



El trimestre económico

ISSN: 0041-3011

ISSN: 2448-718X

Fondo de Cultura Económica

García Martín, C. José; Herrero, Begoña

La mujer en los consejos de administración: evidencia para el mercado bursátil español*

El trimestre económico, vol. LXXXVI(2), núm. 342, 2019, Abril-Junio, pp. 235-264

Fondo de Cultura Económica

DOI: 10.20430/ete.v86i342.790

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=31362658001>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

UAEM
redalyc.org

Sistema de Información Científica Redalyc
Red de Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

La mujer en los consejos de administración: evidencia para el mercado bursátil español^{*}

Women on the board: an analysis of Spanish listed firms

*C. José García Martín
y Begoña Herrero^{**}*

ABSTRACT

Background: During decades there has been a fight for an incorporation of women into the labor market, which promotes gender equality. However, the greater presence of women in the labor market does not indicate equality since the existence of the well-known “glass ceiling” and a gender wage gap is evident. The article provides evidence of these two facts in corporate boards of Spanish listed companies.

Methodology: We estimate a multiple regression model with observations by director, firm, and year, controlling fixed temporary effects of firm and industry. We specifically consider the presence of gender diversity in each category of director (executive, independent and affiliated) in order to avoid bias. We complete the study with a robustness analysis.

Results: The results confirm the paucity of females in upper echelons of executive directors, and that female executives receive less pay than their male counterparts for equal work. Fortunately, this gender wage gap is not perceived in the other categories of directors analyzed, that is, independent and affiliated. Likewise, although the representation of independent and affiliated women on the board has risen in the last years, women are still largely under-represented in corporate boards.

* Artículo recibido el 5 de septiembre de 2018 y aceptado el 24 de octubre de 2018. Los autores agradecen las sugerencias y los cambios propuestos por un evaluador anónimo de la revista. Los errores remanentes son responsabilidad de los autores.

** C. José García Martín, Departamento de Finanzas Empresariales, Facultad de Economía, Universidad de Valencia, España (correo electrónico: cjem@uv.es). Begoña Herrero, Departamento de Finanzas Empresariales, Facultad de Economía, Universidad de Valencia, España (correo electrónico: mbherrer@uv.es).

Conclusions: Women who break the “glass ceiling” and reach the executive positions do receive for the same work less compensation than men.

Keywords: gender equality; remuneration; corporate board; executive; independent. *JEL codes:* G30, J16, J30.

RESUMEN

Antecedentes: durante décadas se ha luchado por la incorporación de la mujer al mercado laboral, lo que promueve la igualdad de género. Sin embargo, una mayor presencia de la mujer en el mercado laboral no indica una plena igualdad, pues es evidente la existencia del conocido *techo de cristal* y de una brecha salarial. El artículo proporciona evidencia de estas dos características en los consejos de administración de las empresas del mercado continuo español.

Metodología: se estima un modelo de regresión múltiple con observaciones por consejero, empresa y año, controlando efectos fijos temporales de la empresa y del sector. En el estudio consideramos específicamente la presencia de diversidad de género en cada categoría de consejero (ejecutivo, independiente y dominical) con el fin de evitar sesgos. Asimismo, se realiza un análisis de robustez.

Resultados: desde los consejeros ejecutivos se percibe tanto mayor ausencia de mujeres como mayor diferencia salarial. Afortunadamente, esta brecha salarial no se percibe en las otras categorías de consejeros analizadas, esto es, independientes y dominicales. Asimismo, aunque es cierto que la presencia de mujeres en estas categorías, esto es, independientes y dominicales, es más elevada, los resultados muestran una escasa incorporación.

Conclusiones: las mujeres que logran romper el *techo de cristal* y llegar a puestos ejecutivos reciben una compensación inferior a la de los hombres por el mismo trabajo desarrollado.

Palabras clave: igualdad de género; remuneración; consejo de administración; ejecutivas; independientes. *Clasificación JEL:* G30, J16, J30.

INTRODUCCIÓN

La retribución a los consejeros es una cuestión que, en los últimos años, ha generado gran controversia. Por un lado, a partir de la crisis de 2008, han salido a la luz algunos escándalos relacionados con las elevadas retribuciones a consejeros de empresas con pérdidas o mala gestión y, por otro lado, no

podemos olvidar el debate generado en relación con la discriminación salarial de la mujer, incluso en puestos ejecutivos. Todo ello pone en relieve un tema que es de gran relevancia para las empresas que diseñan las políticas retributivas de sus consejeros, para el legislador que debería incorporar medidas que eviten la discriminación y, en definitiva, para la sociedad en general.

La retribución al consejero no sólo es una compensación por su trabajo; también es una forma de atraer y retener el talento y, desde el punto de vista de la teoría de la agencia, representa uno de los medios al alcance del gobierno de las empresas para alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas, e incluso los de los accionistas mayoritarios presentes en el consejo con los de los minoritarios.

Tradicionalmente se ha analizado la importancia que tienen sobre la remuneración del consejo características observables y medibles tanto de los consejeros (por ejemplo, antigüedad y pertenencia a comisiones) como de la empresa (por ejemplo, tamaño y *performance*), lo cual explicaba, en parte, la remuneración alcanzada (Ryan y Wiggins, 2004; Brick, Palmon y Wald, 2006; entre otros). Respecto de este objetivo, en los últimos años han destacado los estudios que analizan si hay discriminación salarial de género en la política retributiva a los consejeros. La mayoría de los trabajos se ha realizado para los Estados Unidos (Adams y Ferreira, 2009; Graham, Li y Qiu, 2011; Conyon, 2014; entre otros), si bien también encontramos estudios para el Reino Unido (Kulich, Trojanowski, Ryan, Haslam y Renneboog, 2011), Australia (Hutchinson, Mack y Verhoeven, 2017) y, entre otros países, Alemania (Andreas, Rapp y Wolff, 2012). En estos trabajos, a excepción del de Adams y Ferreira (2009), se observa que las mujeres consejeras perciben una remuneración inferior a la de los hombres en puestos similares, lo que confirma la presencia de una brecha salarial, incluso en el consejo de administración.

Cuando nos centramos en la alta dirección —esto es, en los consejeros ejecutivos—, trabajos como los de Bertrand y Hallock (2001), Muñoz-Bullón (2010) y Vieito y Khan (2012) confirman la discriminación salarial; sin embargo, otros trabajos, como el de Bugeja, Matolcsy y Spiropoulos (2012), no observan la existencia de discriminación salarial para las CEO mujeres. En línea con la investigación realizada, en relación con la discriminación de la mujer en puestos de alta dirección, se han elaborado trabajos recientes en países en los que se impusieron cuotas de género a los consejos de administración, como Noruega en 2009 y Francia en 2011. Así, Rebérioux

y Roudaut (2017) confirman que en Francia, tras adoptarse esta medida, la participación de las mujeres en los consejos ha aumentado, si bien ocupan puestos menos relevantes que los hombres. También Gidlund y Lund (2017) confirman la mayor presencia de las mujeres en los consejos de administración en Noruega, así como una reducción de la brecha salarial, si bien siguen existiendo diferencias en la remuneración entre hombres y mujeres.

Nuestro objetivo es profundizar en este aspecto y determinar la importancia del género en la política de retribución de los miembros del consejo de administración; consideramos para ello, de manera separada, la categoría a la que pertenece cada consejero (ejecutivo, independiente o dominical)¹ con el fin de comparar remuneraciones entre aquellos que tienen las mismas responsabilidades.

