter ya introducía una visión de los efectos diferenciales que presuponía que se hallaban asociados a las distintas proporciones que representaba cada género en un grupo partiendo de la construcción de una serie de “rangos” que denominó uniformes, sesgados, inclinados y equilibrados. Con posterioridad, varios trabajos - han confirmado la validez general de estos rangos, si bien con alguna matización o reinterpretación (Joecks, Pull, & Vetter, 2013).

Como apunta Zaichkowsky (2014), las propuestas originarias de Kanter sugieren una reflexión sobre la propensión al establecimiento de alianzas en ámbitos organizacionales que se conformarían en torno a una característica de identidad como el género, de manera que parece apreciarse una tendencia natural que lleva a que se formen espontáneamente subgrupos informales, femeninos por un lado y masculinos por otro. Desde el punto de vista de la proyección hacia actores externos a la organización, otras contribuciones sugieren que la tendencia a una vinculación relacional entre personas del mismo género se suele convertir en un elemento explicativo de cierta significación para conectar a la dinámica relacional con los efectos de la diversidad (Huse, Nielsen, & Hagen, 2009).

Entre los numerosos trabajos que han tratado de la cuestión de la aversión femenina al riesgo en situaciones que conllevan la adopción de decisiones de contenido económico o financiero, no se ha encontrado ninguno en el que se analice específicamente la situación del consejo de administración en una empresa familiar. En lo referente a otros estudios empíricos que contemplan los efectos sobre decisiones financieras corporativas que se asocian a la participación femenina

en puestos de dirección o en consejos de administración, pueden mencionarse los siguientes:

- Iqbal, Sewon y Baek (2006). Utilizando una muestra de datos de empresas incluidas en índices de Standard & Poor's, comprueban que las mujeres ejecutivas toman generalmente menos riesgos en las decisiones que les competen en comparación con sus colegas varones que ocupan cargos de dirección. No obstante, advierten sobre la influencia ejercida por ciertas circunstancias contextuales del entorno corporativo, que pueden atenuar sensiblemente las diferencias conductuales de género, hasta convertirlas en casi imperceptibles.
- Adams y Ferreira (2009). A partir de bases de datos de firmas incluidas en Standard & Poor's, considerando empresas de gran, mediana y pequeña capitalización, desarrollan un estudio que encuentra una relación negativa entre la diversidad de género y la toma de riesgos.
- Elsaid y Ursel (2011). Su estudio se basa en 679 reemplazos de CEO en compañías norteamericanas, observando que, cuando se produce el caso de una sustitución por una persona de otro género, se aprecia una modificación en los niveles de riesgo atribuidos a la empresa.
- Cosentino, Donato, Montalto y Via (2012). Recurren a compañías cotizadas de Italia, Francia, Alemania, España y Noruega, no encontrando relación entre la presencia de consejeras y el nivel de riesgo de la firma.
- Adams y Funk (2012). Seleccionan una muestra de consejos de administración en empresas cotizadas suecas, sin obtener evidencia de que se manifiesten comportamientos diferentes frente al riesgo que se atribuyan al género. Establecen la conclusión de que las características de identidad de perfiles que han sido "autoseleccionados", como corresponde a los de los componentes de un consejo o los ejecutivos, presumiblemente forjados con trayectorias muy similares para hombres y para mujeres, predominan sobre los presuntos patrones conductuales a los que los rasgos de identidad son más proclives.
- Torre-Vieito (2012). Basándose en datos de panel de empresas estadounidenses de Standard & Poor's 1.500, a lo largo del período 1992-2004, y teniendo en consideración el género del CEO, se llegan a encontrar diferencias sistemáticas que se corresponden con los menores riesgos inherentes a las inversiones en los casos en que se trata de una mujer.
- Dowling y Aribi (2013). Observan una menor propensión al endeudamiento en las firmas cotizadas británicas en las que hay una mayor presencia de consejeras, dándose la circunstancia de que también las ejecutivas y consejeras de esas mismas empresas son las que exhiben puntuaciones comparativas inferiores en escalas de medición de la autoconfianza.
- Huang y Kisgen (2013). Partiendo de una muestra de firmas cotizadas obtenida de COMPUSTAT, analizan las diferencias que se producen entre hombres y mujeres que ocupan cargos ejecutivos de máximo nivel a la hora de la adopción de decisiones relacionadas con las finanzas corporativas. Sus resultados confirman la hipótesis de que las mujeres incurren en menores niveles de riesgo, cuentan con menor dosis de autoconfianza en sus decisiones y tienden a evitar el endeudamiento, prefiriendo los recursos propios como fuente de financiación.
- Sila, González y Hagedorff (2016). Usando una muestra de más de 2.400 empresas estadounidenses a lo largo del período 1996-2012, observan la relación existente entre un grado superior de diversidad de género en el consejo de administración y un menor riesgo de la firma, que se ve también influido por distintos factores mediadores.

Hipótesis

De conformidad con el apoyo de los argumentos derivados del soporte teórico que se ha procedido a plantear en los desarrollos precedentes, se establece la siguiente proposición a contrastar en el análisis empírico:

La proporción de mujeres en el consejo de administración de una firma familiar refuerza el alineamiento con el perfil de aversión al riesgo y de conservadurismo financiero de este tipo de empresas, lo que afecta a las decisiones corporativas sobre niveles de solvencia y de endeudamiento.

Metodología

La muestra utilizada en el análisis empírico se compone de 1.006 empresas familiares españolas consignadas dentro de la categoría de tamaño mediano, con forma jurídica de sociedad anónima, excluyendo a cotizadas y de sectores financiero o asegurador. Se ha extraído de la base de datos denominada *Amadeus*, que contiene información de las cuentas anuales que las entidades han de depositar en los Registros Mercantiles españoles.