En el estudio consideramos específicamente la presencia de diversidad de género en cada categoría de consejero con el fin de evitar sesgos. Así, de la muestra de empresas inicial (105 empresas cotizadas españolas durante el periodo de 2012 a 2016), con observaciones empresa-consejero, seleccionamos aquellas que han adoptado la diversidad de género en el consejo, de manera que para cada clase de consejero (ejecutivo, independiente y dominical) encontramos hombres y mujeres que asumen las mismas responsabilidades. Esta metodología permite considerar de manera específica si para las mismas funciones en la misma empresa existen diferencias salariales en función del género. A diferencia de otros trabajos en los que se buscan empresas de control (Kulich et al., 2011; Bugeja et al., 2012; o Hutchinson et al., 2017; entre otros), en este trabajo comparamos la retribución de hombres y de mujeres en empresas en las que conviven ambos géneros y desarrollan las mismas funciones.

El estudio realiza dos aportaciones importantes. Desde un punto de vista metodológico, determina la importancia que el género tiene en la determinación de la remuneración del consejo, considera explícitamente si existe discriminación salarial en empresas que han incorporado la diversidad en sus órganos de gobierno y permite superar limitaciones que presentan otros

¹ En España existen cuatro tipos de consejeros: ejecutivos, aquellos que realizan tareas de alta dirección o son empleados de la empresa; independientes, asesores externos que aportan supervisión, experiencia, conocimientos y relaciones a la empresa; dominicales, accionistas que tienen un porcentaje significativo de los derechos de voto, y otros consejeros externos, aquellos que no pueden incluirse en las categorías anteriores. En el análisis diferenciado por categorías de consejeros no incluimos a otros consejeros externos porque es una figura residual que no se encuentra en todas las empresas, su número es pequeño y la muestra queda muy reducida al buscar empresas que, para esa categoría, incluyan a hombres y a mujeres.

estudios en los que las empresas emparejadas no incorporan diversidad de género. En segundo lugar, proporciona recomendaciones útiles a las empresas, para el diseño de sus políticas retributivas, y a los legisladores, con el objetivo de avanzar en igualdad salarial entre hombres y mujeres.

Para conseguir nuestro objetivo el trabajo se estructura de la siguiente manera. En la sección I se revisa la literatura previa sobre los determinantes de la remuneración; en la sección II se describe la metodología empleada y la base de datos; en la sección III se presentan los resultados de los análisis realizados y, finalmente, se resumen las principales conclusiones.

I. MARCO TEÓRICO

Según la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976), la política de retribuciones a los consejeros es uno de los mecanismos que la empresa utiliza para evitar los conflictos de agencia entre directivos y accionistas y alinear los objetivos de los directivos con los de los accionistas de la empresa. Desde esta perspectiva, cualquier medida que implique un menor coste de agencia para la empresa implicará una menor retribución para el consejero, mientras que medidas o situaciones que supongan un mayor coste de agencia irán acompañadas de mayores retribuciones, con el fin de evitar la extracción de beneficios por parte del directivo y el problema del *free-riding*. Por lo tanto, la remuneración sería el resultado de un contrato óptimo entre consejeros y empresa en el que los incentivos irían dirigidos a mitigar los conflictos de agencia y a conseguir un gobierno efectivo de la empresa.

Por otro lado, Hermalin y Weisbach (1991) y Ryan y Wiggins (2004) defienden que la compensación a los consejeros es el resultado de una negociación entre el consejo y el CEO. Según esta teoría, los consejeros negocian su remuneración explícita o implícitamente y, dependiendo de si tienen o no ventaja en su negociación frente al CEO, influyen en la cuantía total de la remuneración percibida. Uno de los puntos clave en la negociación es la monitorización a la que los consejos independientes someten a los ejecutivos de la empresa y que el CEO trata de evitar con remuneraciones poco atractivas.

Tradicionalmente, en la literatura se han identificado diferentes variables como determinantes de la retribución total del accionista. En este trabajo las agrupamos en función de si representan características específicas de los consejeros, del consejo al que pertenecen o de la empresa.

1. *Características del consejero*

Consideramos que es imprescindible identificar aquellos factores que puedan afectar la retribución del consejero y que hagan referencia a sus características personales. Muchas de ellas están relacionadas con las habilidades que éstos tienen para desempeñar su función y, en ocasiones, son difícilmente cuantificables u observables por el investigador, pues recogen aspectos como el estilo directivo o la capacidad de liderazgo. En el trabajo identificamos determinantes que hacen referencia a la diversidad de género, a la antigüedad, al número de comités a los que pertenece, a las relaciones que pueda tener y si desarrolla las funciones de CEO o de presidente del consejo.

Respecto del género, trabajos previos confirman que la presencia de mujeres en los consejos de administración tiene un efecto positivo en el *performance* de la empresa (Kaplan y Reishus, 1990; Martín-Ugedo y Minguez-Vera, 2015; García y Herrero, 2018). Sin embargo, éste no siempre está acompañado de una mayor remuneración. Al contrario, la evidencia relacionada con la discriminación y los efectos del *techo de cristal* muestra que, en general, las mujeres ganan menos dinero que los hombres (Krishnan y Park, 2005; Conyon, 2014). Por ello, se espera que la remuneración total percibida por las consejeras sea inferior a la de los hombres. Sin embargo, en los últimos años han aparecido estudios que confirman que en los altos niveles directivos la brecha salarial es inferior o inexistente (Jordan, Stanley y Waldron, 2007; Adams y Ferreira, 2009; Bugeja et al., 2012).

La antigüedad del consejero en la empresa recogería, entre otras habilidades, aspectos como la experiencia acumulada a lo largo de los años y, por ello, se espera que tenga una relación directa con la retribución total percibida (Graham et al., 2011; Vieito y Khan, 2012). Sin embargo, creemos que esta relación no es lineal y esperamos que el efecto positivo sobre la remuneración total decrezca con la antigüedad (Muñoz-Bullón, 2010). Para considerar este efecto incluiremos en el análisis la variable *antigüedad* al cuadrado.

En relación con el número de comités a los que el consejero pertenece, y considerando que muchas veces se percibe una remuneración variable por la pertenencia a los diferentes comités, se espera una relación positiva con la remuneración total percibida por el consejero.

Las relaciones del consejero o *network* son otra de las características personales de los consejeros que hemos considerado, pues se han identificado en la literatura como creadoras de valor. Así, Coles, Daniel y Naveen (2012) identifican la conectividad de los consejeros —esto es, las relaciones que un consejero tiene con los de otras empresas mediante su participación en otros consejos de administración— como una característica fundamental para proporcionar asesoramiento a la empresa. Por un lado, esas conexiones indicarían que el consejero tiene talento, experiencia y habilidades valiosas y, en ese sentido, sería una medida de su capacidad de asesoramiento. Por otro lado, las conexiones facilitan un desarrollo más eficiente de la tarea del consejero, pues implican acceso a mayor información, incluso obtenida de manera informal o fuera de los canales oficiales. Todo esto implicaría que la capacidad de asesoramiento de los consejeros, fruto de sus relaciones, sería valiosa para la empresa y la remuneración total para atraer y retener ese talento sería mayor.

Finalmente, respecto del puesto que desempeña el consejero —CEO o presidente del consejo—, entre otras habilidades, recogería la experiencia, formación y capacidades para asesorar a la empresa en la toma de decisiones y supervisar adecuadamente la tarea del consejo. Por ello, se espera una relación positiva entre estas dos variables y la remuneración total percibida por el consejero (Graham et al., 2011; Conyon, 2014).

2. *Características del consejo*

Los consejos desarrollan dos funciones principales; por un lado, la monitorización de los directivos con el fin de evitar el atrincheramiento y favorecer la alineación de intereses con la propiedad, y, por otro lado, el asesoramiento en la toma de decisiones, que aporta experiencia, habilidades y contactos del exterior a los gerentes de la empresa. El desarrollo de esas funciones principales determinará aspectos básicos del consejo, como su tamaño e independencia, y afectará los costes de agencia y la remuneración recibida por los consejeros.