Para identificar a las empresas familiares a seleccionar de las que se contienen en *Amadeus*, se procedió a cruzar información mediante consultas a otras fuentes de datos y a listados de difusión pública que divulgan información sobre firmas concretas que se clasificarían dentro de esta tipología. En muchos casos son las mismas empresas las

que se declaran como familiares, al adherirse a asociaciones representativas de uniones de intereses empresariales, en cuyo seno se elaboran directorios de las entidades a las que agrupan, constituyéndose en la referencia principal el ya mencionado Instituto de la Empresa Familiar español. Para cada una de las empresas que componen la muestra se obtuvo información que corresponde al período comprendido entre los años 2008 y 2011, ambos inclusive. Como año inicial del estudio se escogió 2008 con motivo de que fue el primer ejercicio de aplicación del vigente Plan General de Contabilidad español, abarcándose hasta 2011, por ser este el último ejercicio en el que se hallaban actualizados, consignados y completos los datos de un elevado número de empresas.

De cara al cálculo de la proporción de consejeras (PC) en las empresas que componen la muestra, se realizó un proceso específico de recuento de integrantes que correspondían a cada género, a partir de la consignación nominal de cada persona física, según lo que constaba en la base de datos *Amadeus* al cierre de cada ejercicio económico comprendido en el período considerado en el estudio. Adicionalmente, y siguiendo la línea de algunos de los trabajos que nos preceden, se ha construido otra variable alternativa subdividida en varios intervalos o rangos de participación de consejeras de cada firma, considerando la referencia inicialmente propuesta por Kanter, de acuerdo a los segmentos que se recogen en la tabla 1.

Tabla 1

Intervalos de diversidad de género en el consejo considerados

Rango y significado	Proporción de consejeras (k)
(K1) Uniformemente masculino	$0 \leq k \leq 15\%$
(K2) Fuerte desequilibrio masculino	$15\% < k \leq 30\%$
(K3) Sesgo masculino	$30\% < k \leq 40\%$
(K4) Equilibrada	$40\% < k \leq 50\%$
(K5) Dominio femenino	$k > 50\%$

En lo referente a los ratios financieros que se han empleado, y después de revisar las medidas contables que más usualmente se han utilizado en los estudios previos que conectan los efectos de la diversidad de género en los consejos de administración con la *performance* o con la estructura económica-financiera, se han escogido los que se recogen en la tabla 2, junto a la formulación con la que se han calculado sus valores para cada ejercicio

económico de los que abarca el período de estudio. Se ha seguido la idea de utilizar los mismos ratios que los empleados por Zárate, Redondo y Jimeno (2015), dado que se trata de un trabajo empírico que presenta analogías, en el sentido de que también se estudia el impacto económico-financiero de la diversidad de género en el consejo de administración, por lo que parece justificable su pertinente adecuación al presente análisis.

Tabla 2

Ratios utilizado

	Ratio	Formulación
R1	Ratio corriente o de solvencia a c/p	Activo corriente / Pasivo corriente
R2	Acid-test	(Activo corriente - Existencias) / Pasivo corriente
R3	Ratio de endeudamiento	(Total pasivo / Total patrimonio neto y pasivo)
R4	Rentabilidad financiera (ROE)	(Beneficio antes impuestos / Patrimonio neto) \times 100
R5	Rentabilidad económica (ROA)	(Beneficio antes impuestos / Total activo) \times 100
R6	Margen bruto	(Resultado antes de impuestos / Ingresos de explotación) \times 100
R7	Margen bruto de explotación	$100 \times$ (Resultado de explotación + Amortizaciones + Deterioros) / Ingresos de explotación
R8	Margen neto de explotación	(Resultado de explotación / Ingresos de explotación) \times 100
R9	Ratio de cobertura de intereses	Resultado de explotación / Gastos financieros

Asimismo, en la aplicación de los modelos de regresión múltiple que se han planteado, se han incorporado variables de control de común uso en trabajos de este tipo. En este sentido, se ha considerado al tamaño empresarial, tomando como base la información contenida en las cuentas anuales de cada empresa del total de activo en miles de euros (TA), de los ingresos de explotación en miles de euros (IE) y del número de empleados (NE). También se ha tenido en cuenta el sector de actividad, en correspondencia con la codificación ofrecida por la última actualización de 2009 de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas española (CNAE). En cada ejercicio también se ha contemplado el ciclo generacional involucrado en la empresa familiar, distinguiendo entre primera, segunda o ulterior generación. Finalmente, se ha integrado como variable de control el poder competitivo de mercado del ámbito sectorial al que pertenece una firma, cuyo indicador sería la variable M, partiendo del frecuentemente utilizado índice de Herfindahl, H, que se formula en la ecuación [1], donde Ventas_j serían las correspondientes a cada ejercicio para la j-ésima firma perteneciente a la industria i en la que la empresa desarrolla su actividad principal, conforme a la clasificación CNAE de 3 dígitos, asignándose el resultado obtenido a cada observación en función de dicha adscripción sectorial.

$$M_i = 1 - H_i = 1 - \left[\frac{\sum_j (\text{Ventas}_j)^2}{\left(\sum_j \text{Ventas}_j \right)^2} \right] \quad [1]$$

Un aspecto a considerar cuando se aplican técnicas estadísticas basadas en modelos de regresión múltiple es el del previsible problema de la multicolinealidad entre variables, que se ha de manifestar en virtud de las obvias correlaciones que tienen que existir entre los ratios financieros que se ha optado por utilizar, habida cuenta de su formulación. El análisis factorial puede ofrecer una solución para remediar esta dificultad, reduciendo el conjunto de variables inicial, en este caso los ratios, a otro conjunto con un número más limitado

de factores incorrelacionados, que conservan la mayor parte posible de información de las variables originales, medida en términos del porcentaje de la varianza total que explica el modelo.