En general, existe consenso en que los consejos más pequeños requieren menores costes de monitorización, pues suelen ser grupos más cohesionados que los consejos grandes, en los que los costes son mayores y la monitorización más compleja y menos efectiva debido al problema del *free-riding* (Boone, Casares, Karpoff y Raheja, 2007). Sin embargo, los resultados obte-

nidos en trabajos previos no son concluyentes. Si bien Core, Holthausen y Larcker (1999) y Conyon (2014) encuentran una relación directa entre la remuneración de los altos ejecutivos y el tamaño del consejo, autores como Brick et al. (2006) perciben una relación negativa entre el tamaño del consejo y la remuneración total a los directivos. En este sentido, Ryan y Wiggins (2004) defienden que en los consejos grandes, debido a los mayores problemas de coordinación existentes, el CEO tiene mayor poder y limita la compensación de los directivos con el fin de desincentivar la monitorización.

La independencia del consejo de administración se considera un mecanismo alternativo a la remuneración para controlar al consejo de administración y conseguir la alineación de intereses entre directivos y accionistas (Conyon y He, 2008). Por este motivo, cabría esperar que en consejos con mayor grado de independencia los costes de agencia fueran menores, así como la remuneración percibida por los directivos. En línea con esta argumentación Arrondo, Fernández y Fernández (2008) observan una relación negativa entre el número de consejeros independientes y la compensación total percibida por los mismos.

Relacionado con la efectividad del consejo, junto con las anteriores, la literatura previa identifica otras características que afectarían los costes de agencia, el poder de negociación y, por lo tanto, la remuneración, que son el poder del CEO y el porcentaje de propiedad en manos del consejo de administración.

La acumulación de poder cuando una misma persona ocupa el cargo de CEO y presidente del consejo sugiere mayores problemas de agencia y la posibilidad de atrincheramiento, lo que se traduciría en mayores costes de agencia y en un nivel retributivo más elevado (Yermack, 1996; Brick et al., 2006). Sin embargo, según Ryan y Wiggins (2004), un CEO poderoso puede utilizar su poder para desincentivar la monitorización de los consejeros al proporcionar menores remuneraciones a los miembros del consejo.

La estructura de propiedad es un mecanismo de gobierno corporativo. En este sentido, un elevado porcentaje de propiedad en manos del consejo de administración permitiría alinear los objetivos de directivos y de accionistas y reducir los costes de agencia (Hermalin y Weisbach, 1991; Shleifer y Vishny, 1997; y Andreas et al., 2012). Por otro lado, hay autores que defienden que la participación de los consejeros en la propiedad de la empresa podría favorecer el atrincheramiento y los sueldos elevados, sobre todo en el caso de los máximos ejecutivos (Holderness y Sheehan, 1988). De acuerdo

con estos argumentos y considerando que analizamos la remuneración de todos los consejeros, esperamos que cuanto mayor sea la participación accionarial de los consejeros menor será la cuantía de la remuneración total percibida por ellos.

3. Determinantes de la retribución relacionados con la empresa

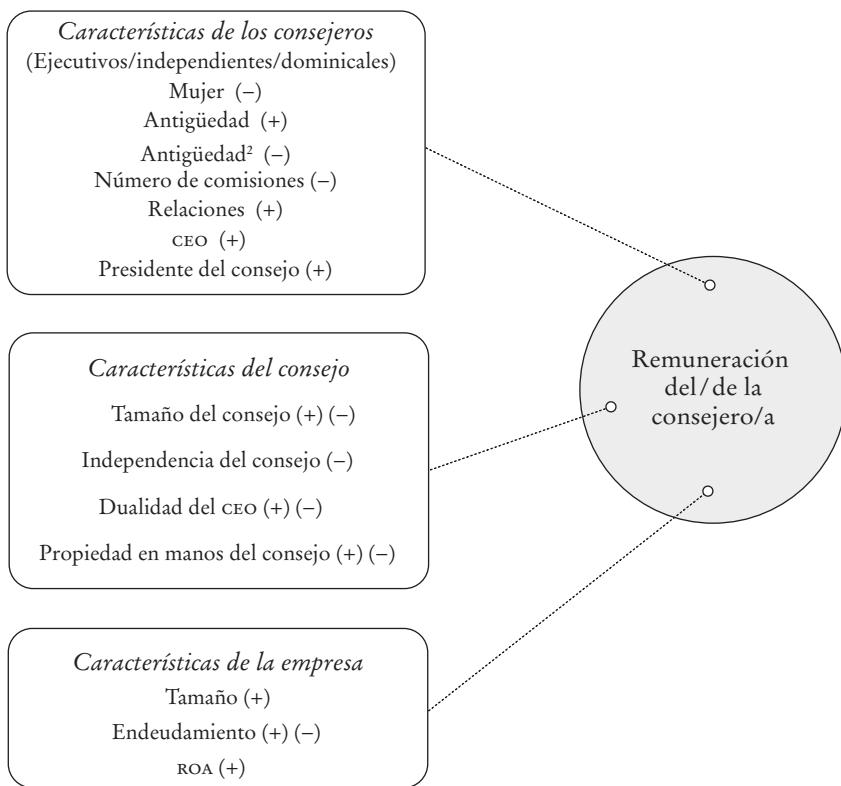
Asimismo, la literatura previa ha evidenciado que la política de remuneración de los consejeros depende de características de la empresa detectadas en la literatura previa como el tamaño, el grado de endeudamiento y su *performance*.

Respecto del tamaño, las empresas grandes y complejas suelen tener mayor necesidad de asesoramiento y monitorización y están dispuestas a tener consejeros con las mejores habilidades y formación, y a pagar por atraerlos y retenerlos (Graham et al., 2011). Por ello esperamos una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la remuneración de los consejeros.

El endeudamiento es otro mecanismo de control que permite alinear los intereses de directivos y accionistas (Demsetz y Villalonga, 2001). Así, según Jensen (1986), mayores niveles de deuda reducen la discrecionalidad de los gestores y, por lo tanto, los conflictos de agencia dentro de la empresa. Este argumento justificaría una relación negativa entre el nivel de apalancamiento y la remuneración para los consejeros. Alternativamente, otros autores como Brick et al. (2006) y López-Iturriaga, García-Meca y Tejerina-Gaite (2015) destacan que las empresas más endeudadas tienen una mayor necesidad de monitorización y de asesoramiento debido a la mayor dificultad que implica su gestión. Por ello, se esperaría que los consejeros de empresas más endeudadas percibieran una remuneración mayor.

Como hemos mencionado, según la teoría de la agencia, una de las finalidades de la compensación directiva es alinear los intereses de los directivos y de los accionistas y evitar la extracción de beneficios. Por ello, se espera una relación positiva entre el *performance* y el nivel de compensación total para el consejero (Jensen, 1993). La evidencia empírica corrobora esta idea. Así, Graham et al. (2011) y Andreas et al. (2012) encuentran una relación positiva entre la rentabilidad de la empresa y la remuneración total al consejero.

Considerando estas relaciones, en la figura 1 se presentan las variables que utilizaremos para explicar la remuneración de los miembros del consejo y el signo esperado de dicha relación.

FIGURA 1. *Variables analizadas y relación esperada con la remuneración^a*

^a Se presentan todas las variables empleadas como determinantes de la remuneración al consejero. Entre paréntesis se recoge el signo esperado.

II. METODOLOGÍA Y DATOS

1. Datos

El estudio utiliza los datos para una muestra de 105 empresas españolas no financieras cotizadas con observaciones para 1 271 consejeros para el periodo de 2012 a 2016. La información contable se ha obtenido del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI); en concreto, se ha obtenido el ratio de endeudamiento, la capitalización bursátil y el ratio *Return on Assets* (ROA). Por otra parte, del Informe Anual de Gobierno Corporativo y del informe

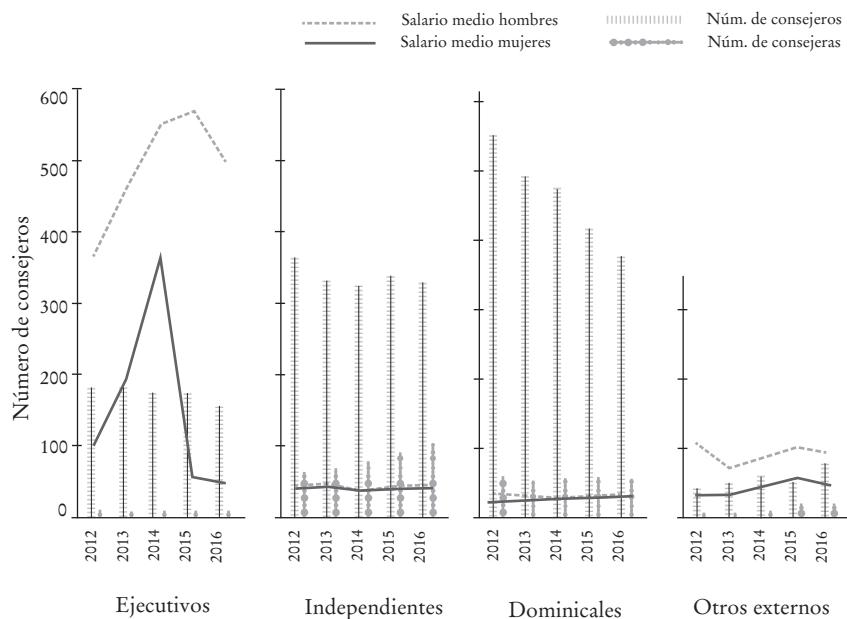
sobre remuneraciones publicado por las diferentes empresas se ha obtenido información referente a sus consejos de administración; en concreto, hemos obtenido quiénes forman parte del consejo, qué tipo de consejero es cada uno de ellos, el porcentaje de derechos de voto que poseen, las comisiones de las que forma parte y su remuneración. Además, identificamos al presidente del consejo y al CEO de la empresa, si éste forma parte del consejo de administración; su sexo, cuando no era reconocible por el nombre, se recopiló a mano consultando varios sitios web. Se calcularon las relaciones del consejero, así como el número de consejeros con los que tiene relación por su pertenencia a otros consejos.

En un primer momento, para formar parte del estudio se ha exigido que para cada año del periodo de muestra se disponga de la información financiera y de los aspectos relacionados con la composición y la remuneración del consejo, así como que los fondos propios de las empresas sean positivos. En total, para los cinco años de estudio disponemos de 507 observaciones de empresas y 5862 de consejeros.

En el cuadro 1 presentamos los estadísticos descriptivos de las principales variables empleadas tanto en consejeros (panel *a*) como en consejos y empresas (panel *b*). Por otra parte, en la gráfica 1 se muestra, diferenciada por la tipología del consejero, la evolución temporal tanto en el número de consejeros como en su salario medio.

Se puede observar (gráfica 1) cómo la presencia de la mujer ha aumentado en los consejos de administración a lo largo de los años; este aumento se debe principalmente al incremento de consejeras independientes. En este sentido, pensamos que han sido decisivas las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG) al que están sujetas las empresas cotizadas desde 2006 y que fue sustituido en 2015 por el Código de Buen Gobierno (CBG). En ambos documentos, bajo la fórmula de cumplir o explicar, se recomienda la incorporación de la diversidad de género a los consejos de administración con el fin de no desperdiciar el talento de la mitad de la población. También, la ley orgánica 3/2007, del 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres (LOIMH), estableció la recomendación de que para 2015 los consejos de administración tuviesen una presencia equilibrada de hombres y mujeres, y define el mínimo de mujeres como 40% del total. Sin embargo, a la vista de los resultados, si bien se puede observar un aumento de la presencia femenina, ésta todavía es insuficiente.

GRÁFICA 1. *Diversidad de género en los consejos de administración. Evolución en su composición y salario^a*



^a Se presenta, para los años de la muestra analizada y por tipo de consejero, el número de consejeros por género y la evolución del salario medio.

También se comprueba que, por término medio, la remuneración de las mujeres es inferior a la de los hombres, sobre todo en las consejeras ejecutivas, cuestión que abordaremos con detalle en el análisis univariante y multivariante posterior.

La distribución normal de las variables fueron estudiadas a partir de los coeficientes *skewness* y *kurtosis* y, como se puede observar en el cuadro 1, los valores indican distribuciones alejadas de la normal; por ello en el análisis posterior transformaremos algunas variables mediante el logaritmo controlando al mismo tiempo por la existencia de valores *outliers*.

Adicionalmente, en el cuadro 2 presentamos la matriz de correlación entre las variables que posteriormente utilizaremos para explicar el nivel salarial de los consejeros. Como se puede apreciar, no observamos niveles de correlación que nos hagan pensar en problemas de multicolinearidad entre las variables.

CUADRO 1. Análisis descriptivo de las variables^a

Panel a. Características de los consejeros					
Salario	Obs.	Media	D. Típica	Skewness	Kurtosis
Ejecutivo	909	1 268	1 873	3.73	21.35
Independiente	2 109	104	108	3	19
Dominical	2 529	80	109	5	42
Otros externos	314	314	1 882	17	285
<i>Antigüedad</i>					
Ejecutivo	909	11	10	2	6
Independiente	2 109	7	7	3	14
Dominical	2 529	9	8	2	13
Otros externos	314	12	8	1	3
<i>Derechos de voto (porcentaje)</i>					
Ejecutivo	909	3.44	11.141	4	23
Independiente	2 109	0.15	1.60	20	466
Dominical	2 529	3.78	9.78	5	35
Otros externos	314	0.23	1.02	13	207
<i>Relaciones</i>					
Ejecutivo	909	3	7	3	17
Independiente	2 109	4	9	2	8
Dominical	2 529	5	10	3	12
Otros externos	314	3	7	2	7
Panel b. Características de la empresa					
Activo total (millones de euros)	507	5 120	13 200	4.63	26.28
ROA (%)	507	2.75	33.31	15.97	447.83
Endeudamiento (%)	507	50.88	24.83	-0.18	2.21
Tamaño del consejo	507	12	4	0.28	2.68
Independencia (%)	507	36.56	16.65	0.41	3.15
Presidente-CEO (%)	507	22.62	41.84	1.31	2.71
Derechos de voto del consejo (%)	507	24.11	25.69	0.82	2.54

^a En el panel *a* se presenta el número de consejeros que hay en cada categoría, el valor medio, la desviación típica y los coeficientes *skewness* y *kurtosis* del salario, antigüedad, derechos de voto y conexiones en función de las diferentes categorías de los consejeros. En el panel *b* se muestra, junto con el número de observaciones disponibles, el valor medio, la desviación típica y los coeficientes *skewness* y *kurtosis* de las siguientes variables: activo total a fin de año, expresado en millones de euros; *Return on Assets*, *ROA*, calculado como el beneficio de explotación a fin de año dividido entre el valor del activo a fin de año; endeudamiento, calculado como el valor contable de la deuda dividido entre el valor contable de los fondos propios a fin de año; tamaño del consejo, obtenido como el número de consejeros; independencia del consejo, calculada como el número de consejeros independientes respecto del total; promedio de empresas en las que el CEO es el presidente del consejo, y porcentaje de derecho de voto que hay en manos del consejo respecto al total.