En este caso, y para efectuar la extracción de factores, se ha escogido el método de los componentes principales, habiéndose optado por aplicar el criterio de Kaiser, que establece que han de conservarse los componentes principales cuyos valores propios asociados resulten mayores que la unidad. Asimismo, la observación de la matriz de cargas factoriales permite una aproximación al significado de los factores extraídos, puesto que, cuanto más elevada es la carga, esto es, cuanto más se acerca a la unidad, con signo positivo o negativo, mayor relación existe con la variable inicial. Cuando la ambigüedad de las cargas factoriales dificulta la interpretación de los factores extraídos, una rotación ayuda a mejorarla, motivo por el que se ha llevado a cabo un procedimiento de rotación ortogonal de tipo varimax.

Por otro lado, la aplicación de las técnicas estadísticas de regresión sugiere la conveniencia del cumplimiento de una hipótesis de normalidad que difícilmente se verificará en la mayoría de las distribuciones de las variables consideradas, particularmente en los ratios contables. Para solucionar este inconveniente, se pueden transformar las variables con el fin de mejorar su simetría y apuntamiento. Ya que no es posible asumir la normalidad de las distribuciones de los ratios propuestos en ninguno de los períodos considerados, ni tampoco de los factores obtenidos como resultado de la aplicación del análisis factorial, se ha optado por trabajar con funciones transformadas para combatir el principal problema de la asimetría, de acuerdo al método de Box-Cox, cuya formulación se expone en la ecuación [2], donde Y es la variable a transformar en cada caso (añadiendo una constante que corresponde al mínimo valor de la distribución cuando existan valores negativos) para cada firma $i = 1, \dots, N$; mientras que λ es el parámetro de transformación que

optimiza la adecuación a la normalidad. En las variables que representan al tamaño, se ha recurrido específicamente a la aplicación de la tradicional transformación logarítmica, que consiste en calcular el logaritmo natural de los valores de esta variable.

$$y_i^{(\lambda)} = \begin{cases} \frac{(y_i^\lambda - 1)}{\lambda} & \text{si } \lambda \neq 0 \\ \log(y_i) & \text{si } \lambda = 0 \end{cases} \quad [2]$$

Para el contraste de las hipótesis que se han planteado en el presente trabajo, se han aplicado técnicas de regresión lineal múltiple, cuya especificación se indica en la ecuación [3], según el clásico modelo de mínimos cuadrados ordinarios, en las cuales se han ido considerando como variables dependientes las representativas de las características

económico-financieras de endeudamiento o solvencia de la firma, donde D es la variable representativa del nivel de diversidad demográfica en el consejo de administración, mientras que X serían los vectores de las variables de control consideradas.

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \cdot D + \beta_2 \cdot X + \mu \quad [3]$$

Resultados

En primer término, y tal y como se recoge en la tabla 3 y en la tabla 4, se han calculado una serie de estadísticos descriptivos sobre los ratios financieros, sobre las variables representativas del tamaño y sobre la variable de diversidad utilizada, a fin de obtener una primera aproximación al examen de la situación de las empresas analizadas.

Tabla 3

Estadísticos descriptivos de los ratios financieros (N = 1.006)

		Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo	Asimetría estandarizada	Curtosis estandarizada
R1	2008	2,03	1,9	0,03	21,41	61,26	218,54
	2009	2,16	2	0,02	31,45	75,84	406,62
	2010	2,27	2,62	0,02	47,09	104,24	676,72
	2011	2,34	2,86	0,02	56,55	126,08	983,05
R2	2008	1,43	1,57	0,02	18,54	64,97	240,21
	2009	1,51	1,64	0,02	31,25	99,88	741,36
	2010	1,62	2,4	0,02	46,84	129,5	972,89
	2011	1,64	2,69	0,02	56,2	152,85	1311,17
R3	2008	55,08	20,52	5,41	99,25	-2	-4,68
	2009	53,71	20,8	5,11	98,55	-0,94	-4,81
	2010	53,6	21,07	3,94	98,52	-1,14	-4,83
	2011	52,48	21,47	3,67	98,61	-0,5	-5,21
R4	2008	7,65	24,32	-258,13	192,21	-19,43	160,84
	2009	0,3	31,26	-364,05	136,79	-65,25	296,59
	2010	0,81	47,54	-920,4	110,5	-162,48	1.332,35
	2011	0,51	32,84	-749,62	115	-161,86	1.770,12
R5	2008	3,83	7,93	-35,13	47,16	8,2	29,49
	2009	1,45	8,15	-86,69	42,37	-15,41	105,71
	2010	1,92	7,11	-42,51	50,91	-1,99	48,13
	2011	1,34	7,88	-45,89	50,73	0,91	54,39
R6	2008	3,43	9,39	-50,02	73,65	14,61	70,61
	2009	1,02	12,01	-72,1	57,86	-10,85	59,9
	2010	1,9	10,65	-66,6	77,36	7,2	75,01
	2011	0,72	12,53	-89,27	82,55	-15,62	85,08
R7	2008	9,74	10,96	-26,91	83,53	25,07	52,73
	2009	7,97	12,62	-85,78	78,97	9,42	59,6
	2010	8,24	11,35	-46,52	77,4	19,85	52,88
	2011	7,33	12,52	-52,08	93,23	20,84	71,02
R8	2008	5,29	9,37	-51,67	80,05	17,85	77,43
	2009	2,75	11,53	-93	65,59	-8,89	75,62
	2010	3,19	10,09	-61,93	65,24	5,32	71,22
	2011	2,53	11,09	-76,05	59,48	-5,07	68,59
R9	2008	11,81	47,56	-59,58	818,46	126,07	807,75
	2009	9,02	36,46	-97,41	435,2	76,41	313,88
	2010	12,59	54,18	-95,27	792,19	104	556,24
	2011	10,38	50,2	-91,56	752,8	102,4	549,63

Tabla 4

Estadísticos descriptivos de variables de tamaño y proporción de consejeras (N = 1.006)

		Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo	Asimetría estandarizada	Curtosis estandarizada
TA	2008	5.191,2	4.053,6	417	25.359,6	20,2	17,1
	2009	5.020,2	3.864,1	468,1	19.981,7	18,7	12
	2010	5.124,8	3.972,2	541,6	26.116,3	19,6	16
	2011	5.036,5	3.931,8	510,5	26.087,6	20,2	17,7
IE	2008	5.174,4	3.299,2	64,1	31.112,2	18,3	29,2
	2009	4.202,6	2.422	305,5	9.952,7	7,8	-4,2
	2010	4.310,1	2.653,8	88,5	15.429,8	11,1	0,3
	2011	4.355	2.865,2	74,5	16.639,2	13,8	3,9
NE	2008	32,15	25,12	1	228	26,27	43,6
	2009	29,8	22,28	1	135	21,31	22,09
	2010	28,98	22,05	1	151	23,77	30,08
	2011	28,69	22,22	1	149	24,48	31,91
PC	2008	0,198	0,243	0	1	12,521	1,192
	2009	0,231	0,227	0	1	9,799	0,87
	2010	0,221	0,219	0	1	9,963	1,43
	2011	0,224	0,222	0	1	11,527	3,73

En este sentido, los estadísticos descriptivos ponen de manifiesto la situación de crisis económica por la que atraviesa el entorno en el que actúan las empresas analizadas, tal y como se comprueba en la disminución de rentabilidades a lo largo del período (ratios *R4* y *R5*), o también en la caída de indicadores de eficiencia (*R6*, *R7* y *R8*). Paradójicamente, mejoran con el transcurso de los ejercicios los niveles de endeudamiento (*R3*) y de solvencia y liquidez (*R1* y *R2*), lo cual ha de interpretarse correctamente desde las restricciones generalizadas al crédito con las que se encuentra el entramado corporativo durante esa fase temporal. A la luz del hecho del indudable impacto del ciclo de crisis que afectó al conjunto del tejido corporativo español durante ese período 2008-2011, que conforma el intervalo de años estudiados, parece plausible sugerir la reflexión de que sean aquellas empresas que hubieran optado por estrategias financieras más conservadoras y de comparativamente menor riesgo las que se encontrarían en condiciones de afrontar el

objetivo primario de supervivencia durante esta fase. Asimismo, y atendiendo a los descriptivos de la proporción de mujeres en el consejo (*PC*), se corrobora la escasa diversidad de género que exhiben los consejos de las firmas que componen la muestra, resultado que se halla en sintonía con los ofrecidos por la totalidad de estudios que nos preceden, tanto para el contexto geográfico español como para el de otros países.

Con la finalidad de evitar los problemas derivados de la multicolinealidad que han de presentar los ratios financieros y las variables de medida del tamaño empresarial, se ha procedido a efectuar un análisis factorial en cada uno de los ejercicios contemplados en el estudio, cuyos resultados se exponen en la tabla 5, habiéndose extraído en todos los años los mismos cuatro factores, que cabe interpretar como margen, solvencia, rentabilidad y tamaño. Por otro lado, y siguiendo los planteamientos de García-Ayuso (1999), en relación con la adecuación de las propiedades estadísticas de los ratios financieros para su

especificación mediante modelos de regresión, la heteroscedasticidad representa un problema cuando las dimensiones de las empresas consideradas divergen muy notablemente. En consecuencia, en el presente caso, no es de esperar que la heteroscedasticidad distorsione gravemente la estimación, en virtud de que uno de los criterios de selección de las empresas

de la muestra empleada que se estableció consistía en que fueran de mediano tamaño. La observación de los estadísticos descriptivos de tamaño, tal y como se recoge en la tabla 4, permite una primera aproximación para corroborar que las dimensiones empresariales no exhiben unas diferencias apreciables.

Tabla 5

Resultados del análisis factorial. Matriz de cargas factoriales después de rotación varimax, comunalidad, autovalores asociados y varianza explicada.

Panel 1. Año 2008

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Comunalidad
IE	0,000	-0,071	0,065	0,852	0,736
TA	0,579	-0,009	-0,349	0,642	0,870
NE	-0,125	0,036	0,136	0,731	0,570
R1	0,094	0,919	-0,030	-0,085	0,862
R2	0,056	0,911	0,028	-0,057	0,838
R3	-0,089	-0,705	-0,102	-0,050	0,518
R4	0,212	-0,020	0,845	0,050	0,762
R5	0,298	0,152	0,868	0,114	0,879
R6	0,696	0,228	0,587	-0,030	0,882
R7	0,909	0,118	0,232	-0,055	0,897
R8	0,855	0,126	0,437	-0,061	0,942
R9	0,096	0,464	0,383	0,054	0,373
Autovalor	4,178	2,125	1,651	1,175	
% varianza explicada	34,819	17,708	13,760	9,792	
% varianza acumulada	34,819	52,527	66,287	76,079	
Interpretación	Margen	Solvencia	Rentabilidad	Tamaño	

Panel 2. Año 2009

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Comunalidad
IE	0,165	-0,035	-0,114	0,842	0,750
TA	-0,320	0,460	0,077	0,695	0,803
NE	0,048	-0,161	-0,013	0,795	0,660
R1	-0,023	0,128	0,917	-0,115	0,871
R2	0,056	0,098	0,903	-0,060	0,832
R3	-0,255	0,048	-0,722	-0,073	0,594
R4	0,760	0,265	0,007	0,010	0,648
R5	0,838	0,373	0,057	0,012	0,845
R6	0,611	0,685	0,130	-0,058	0,863
R7	0,262	0,907	0,084	-0,009	0,899
R8	0,451	0,847	0,044	-0,067	0,928
R9	0,620	0,082	0,193	0,078	0,434
Autovalor	4,158	2,128	1,778	1,065	
% varianza explicada	34,651	17,729	14,813	8,876	
% varianza acumulada	34,651	52,380	67,193	76,069	
Interpretación	Rentabilidad	Margen	Solvencia	Tamaño	