CUADRO 2. *Matriz de correlaciones^a*

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Salario (1)	1												
Mujer (2)	-0.08***	1											
Antigüedad (3)	0.10***	-0.11***	1										
Núm. de comisiones (4)	-0.07***	0.03***	0.00	1									
Relaciones (5)	0.04***	0.00	0.00	0.03***	1								
Presidente (6)	0.27***	-0.08***	0.25***	-0.07***	-0.03**	1							
cielo (7)	0.34***	-0.09***	0.07***	-0.12***	-0.08***	0.23***	1						
Tamaño del consejo (8)	0.12***	-0.01	0.03**	-0.04***	0.47***	-0.10***	-0.07***	1					
Independencia (9)	0.08***	0.06***	-0.06***	0.04***	-0.03***	0.00	0.00	-0.14***	1				
Derechos de voto (10)	-0.09***	0.00	0.06***	-0.06***	-0.13***	0.01	0.03***	-0.19***	-0.23***	1			
Dualidad (11)	0.05***	0.03**	0.02*	-0.01	-0.07***	0.01	0.11***	-0.09***	0.09***	0.07***	1		
Activo total (12)	0.20***	0.00	-0.00	0.24***	0.24***	-0.04***	-0.01	0.43***	0.20***	-0.26***	0.06***	1	
ROA (13)	0.02	0.00	0.02	0.01	-0.03**	0.00	-0.01	-0.00***	-0.03**	0.02	-0.00	-0.00***	1
Endebudamiento (14)	0.02	-0.03**	0.01	0.05***	0.09***	-0.01	0.01	0.12***	-0.21***	0.01	0.00	0.09***	-0.10

^a Se presenta la correlación entre cada par de variables y ***, ** y * indican significatividad estadística a 1, a 5 y a 10 por ciento.

2. Metodología

Nuestro objetivo es analizar la influencia que tiene la diversidad de género, así como el resto de características tanto de los consejeros como de los consejos y de la empresa, sobre la remuneración de los consejeros. Para ello, la metodología que vamos a utilizar es similar a la empleada en otros estudios —por ejemplo, Bugeja et al. (2012)—, y se basa en un modelo de regresión múltiple con observaciones por consejero, empresa y año, el cual se controla por efectos fijos temporales y de la empresa o del sector.

Previo al análisis de regresión múltiple realizamos un contraste de diferencia de medias. El estudio se realiza inicialmente para la muestra completa. Sin embargo, los resultados pueden ser parciales, ya que se consideran conjuntamente empresas con y sin diversidad de género en sus respectivos consejos de administración. Esto podría sesgar los resultados al no considerar únicamente la diferencia de género. Una posible solución aplicada en trabajos previos (Kulich et al., 2011; Bugeja et al., 2012, o Hutchinson et al., 2017) ha sido emplear muestras emparejadas por características de la empresa; por ejemplo, el sector y el tamaño. Nosotros pensamos que la mejor forma de analizar la discriminación salarial y evitar sesgos es comparar la remuneración de hombres y mujeres en la misma empresa por el mismo trabajo. Por ello, posteriormente replicamos el análisis para las empresas que incorporan la diversidad de género en sus consejos de administración. Para esto seleccionamos aquellas empresas que tienen consejeros hombres y mujeres en cada una de las categorías (independientes, ejecutivos y dominicales). De esta forma podemos analizar la existencia de brecha salarial por género en empresas idénticas y para consejeros que desempeñan actividades idénticas y tienen la misma responsabilidad. Consideramos que así se superan algunas limitaciones que tienen trabajos previos en los que la brecha salarial se analiza entre muestras emparejadas por características empresariales similares, pero en las que no coinciden en el mismo puesto hombres y mujeres (Bugeja et al., 2012).

Con la submuestra de empresas que presentan diversidad de género en sus consejos de administración en alguna de las tipologías analizadas, es decir, ejecutivos, independientes y dominicales, abordamos el análisis multivariante. Como paso previo y a la vista de los resultados presentados anteriormente hemos controlado valores extremos y se ha procedido a la transformación logarítmica de las variables que se alejaban de la función de distribución normal.

En resumen, el modelo que estimamos con observaciones consejero (i), empresa (j) y año (t) es el presentado en la ecuación (1):

$$\begin{aligned}
 \text{REMUNERACIÓN}_{ijt} = & \beta_1 + \beta_2 \text{MUJER}_{ijt} + \\
 & \beta_3 \text{ANTIGÜEDAD}_{ijt} + \beta_4 \text{ANTIGÜEDAD}^2_{ijt} \\
 & + \beta_6 \text{COMISIONES}_{ijt} + \beta_7 \text{RELACIONES}_{ijt} \\
 & + \beta_8 \text{CEO}_{ijt} + \beta_9 \text{PRESIDENTE}_{ijt} + \\
 & \beta_{10} \text{TAMAÑOCONSEJO}_{ijt} \\
 & + \beta_{11} \text{INDEPENDENCIA}_{ijt} + \beta_{12} \text{DUAL}_{ijt} \\
 & + \beta_{13} \text{PROPIEDAD}_{ijt} + \beta_{14} \text{TAMAÑO}_{ijt} \\
 & + \beta_{15} \text{ROA}_{ijt} + \beta_{16} \text{ENDEUDAMIENTO}_{ijt} + \varepsilon_{ijt}
 \end{aligned} \tag{1}$$

En este modelo, estimado para cada tipo de consejero (ejecutivo, independiente y dominical), la variable dependiente es la remuneración percibida por el consejero, *REMUNERACIÓN*, calculada como el logaritmo de la remuneración percibida por cada consejero. Los determinantes de la remuneración o variables independientes que hemos utilizado son, como ya comentamos al abordar el marco teórico (figura 1), por un lado, aquellos que determinan las características del consejero: *MUJER*, aproximada por una variable *dummy* que toma valor 1 si la consejera es mujer y 0 si el consejero es hombre; *ANTIGÜEDAD*, calculada como el logaritmo del número de años que ha sido consejero; *ANTIGÜEDAD*², el cuadrado del logaritmo del número de años que ha sido consejero; *COMISIONES*, calculada como el logaritmo del número de comisiones del consejo a las que pertenece; *RELACIONES*, calculada como el logaritmo del número de consejeros con los que tiene relación por su pertenencia a otros consejos; *CEO*, *dummy* que toma valor 1 si el consejero es el CEO de la empresa y 0 en caso contrario, y *PRESIDENTE*, *dummy* que toma valor 1 si el consejero es el presidente del consejo y 0 en cualquier otro caso. Se incluyen también variables representativas de las características del consejo: *TAMAÑOCONSEJO*, calculada como logaritmo del número de personas que forman el consejo de administración; *INDEPENDENCIA*, obtenida mediante el cociente del número de consejeros independientes entre el total de consejeros; *DUAL*, *dummy* que toma valor 1 si las funciones de CEO y presidente del consejo recaen en la misma persona y 0 en caso contrario, y *PROPIEDAD*, calculada por el cociente de los derechos de voto en manos del consejo entre el total de dere-

chos de voto de la empresa. Respecto de las variables de control de la empresa hemos considerado: *ROA*, como medida de *performance* de la empresa y calculada como el beneficio antes de intereses e impuestos respecto del activo total a final de año; *ENDEUDAMIENTO*, calculada como el cociente entre la deuda total y el activo total a fin de año, y *TAMAÑO*, calculada como el logaritmo total del activo de la firma a fin de año. En el cuadro 3 se recoge la definición de las variables incluidas en el estudio.

Para finalizar estimamos el modelo reflejado en la expresión (1) en los cuartiles 0.25 y 0.75 con una doble intención. En primer lugar, para ver si las posibles diferencias salariales por razones de género se mantienen tanto en los niveles de remuneración bajos como en los más elevados y, en segundo lugar, puede ayudar a dar robustez a los resultados obtenidos anteriormente.