Panel 3. Año 2010

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Comunalidad
IE	-0,043	-0,142	0,824	0,175	0,732
TA	0,328	0,078	0,735	-0,269	0,726
NE	-0,157	-0,028	0,770	0,061	0,622
R1	0,107	0,949	-0,089	-0,025	0,920
R2	0,133	0,928	-0,051	-0,024	0,883
R3	0,035	-0,635	-0,020	-0,341	0,522
R4	0,214	-0,006	0,037	0,660	0,483
R5	0,539	0,008	0,011	0,706	0,790
R6	0,832	0,092	-0,017	0,408	0,867
R7	0,920	0,105	0,027	0,076	0,864
R8	0,918	0,056	-0,043	0,272	0,923
R9	0,104	0,144	0,016	0,614	0,408
Autovalor	3,789	2,167	1,699	1,085	
% varianza explicada	31,573	18,057	14,158	9,039	
% varianza acumulada	31,573	49,630	63,788	72,827	
Interpretación	Margen	Solvencia	Tamaño	Rentabilidad	

Panel 4. Año 2011

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Comunalidad
IE	0,019	-0,108	0,837	0,126	0,728
TA	0,302	0,101	0,689	-0,411	0,745
NE	-0,100	-0,049	0,799	0,102	0,662
R1	0,117	0,948	-0,098	-0,028	0,924
R2	0,129	0,927	-0,057	-0,021	0,880
R3	0,003	-0,641	-0,032	-0,283	0,493
R4	0,492	-0,041	-0,011	0,586	0,587
R5	0,596	0,019	0,082	0,647	0,781
R6	0,826	0,117	0,015	0,360	0,825
R7	0,923	0,125	0,049	-0,039	0,871
R8	0,936	0,073	-0,007	0,162	0,907
R9	0,086	0,167	0,048	0,629	0,434
Autovalor	3,860	2,187	1,706	1,081	
% varianza explicada	32,169	18,225	14,221	9,009	
% varianza acumulada	32,169	50,394	64,615	73,624	
Interpretación	Margen	Solvencia	Tamaño	Rentabilidad	

No obstante, las pruebas estadísticas para comprobar la normalidad aplicadas a las distribuciones de frecuencias de los factores extraídos siguen sin verificarse en ningún caso ni en ningún período de los estudiados, motivo por el cual, y como ya se expuso en la metodología, se ha procedido a aplicar una transformación de Box-Cox a las puntuaciones factoriales que corresponden al factor margen, al factor rentabilidad y al factor solvencia,

mientras que, para las puntuaciones factoriales del factor tamaño, tal y como suele ser usual en los estudios empíricos, se ha recurrido a una transformación logarítmica. En la tabla 6 se reflejan los parámetros de transformación de Box-Cox que se han aplicado a cada factor y para cada período, en virtud de que constituían la mejor aproximación posible a las condiciones de normalidad estadística de las distribuciones. Si bien las funciones transformadas siguen

incumpliendo la hipótesis de normalidad, se ha comprobado que los resultados han mejorado apreciablemente la simetría en todas las distribuciones.

Tabla 6

Parámetros λ de transformación de Box-Cox aplicados a los factores resultantes del análisis factorial

Ejercicio	Factor margen	Factor rentabilidad	Factor solvencia	Factor tamaño
2008	0,717	1,078	0,199	0,268
2009	1,128	1,491	0,258	0,420
2010	0,922	1,426	0,209	0,374
2011	1,302	1,395	0,190	0,362

A fin de contrastar la hipótesis formulada, se ha procedido a realizar contrastes mediante modelos de regresión en los que se considera como variable dependiente la transformada del factor solvencia, variable que se corresponde con la obtenida como consecuencia del análisis factorial en la que conflúan los ratios de liquidez y de endeudamiento, después de aplicarse la transformación de Box-Cox. Se ha procedido a contrastar dos modelos alternativos, de forma que, en uno de ellos la variable independiente es la proporción de mujeres en los consejos de administración (PC), mientras que, en el otro, la variable independiente es la que se construye a partir de los cinco intervalos construidos en línea con las proposiciones sugeridas por Kanter para establecer una medida de diversidad de género. Asimismo, en el modelo de regresión múltiple se han incorporado distintas variables de control.

Los resultados que se recogen en la tabla 7 proporcionan una evidencia bastante consistente para la variable que representa a la proporción de mujeres en el consejo, si se tiene en cuenta que se ha obtenido significación al 99% en tres de los cuatro períodos, mientras que para el ejercicio 2008 también se aceptaría a un nivel de significación del 95%. Tal y como era de esperar, el signo de los coeficientes estimados para la variable diversidad es positivo, lo que implica que, a mayor presencia femenina en el consejo de administración de las empresas

familiares, menores son los niveles de riesgo en los que se incurre. Una primera reflexión que sugiere este resultado es que está acorde con las expectativas presupuestas, en tanto que serían los consejos que exhiben un grado superior de diversidad de género los que corresponden a empresas caracterizadas por estrategias financieras más conservadoras, lo que se manifestaría en unos mayores niveles para el indicador de solvencia.

La construida a partir de los rangos de Kanter es la otra variable demográfica contemplada en los modelos de regresión que contrastan su impacto sobre la variable que representa a la solvencia de la firma. En este caso, los resultados del análisis indican que, en el año 2009, la variable dummy que representa al intervalo de diversidad K5 (que es el que integra a las empresas con mayor representación femenina) es significativa al 95%, mientras que, en los años 2008 y 2010, la significación se alcanzaría al 90%, no encontrándose significación para el ejercicio 2011. En todos los casos los estimadores de los coeficientes que se obtienen para el rango K5 tienen signo positivo. El hecho de haber empleado esta medida de diversidad, que abandona la suposición de continuidad lineal en la variable, permite poner de relieve los efectos de la presencia de mujeres para que se incrementen los niveles de solvencia de la firma cuando se alcanzan unos niveles de representación femenina superiores al 40%.

Tabla 7

Estimadores del modelo de regresión

	2008		2009		2010		2011	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
CONSTANTE	1,819	1,895	0,269	0,451	-0,468	-0,355	-1,896	-1,773
PC	0,492**	---	0,651***	---	0,506***	---	0,517***	---
K1	---	-0,058	---	-0,124	---	-0,069	---	-0,070
K2	---	0,220	---	-0,054	---	-0,021	---	0,039
K4	---	-0,017	---	0,076	---	0,149	---	0,247
K5	---	0,479*	---	0,494**	---	0,326*	---	0,236
TRTAM	-0,229***	-0,231***	-0,142***	-0,140**	-0,203***	-0,201***	-0,177***	-0,176***
TRRENTAB	0,249***	0,247***	0,319***	0,319***	0,317***	0,318***	0,182***	0,182***
TRMARG	0,209***	0,210***	-0,014	-0,014	0,020	0,018	0,129***	0,129***
INVHERF	0,074	0,083	0,165	0,138	0,195	0,182	0,145	0,120
Control GEN	Si***	Si***	Si***	Si***	Si***	Si***	Si***	Si***
Control SECT	Si**	Si**	Si***	Si***	Si***	Si***	Si***	Si***
% R ² ajustado	38,96	39,01	29,83	29,74	29,95	29,69	29,29	29,04

*** significativo al 1%, ** significativo al 5%, * significativo al 10%

PC: proporción de mujeres en el consejo de administración; K1, K2, K3 y K4: rangos de Kanter; TRTAM: transformada cuantitativa del factor tamaño TRRENTAB: transformada del factor rentabilidad; TRMARG: transformada del factor margen; INVHERF: índice de competencia en el sector de actividad de pertenencia; GEN: número de la generación que se implica en el negocio familiar; SECT: rama de actividad productiva según clasificación CNAE 2-dígitos.

(1) Modelo de regresión lineal, variable independiente proporción de mujeres en el consejos de administración;

(2) Modelo de regresión lineal, variable independiente rangos de Kanter.

Asumiendo que la situación de partida del tejido empresarial en su conjunto se ha caracterizado históricamente por una escasa presencia de mujeres en las estructuras de gobierno corporativo, tal y como reiteradamente se pone en evidencia por toda fuente de información disponible, es factible identificar a las empresas con consejos más paritarios como las más predispuestas hacia la diversidad, de forma tal que, también desde este otro punto de vista, los resultados del análisis de regresión confirmarían de nuevo la idea de que un grado superior de diversidad de género en el consejo de firmas familiares españolas se correspondería con opciones más conservadoras, tendentes a privilegiar

el mantenimiento de mayores niveles de solvencia financiera. Asimismo, la ausencia de significación en el año 2011 podría ser indicativa de la aparición de elementos contingentes al entorno de la entidad que intermedian en los efectos que tiene la diversidad sobre la solvencia empresarial, que se pueden estar manifestando con especial intensidad en ese ejercicio económico.

Hemos documentado aportaciones previas que ofrecen resultados similares a los obtenidos en el presente análisis, como la de Wilson y Altanlar (2009), a partir de una muestra de empresas británicas en los años 2007 y 2008, que concluye que las firmas con mayor presencia femenina en

las cúpulas corporativas presentan unas tasas sustancialmente menores de quiebra. Igualmente, Wilson, Wright y Scholes (2013) utilizando una amplia muestra de empresas del Reino Unido para el período 2007-2010, encuentran que las firmas familiares tienen menos probabilidades de quiebra que las no familiares, indicando que una de las características de las empresas con mayor probabilidad de supervivencia es la diversidad de género en el consejo. Igualmente, en el trabajo de Sila et al. (2016), para una muestra de empresas estadounidenses a lo largo del período 1996-2012, se encuentra una vinculación entre un mayor grado de diversidad de género en el consejo de administración y un menor riesgo empresarial. También en el estudio de Zárate et al. (2015), con base en una muestra de sociedades españolas para el período 2008-2011, se observa que son las empresas con mayor representación femenina en los consejos las que exhiben una superior de solvencia empresarial.

Suplementariamente, ha de comentarse que en los modelos de regresión propuestos se obtiene significación para variables como la transformada del factor tamaño, la transformada del factor rentabilidad, el sector de actividad y el número de generación que se implica en el negocio familiar, en el mismo sentido de las expectativas tradicionales que suelen resultar habituales en el análisis de ratios financieros de empresas familiares.

Por lo tanto, los resultados ponen en evidencia que la participación de mujeres en los consejos de administración de las empresas familiares se corresponde con perfiles corporativos que presentan unos mayores niveles de liquidez y que exhiben un comparativamente más elevado grado de conservadurismo financiero, lo cual también sintoniza con los rasgos prototípicos de liderazgo femenino señalado por las contribuciones que nos preceden, que apuntan a una tendencia sistemática a evitar las preferencias por el riesgo.

Conclusiones

Existe un notable consenso en la literatura precedente sobre empresas familiares a la hora de poner de relieve la conveniencia de que estas firmas se planteen la adopción de unas estructuras profesionalizadas de gobierno corporativo que sean análogas a aquellas que permiten el manejo exitoso de otras compañías que no se caracterizan por un control familiar, sobre todo en la medida en la que se van superando las etapas fundacionales, y una vez que ya se ha logrado alcanzar unos ciertos niveles de complejidad organizacional. De cualquier manera, ha de tenerse presente también que los mecanismos de gobernanza se han de ver condicionados por algunas de las singularidades que caracterizan a la tipología de empresas familiares, en particular en lo referido a la acusada vocación que muchas entidades presentan de preservación del negocio, de cara a su transmisión en el seno de la familia a sucesivas generaciones. Asimismo, en los últimos tiempos ha atraído un notable interés el tema de las repercusiones, proyectadas a distintos niveles, que pueden derivar de aquellos consejos de administración que exhiben una composición demográficamente más diversa, sobre todo en la dimensión concreta que atañe a la diversidad de género. Así, son numerosos estudios que nos preceden y que han venido poniendo de relieve que una mayor representación femenina en los consejos de administración suele correlacionarse con estrategias financieras de la firma que se distinguen por la aversión al riesgo y, consiguientemente, por elecciones de financiación más conservadoras.