CUADRO 3. *Definición de las variables*

<i>Nombre de variables</i>	<i>Definición de variables</i>
<i>REMUNERACIÓN</i>	Logaritmo de la remuneración total recibida por el consejero.
<i>Características del consejero</i>	
<i>MUJER</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 si la consejera es mujer y 0 si el consejero es hombre.
<i>ANTIGÜEDAD</i>	Logaritmo del número de años que es consejero de la empresa.
<i>ANTIGÜEDAD</i> ²	Cuadrado del logaritmo del número de años que es consejero de la empresa.
<i>COMISIONES</i>	Logaritmo del número de comisiones de la empresa a las que pertenece el consejero.
<i>RELACIONES</i>	Logaritmo del número de consejeros de otros consejos con los que tiene relación el consejero que pertenece a otros consejos.
<i>CEO</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 si el consejero es el CEO de la empresa y 0 en caso contrario.
<i>PRESIDENTE</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 si el consejero es el presidente del consejo y 0 en caso contrario.
<i>Características del consejo</i>	
<i>TAMAÑOCONSEJO</i>	Logaritmo del número de consejeros.
<i>INDEPENDENCIA</i>	Número de consejeros independientes sobre el total de consejeros.
<i>DUALIDAD</i>	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 si coinciden en una persona el presidente del consejo y el CEO y 0 en caso contrario.
<i>PROPIEDAD</i>	Derechos de voto que están en manos del consejo de administración sobre el total de derechos de voto.
<i>Características de la empresa</i>	
<i>TAMAÑO</i>	Logaritmo del valor del activo total a fin de año.
<i>ENDEUDAMIENTO</i>	Valor contable de la deuda dividido entre el valor contable de los fondos propios.
<i>ROA</i>	Beneficio de explotación a fin de año dividido entre el valor del activo a fin de año.

III. RESULTADOS

1. Análisis univariante

El primer resultado que presentamos es un test de diferencia de medias de determinadas variables propias de los consejeros. Los resultados alcanzados para toda la muestra, es decir, independientemente de si tienen o no diversidad de género en sus consejos diferenciados por tipología del consejero y género, se presentan en el cuadro 4.

CUADRO 4. *Test de diferencia en medias de Mann-Whitney para la muestra total^a*

	Antigüedad	Salario (en miles)	Derechos de voto (%)	Relaciones
<i>Ejecutivos</i>	Total	11.14	1 268	3.44
	Hombres	11.09	1 297	3.31
	Mujeres	12.42	460	6.96
	Diferencias (hombres-mujeres)	-1.33	837***	-3.65
	<i>p</i> -value (Mann-Whitney U-test)	0.404	0.000	0.231
<i>Independientes</i>	Total	7.16	104	0.15
	Hombres	7.79	104	0.14
	Mujeres	4.62	105	0.18
	Diferencias (hombres-mujeres)	3.17**	-1	-0.04***
	<i>p</i> -value (Mann-Whitney U-test)	0.028	0.432	0.000
<i>Dominicales</i>	Total	8.56	80	3.78
	Hombres	8.60	81	3.49
	Mujeres	8.21	68	6.01
	Diferencias (hombres-mujeres)	0.39	13**	-2.51***
	<i>p</i> -value (Mann-Whitney U-test)	0.621	0.034	0.007

^a Los valores del cuadro son promedio para la totalidad de la muestra de empresas, independientemente de si mantiene diversidad de género en sus consejos de administración. *Antigüedad* es el número de años que ha sido consejero en la firma. *Salario* recoge la remuneración percibida por el consejero. *Derechos de voto* es el porcentaje de derechos de voto que el consejero tiene respecto al total. *Relaciones* es el número de consejeros con los que tiene contacto cada consejero por su pertenencia a otros consejos. ***, ** y * indican significatividad estadística a 1, a 5 y a 10 por ciento.

El test de diferencias en medias de Mann-Whitney indica que, en media, el salario de las mujeres ejecutivas es 2.8 veces inferior al de los hombres, lo que confirma la presencia de brecha salarial al máximo nivel del consejo. La significatividad de la brecha salarial se mantiene para los dominicales; sin embargo, no se percibe para los consejeros independientes que, como se puede comprobar, perciben en media una remuneración total similar. La antigüedad de los consejeros independientes hombres es en media superior a la de las consejeras, lo que quizá venga explicado por la incorporación progresiva de la mujer a los consejos a partir de las recomendaciones del CUBG y del CBG. Respecto de los derechos de votos, se puede comprobar que en cualquier caso son superiores en las mujeres consejeras; si bien sólo resulta significativo en los consejeros independientes y dominicales. Quizá se deba a que una forma de facilitar el acceso de la mujer a puestos en el consejo es mediante los derechos de voto, esto es, su participación en el capital social de la firma.

Las diferencias salariales observadas entre consejeros y consejeras que son notables en el más alto nivel —entre los consejeros ejecutivos— pueden venir condicionadas por la existencia de empresas en la muestra que no han incorporado a la mujer en sus consejos de administración. Creemos que la mejor forma de analizar si existen diferencias entre los miembros del consejo derivadas por el género de los mismos es analizar empresas que mantienen, para un mismo tipo de consejero, tanto a hombres como a mujeres. Por ello repetimos el análisis sobre una muestra de empresas que incorpora la diversidad de género a los consejos y que tiene para el mismo tipo de consejero a hombres y mujeres desempeñando la misma función. Los resultados alcanzados se muestran en el cuadro 5.

Podemos comprobar que, efectivamente, se confirma la menor retribución total percibida por las ejecutivas frente a los ejecutivos, que en este caso pasa a ser tres veces inferior. Además, observamos dos diferencias importantes respecto del análisis anterior; en primer lugar, que también en el caso de los consejeros independientes se detecta la presencia de brecha salarial significativa, pues la remuneración de las mujeres es aproximadamente 12 000 euros inferior a la de los hombres; en segundo lugar, la pérdida de significación estadística en la diferencia salarial entre consejeros y consejeras dominicales. Recordemos que los dominicales representan a la propiedad en el consejo y, quizás por ello, tanto su participación como su remuneración en el consejo no están necesariamente determinadas por su género.

CUADRO 5. *Test de diferencia en medias de Mann-Whitney para la muestra con diversidad de género^a*

		Antigüedad	Salario (en miles)	Derechos de voto (%)	Relaciones
<i>Ejecutivos</i>	Total	11.86	1 318	8.07	15.36
	Hombres	13.08	1 745	8.68	15.68
	Mujeres	9.61	530	6.96	14.76
	Diferencias (hombres-mujeres)	3.47	1 215***	1.71**	0.92
	<i>p</i> -value (Mann-Whitney U-test)	0.768	0.00	0.100	0.533
<i>Independientes</i>	Total	6.55	116	0.12	17.18
	Hombres	7.43	120	0.08	17.36
	Mujeres	4.62	108	0.19	16.78
	Diferencias (hombres-mujeres)	2.81	12**	-0.11***	0.58***
	<i>p</i> -value (Mann-Whitney U-test)	0.079	0.046	0.00	0.001
<i>Dominicales</i>	Total	8.45	72	3.87	18.08
	Hombres	8.55	74	3.41	18.54
	Mujeres	8.11	63	5.48	16.48
	Diferencias (hombres-mujeres)	0.44	11	-2.07***	2.06**
	<i>p</i> -value (Mann-Whitney U-test)	0.875	0.240	0.007	0.100

^a Los valores del cuadro son promedio para la totalidad de la muestra de empresas, independientemente de si mantienen diversidad de género en sus consejos de administración. *Antigüedad* es el número de años que ha sido consejero en la firma. *Salario* recoge la remuneración percibida por el consejero. *Derechos de voto* es el porcentaje de derechos de voto que el consejero tiene respecto al total. *Relaciones* es el número de consejeros con los que tiene contacto cada consejero por su pertenencia a otros consejos. ***, ** y * indican significatividad estadística a 1, a 5 y a 10 por ciento.