De conformidad con los planteamientos teóricos de apoyo a los que se ha acudido y con las evidencias encontradas en la literatura previa, en el presente trabajo se ha realizado un análisis empírico, a partir de una muestra de más de mil empresas familiares españolas, con el objeto de contrastar la hipótesis que presupone que una mayor participación de consejeras se corresponde con menores niveles de endeudamiento externo de la firma, así como un mayor grado de solvencia.

Los resultados que ofrece nuestro análisis ponen de manifiesto que la participación de mujeres en los consejos de administración de las empresas familiares se corresponde con perfiles corporativos que presentan unos mayores niveles de liquidez y exhiben un comparativamente más elevado grado de conservadurismo financiero, lo cual encuentra encaje con los rasgos prototípicos de aversión por el riesgo que tiende a expresar el liderazgo femenino. Más en concreto, y en el contexto de crisis económica por la que atraviesa el entorno y que se refleja en la evolución de los ratios financieros de las empresas familiares consideradas en el estudio, con los resultados de los análisis de regresión llevados a cabo se obtiene evidencia consistente respecto a que una mayor proporción de mujeres tomando asiento en el consejo de administración conduce a que la entidad tienda a mostrar una superior preferencia por el mantenimiento de niveles elevados de solvencia. En el mismo sentido, y cuando se ha incorporado al análisis de regresión una variable que se construye a partir de rangos de diversidad alineados con las propuestas originarias de Kanter, se han obtenido resultados que ponen de relieve que los indicadores de solvencia de la firma familiar se incrementan cuando se consiguen niveles de participación femenina en el consejo de administración que superan el 40%.

Los resultados alcanzados en nuestro análisis para la muestra de empresas familiares

españolas sintonizan con los previamente encontrados con otros estudios empíricos llevados a cabo para muestras extraídas del conjunto del tejido corporativo, aun sin llegar a establecerse distinciones basadas en la tipología familiar, como los de Wilson y Altanlar (2009), Wilson et al. (2013) o Sila et al. (2016), para el ámbito anglosajón, o como el de Zárate et al. (2015), realizado sobre la base de empresas españolas para un período temporal coincidente con el aquí contemplado. Desde otra perspectiva, nuestros resultados también son congruentes con aportaciones como la de Nath et al. (2013), o la de Francis et al. (2014), para contextos diferentes al español, en las que se aprecia la conexión existente entre un superior grado de aversión corporativa al riesgo y una relativamente mayor presencia femenina en el consejo de administración.

Finalmente, ha de resaltarse que las implicaciones de tales resultados para el área de gobierno de las empresas familiares pueden ser de alcance relevante, en tanto que sugieren que, de cara a la consecución del objetivo prioritario de supervivencia de la entidad, resultan particularmente aptas las composiciones de los consejos de administración que exhiben una cierta diversidad de género o, al menos, una superior participación de consejeras, habida cuenta de la escasa presencia de mujeres que las estadísticas disponibles suelen mostrar reiteradamente.

Referencias

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309.
- Adams, R. B., & Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219-235.
- Aronoff, C. (2004). Self-perpetuation family organization built on values: Necessary condition for long-term family business survival. *Family Business Review*, 17, 55-59.
- Berent-Braun, M. M., & Uhlaner, L. M. (2012). Family governance practices and teambuilding: paradox of the enterprising family. *Small Business Economics*, 38(1), 103-119.
- Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 249-265.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Bergiel, E. B. (2009). An agency theoretic analysis of the professionalized family firm.

- Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(2), 355-372.
- Coleman, S., & Carsky, M. (1999). Sources of capital for small family-owned businesses: evidence from the national survey of small business finances. *Family Business Review*, 12(1), 73-84.
- Corbetta, G., & Salvato, C. A. (2004). The board of directors in family firms: one size fits all? *Family Business Review*, 17(2), 119-134.
- Cosentino, N., Donato, C., Montalto, F., & Via, A. (2012). Gender diversity in the boardroom: Do women affect risk? *Rivista di Politica Economica*, 4-6, 73-96.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1992). Financial performance of founder-managed versus professionally managed small corporations. *Journal of Small Business Management*, 30(2), 25-34.
- Dowling, M., & Aribi, Z. A. (2013). Female directors and UK company acquisitiveness. *International Review of Financial Analysis*, 29, 79-86.
- Elsaid, E., & Ursel, N. D. (2011). CEO succession, gender and risk taking. *Gender in Management: An International Journal*, 26(7), 499-512.
- Finkelstein, S., & Mooney, A. C. (2003). Not the usual suspects: How to use board process to make boards better. *The Academy of Management Executive*, 17, 101-113.
- Francis, B., Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. (2014). Gender differences in financial reporting decision making: Evidence from accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 1285-1318.
- García-Ayuso, M. M. (1999). Una evaluación empírica de la forma funcional de los ratios PER, dividendo-precio y valor contable-precio en el mercado de capitales español. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 28(98), 137-177.
- García-Ramos, R., & García-Olalla, M. (2011). Estructura del consejo de administración en la empresa familiar versus no familiar: evidencia empírica en España. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40(149), 35-64.
- Gersick, K. E., Davis, J. A., Hampton, M. M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Boston: Harvard Business Press.
- Gersick, K. E., & Felui, N. (2014). Governing the family enterprise: Practices, performance and research. En L. Melin, M. Nordqvist & P. Sharma (Eds.), *The SAGE handbook of family business* (pp. 196-225). London: Sage Publications.
- Harrison, D. A., & Klein, K. J. (2007). What's the difference? Diversity constructs as separation, variety, or disparity in organizations. *Academy of Management Review*, 32(4), 1199-1228.
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108, 822-839.
- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation. The human side of corporate governance*. Cambridge University Press.
- Huse, M., Nielsen, S., & Hagen, I. M. (2009). Women and employee-elected board members, and their contributions to board control tasks. *Journal of Business Ethics*, 89, 581-597.
- Instituto de Empresa Familiar & Red de Cátedras de Empresa Familiar (2016). *La empresa familiar en España (2015)*. Madrid: Instituto de Empresa Familiar.
- Iqbal, Z., Sewon, O., & Baek, H. Y. (2006). Are female executives more risk-averse than male executives? *Atlantic Economic Journal*, 34(1), 63-74.
- Jaskiewicz, P., & Klein, S. (2007). The impact of goal alignment on board composition and