Respecto de los derechos de voto, se mantienen los resultados significativos del análisis anterior, lo cual confirma que las mujeres que acceden a los consejos de administración como independientes y dominicales tienen más derechos de voto que los hombres. De hecho, en esta muestra se comprueba que los derechos de voto de las consejeras ejecutivas son significativamente inferiores a los de los hombres ejecutivos. Finalmente, respecto de las relaciones que los consejeros aportan —el número de consejeros a los que conocen en media por su participación en otros consejos—, observamos que la dife-

rencia estaría a favor de los hombres, resultado esperado si tenemos presente la escasa representación femenina en los consejos de administración, si bien esta diferencia sólo es significativa para el colectivo de consejeros independientes y dominicales.

2. *Determinantes de la compensación*

Es posible que las diferencias observadas estén determinadas por factores diferentes al género, como la pertenencia o no a comités, la antigüedad o el desempeño de cargos como CEO o presidente del consejo. Por ello, realizamos un análisis más detallado de los determinantes de la compensación recibida por el consejero para la muestra que ha incorporado la diversidad en el consejo, esto es, empresas que tienen tanto consejeros como consejeras para desarrollar las mismas funciones en cada una de las categorías analizadas —ejecutivos, independientes y dominicales—. Para realizar el análisis se ha procedido a la estimación de los parámetros de la ecuación (1) por mínimos cuadrados ordinarios con errores robustos y se ha ajustado por efectos fijos temporales y de la empresa o del sector. Los resultados se presentan en el cuadro 6.

Respecto de nuestro objetivo, esto es, observar si existe o no discriminación salarial por el género de las personas que componen los consejos de administración, la primera observación que merece comentarse es que el resultado alcanzado no depende de si incluimos junto con los efectos fijos temporales los de la empresa o los del sector. Además, parece confirmarse la notable y significativa diferencia salarial en el más alto nivel a favor de los consejeros ejecutivos.

Si observamos los resultados obtenidos para la muestra de ejecutivos, podemos comprobar que la remuneración depende significativamente de tres de las características de los consejeros: el género, la antigüedad y las relaciones. Así, se confirma que las mujeres perciben una remuneración salarial total inferior a la percibida por los hombres. En concreto, y respecto a la variable objeto de interés en este trabajo, la remuneración total de las ejecutivas es 383.61% inferior a la percibida por los hombres.² Los resultados coinciden con los obtenidos por Vieito y Khan

² Dado que la variable dependiente remuneración total se ha transformado tomando logaritmos, la interpretación del coeficiente de la variable ficticia mujer, -0.6847, siguiendo a Halvorsen y Palmquist (1980), es $(100.6847 - 1) \times 100 = 383.61\%$, e indica la diferencia porcentual en el salario entre hombres y mujeres.

CUADRO 6. *Determinantes de la remuneración de los miembros del consejo de administración^a*

	<i>Ejecutivos</i>		<i>Independientes</i>		<i>Dominicales</i>	
<i>Mujer</i>	-0.6845*** (0.000)	-0.6273*** (0.005)	-0.0148 (0.693)	-0.0028 (0.951)	0.0874 (0.156)	0.1276 (0.152)
<i>Antigüedad</i>	7.2804** (0.025)	7.2961** (0.013)	2.0605*** (0.000)	1.4825*** (0.001)	0.5660 (0.188)	0.2600 (0.608)
<i>Antigüedad²</i>	-3.7627** (0.018)	-3.7679*** (0.009)	-1.0684*** (0.000)	-0.6271** (0.012)	-0.0053 (0.983)	0.3891 (0.152)
<i>Comisiones</i>	-0.3314 (0.655)	-0.8932 (0.314)	0.7891*** (0.000)	0.7525*** (0.000)	-0.0022 (0.990)	0.6116*** (0.007)
<i>Relaciones</i>	1.4191** (0.040)	0.5506 (0.328)	-0.1378* (0.082)	0.0616 (0.485)	0.1855 (0.297)	-0.1408 (0.527)
<i>Presidente</i>	0.0089 (0.966)	0.0508 (0.825)	0.5053*** (0.000)	0.5731*** (0.000)	0.4897*** (0.000)	0.6281*** (0.000)
<i>CEO</i>	0.0982 (0.502)	0.0654 (0.693)	—	—	-0.0958 (0.432)	-0.4731*** (0.000)
<i>Tamaño</i>	3.7256* (0.083)	-1.5037* (0.077)	0.2888** (0.048)	0.7202*** (0.000)	0.6337 (0.391)	0.9349*** (0.000)
<i>ROA</i>	2.7570* (0.064)	1.6315 (0.362)	-0.3999 (0.132)	0.2512 (0.154)	0.4544 (0.396)	-1.2370*** (0.009)
<i>Endeudamiento</i>	1.5176* (0.057)	2.5743*** (0.003)	-0.7100*** (0.006)	-0.3628*** (0.000)	-1.1967* (0.080)	-1.4655*** (0.000)
<i>Tamaño del consejo</i>	1.7091 (0.686)	-0.5789 (0.820)	-1.8124*** (0.001)	-1.7062*** (0.000)	-0.1206 (0.855)	-0.4422 (0.266)
<i>Independientes</i>	0.9383 (0.145)	0.3716 (0.611)	-0.6881** (0.017)	-0.2863** (0.043)	0.6005 (0.240)	0.2735 (0.437)
<i>Dualidad</i>	-0.3229 (0.546)	0.5694 (0.370)	-0.1935 (0.159)	0.0863 (0.131)	0.0598 (0.569)	0.2660*** (0.008)
<i>Propiedad</i>	-2.9919** (0.047)	-5.8558*** (0.000)	0.3981 (0.414)	-0.6594*** (0.000)	-0.2886 (0.302)	-1.2074*** (0.000)
<i>Observaciones</i>	74	74	1 259	1 259	1 196	1 196
<i>Prob > F</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>R2-ajustado</i>	79.92%	74.95%	68%	42.44%	62.44%	26.49%
<i>Efectos temporales</i>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Efectos empresa</i>	Sí		Sí		Sí	
<i>Efectos sector/ sub</i>		Sí		Sí		Sí

^a Se presentan los resultados obtenidos al estimar el modelo (1) para cada categoría de consejero. La variable dependiente es el logaritmo de la remuneración recibida por el consejero. La definición de las variables se recoge en el cuadro 3. ***, ** y * indican significatividad estadística a 1, a 5 y a 10 por ciento.

(2012), Muñoz-Bullón (2010) y Bertrand y Hallock (2001), y difieren de los obtenidos por Bugeja et al. (2012) y Jordan et al. (2007). También confirmamos, de acuerdo con Muñoz-Bullón (2010), que a medida que aumenta la antigüedad la remuneración aumenta, si bien lo hace a una tasa decreciente. La otra característica del consejero significativa y positiva en la determinación de la remuneración total para los ejecutivos son las relaciones o *networks* que los consejeros aportan.

Respecto de las características del consejo de administración, la única variable significativa es los derechos de voto en manos del consejo, ya que su signo es negativo y confirma de esta forma la tesis de Hermalin y Weisbach (1991) y de Shleifer y Vishny (1997) respecto de la alineación de objetivos de los directivos y la consiguiente reducción de los costes de agencia.

A la vista de los resultados, se confirma que las características de la empresa son fundamentales en la determinación de la remuneración de los consejeros ejecutivos, pues ésta es superior en empresas más grandes y endeudadas y recoge la mayor remuneración percibida por consejeros ejecutivos de empresas que tienen una mayor complejidad en su gestión. Asimismo, las empresas con más rentabilidad compensan a sus consejeros ejecutivos con mayores sueldos, lo que podría explicarse por el deseo de atraer y retener el talento y de conseguir la alineación de intereses entre directivos y accionistas. Estos resultados coinciden con Graham et al. (2011) y Andreas et al. (2012) respecto del tamaño de la empresa y su *performance*, y con Brick et al. (2006) y López-Iturriaga et al. (2015) en cuanto al endeudamiento.