- board size in family businesses. *Journal of Business Research*, 60, 1080-1089.
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a "critical mass"? *Journal of Business Ethics*, 118, 61-72.
- Kanter, R. M. (1977). *Men and women of the corporation*. New York: Basic Books.
- Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2013). Socioemotional wealth across the family firm life cycle: A commentary on "Family Business Survival and the Role of Boards". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1391-1397.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D., & Bares, F. (2015). Governance and entrepreneurship in family firms: Agency, behavioral agency and resource-based comparisons. *Journal of Family Business Strategy*, 6(1), 58-62.
- López, C., Ríos, M., & Molina, R. (2014). Propiedad, control y participación familiar en las empresas de la Región Laja Bajío, Guanajuato. Un análisis comparativo a partir de la dimensión tamaño. *Ciencias Administrativas, Teoría y Praxis*, 10(1), 155-168.
- Lussier, R. N., & Sonfield, M. C. (2004). Family business characteristics and management practices: An analysis of covariance study. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 10(1-2), 59-81.
- Lyagoubi, M. (2006). Family firms and financial behavior: How family shareholder preferences influence firms' financing. En P. Z. Poutziouris, K. X. Smyrniotis & S. B. Klein (Eds.), *Handbook of research on family business* (pp. 537-552). Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- McLeish, K. N., & Oxoby, R. J. (2011). Social interactions and the salience of social identity. *Journal of Economic Psychology*, 32, 172-178.
- Milliken, F. J., & Martins, I. L. (1996). Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups. *Academy of Management Journal*, 21(2), 402-433.
- Mustakallio, M., Autio, E., & Zahra, S. A. (2002). Relational and contractual governance in family firms: Effects on strategic decision making. *Family Business Review*, 15(3), 205-222.
- Nath, L., Holder-Webb, L., & Cohen, J. (2013). Will women lead the way? Differences in demand for corporate social responsibility information for investment decisions. *Journal of Business Ethics*, 118(1), 85-102.
- Pelled, L. H., Eisenhardt, K. M., & Xin, K. R. (1999). Exploring the black box: An analysis of work group diversity, conflict, and performance. *Administrative Science Quarterly*, 44, 1-28.
- Pfeffer, J. (1983). Organizational demography. *Research in Organizational Behavior*, 5, 299-357.
- Reicher, S., Haslam, S. A., & Hopkins, N. (2005). Social identity and the dynamics of leadership: Leaders and followers as collaborative agents in the transformation of social reality. *The Leadership Quarterly*, 16(4), 547-568.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.
- Schwartz, S. J., Vignoles, V. L., & Luyckx, K. (2011). Epilogue: What's next for identity theory and research? En S. J. Schwartz (Ed.), *Handbook of identity theory and research* (pp. 933-938). Springer Science.
- Sharma, P. (2008). Commentary: Familiness: Capital stocks and flows between family and business. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 971-977.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (1997). Strategic management of the

- family business: Past research and future challenges. *Family Business Review*, 10(1), 1-35.
- Shaw, J. B., & Barrett-Power, E. (1998). The effects of diversity on small work group processes and performance. *Human Relations*, 51, 1307-1325.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Sila, V., González, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity really affect firm risk? *Journal of Corporate Finance*, 36, 26-53.
- Strauss, J. P., & Connerley, M. L. (2003). Demographics, personality, contact, and universal diverse orientation: An exploratory examination. *Human Resource Management*, 42(2), 159-174.
- Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9(2), 199-208.
- Torre Vieito, J. P. (2012). Gender, top management compensation gap, and company performance: Tournament versus behavioral. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), 46-63.
- Uhlaner, L. M., Wright, M., & Huse, M. (2007). Private firms and corporate governance: An integrated economic and management perspective. *Small Business Economics*, 29(3), 225-241.
- Van der Walt, N., & Ingley, C. (2003). Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (3), 218-234.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (2013). A behavioral theory of corporate governance: Explicating the mechanisms of socially situated and socially constituted agency. *The Academy of Management Annals*, 7(1), 607-661.
- Williams, K. Y., & O'Reilly, C. A. (1998). Demography and diversity in organizations: A review of 40 years of research. *Research in Organizational Behavior*, 20, 77-140.
- Wilson, N., & Altanlar, A. (2009). Director characteristics, gender balance and insolvency risk: an empirical study. Gender Balance and Insolvency Risk: An Empirical Study. SSRN Working paper.
- Wilson, N., Wright, M., & Scholes, L. (2013). Family business survival and the role of boards. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1369-1389.
- Wood, W., & Eagly, A. H. (2012). Biosocial construction of sex differences and similarities in behavior. *Advances in Experimental Social Psychology*, 46, 55-123.
- Zaichkowsky, J. L. (2014). Women in the board room: One can make a difference. *International Journal Business Governance and Ethics*, 9, 91-113.
- Zárate, M. A., Redondo, M., & Jimeno, F. J. (2015). Ratios financieros y diversidad de género en los consejos de administración en un contexto de crisis económica. *Revista Universitaria de Ciencias del Trabajo*, 14, 150-168.