El coeficiente de determinación ajustado del modelo es cercano a 80%, por lo que tiene un poder explicativo alto.

Si analizamos los resultados obtenidos para los consejeros independientes y dominicales, podemos afirmar que el poder explicativo del modelo se mantiene, ya que el coeficiente de determinación se ajusta a 68 y a 62.4%, respectivamente. El resultado más interesante que obtenemos es que la brecha salarial observada en las consejeras ejecutivas no se mantiene para las consejeras independientes ni las dominicales.

Respecto del resto de determinantes de la remuneración, si analizamos los resultados correspondientes a la categoría de consejeros independientes, comprobamos que se mantienen los resultados de los ejecutivos para la antigüedad y el tamaño de la empresa, lo cual confirma que la mayor remuneración es decreciente con la antigüedad y es superior en las empresas grandes. Sorprendentemente, cambia el signo de la variable *relaciones* que es

significativa, pero tiene una relación negativa con la remuneración total del consejero independiente, lo que puede explicarse porque en los consejeros independientes se valoran otras características o habilidades aparte de los contactos que puedan aportar.

Observamos también que la relación entre la remuneración total de los independientes y las comisiones a las que éstos pertenecen es positiva, lo que podría explicarse por la recomendación del CBG que destaca la necesidad de que las comisiones estén presididas y compuestas por consejeros independientes. Respecto del tamaño del consejo, observamos la relación negativa con la remuneración total que encuentran Ryan y Wiggins (2004) y Brick et al. (2006), lo que podría indicar que en consejos grandes y poco cohesionados el CEO tiene mayor poder y limita la compensación de los directivos con el fin de desincentivar la monitorización.

Además, se observa una relación negativa y significativa entre la remuneración total percibida por los consejeros independientes y la independencia del consejo y el nivel de endeudamiento. Esto puede deberse a que en los consejos con mecanismos de control, como mayor porcentaje de consejeros independientes y mayor nivel de endeudamiento, se consigue una alineación de intereses y los costes de agencia son menores, lo que se traduce en una remuneración total menor. Los resultados obtenidos coinciden con Conyon y He (2008), Arrondo et al. (2008) y Manzaneque, Merino y Banegas (2011) respecto de la independencia, y con Andreas et al. (2012) en cuanto al endeudamiento.

Finalmente, para los consejeros dominicales sólo se mantienen los resultados que hemos observado en los independientes respecto de la ocupación de la presidencia del consejo y el nivel de endeudamiento de la empresa. No encontramos ningún otro determinante significativo de la remuneración de los consejeros dominicales, lo que puede explicarse porque se trata de consejeros que pertenecen al consejo por ser accionistas que tienen 3% o más de los derechos de voto o son representantes de los mismos.

Una preocupación que subyace es si las diferencias salariales observadas se mantienen independientemente del nivel de remuneración o si sólo son una característica dependiente del nivel de remuneración. En el cuadro 7 se presentan los resultados obtenidos para el modelo expresado en la ecuación (1) en los cuartiles 0.25 y 0.75.

Si observamos los resultados alcanzados con la regresión cuantílica (cuadro 7) y nos centramos en nuestra variable objeto de estudio en este

trabajo, esto es, la posible existencia de diferencias salariales por género en los consejos de administración, podemos decir que confirman los resultados alcanzados y comentados anteriormente. Así, los resultados muestran que las diferencias salariales se mantienen cuando nos centramos en los consejeros ejecutivos. Sin embargo, podemos destacar que los parámetros estimados y su significación estadística muestran que estas diferencias tienden a ser mayores con el nivel de salarios. Para el resto de niveles, es decir, independientes y dominicales, no podemos decir que exista discriminación salarial.

CONCLUSIONES

La presencia de brecha salarial entre hombres y mujeres suscita interés debido a la discriminación que representa para la mitad femenina de la población. Los estudios que ayuden a la eliminación de estas diferencias y permitan avanzar en la igualdad en todos los ámbitos laborales son necesarios para la sociedad, que es la afectada directamente, y el tema debe ser tratado a nivel político, legislativo y empresarial, y no quedarse únicamente en el ámbito académico.

En el presente trabajo hemos analizado la presencia de brecha salarial en los consejos de administración, considerando una muestra de empresas que han incorporado la diversidad de género a su máximo órgano de gobierno. Los resultados confirman la existencia de brecha salarial al nivel ejecutivo en cifras importantes, pues la remuneración total media de las ejecutivas sería tres veces inferior a la de los ejecutivos. Afortunadamente, estas diferencias no se observan en consejeros independientes, ni dominicales.

Los resultados son de interés para reguladores, para académicos y para las mujeres en altos puestos ejecutivos de cara a la mejora de sus contratos laborales. Una conclusión importante es que las mujeres que logran romper el *techo de cristal* y llegar a puestos ejecutivos no reciben una compensación similar a la de los hombres.

El trabajo presenta limitaciones, resultado, en muchos casos, de la disponibilidad de datos como la estructura de compensación salarial, tema en el que intentaremos profundizar en futuras investigaciones. Por otro lado, dado que parte de la información se ha recabado a mano, el estudio se limita al mercado español, si bien sería interesante ampliarlo para países europeos y americanos con el fin de establecer resultados comparables; sin embargo, la falta de disponibilidad de datos individuales dificulta el trabajo.

CUADRO 7. Determinantes por cuantiles de la remuneración de los consejeros^a

	Ejecutivos			Independientes			Dominicales		
	<i>q25</i>	<i>q75</i>	<i>q25</i>	<i>q75</i>	<i>q25</i>	<i>q75</i>	<i>q25</i>	<i>q75</i>	<i>q75</i>
<i>Mujer</i>	-0.5495* (0.100)	-0.7198*** (0.033)	-0.4177** (0.028)	-0.4698*** (0.010)	-0.0235 (0.124)	-0.0094 (0.382)	-0.0083 (0.606)	-0.0314** (0.050)	0.0068 (0.722)
<i>Antigüedad</i>	4.2425*** (0.031)	3.2779 (0.494)	5.8178* (0.098)	2.6731 (0.335)	1.1786*** (0.000)	0.5056*** (0.000)	1.5925*** (0.000)	0.6064*** (0.000)	1.1935*** (0.000)
<i>Antigüedad²</i>	-2.2755** (0.028)	-1.8589 (0.424)	-2.9615* (0.091)	-1.394 (0.337)	-0.6611** (0.000)	-0.2349** (0.000)	-0.8666*** (0.000)	-0.2732*** (0.002)	-0.5593*** (0.000)
<i>Comisiones</i>	-0.0753 (0.948)	0.7904 (0.474)	-1.8168 (0.241)	0.2213 (0.769)	0.4468*** (0.000)	0.2361*** (0.000)	0.5836*** (0.000)	0.3459*** (0.000)	0.2721*** (0.003)
<i>Relaciones</i>	0.8402 (0.197)	0.8006 (0.635)	-0.1015 (0.913)	0.214 (0.853)	-0.0232 (0.505)	0.0084 (0.642)	0.0387 (0.573)	0.0252 (0.457)	-0.0469 (0.292)
<i>Presidente</i>	0.1233 (0.368)	0.0031 (0.989)	0.1614 (0.381)	0.1281 (0.240)	0.3775*** (0.000)	0.4825*** (0.000)	0.3983*** (0.000)	0.5076*** (0.000)	0.2829*** (0.000)
<i>CEO</i>	0.0175 (0.917)	-0.1266 (0.574)	-0.0235 (0.887)	-0.0304 (0.861)	—	—	—	—	0.0376 (0.519)
<i>Tamaño</i>	2.7961 (0.413)	1.1744 (0.875)	-2.7416* (0.064)	0.6249 (0.636)	0.1241*** (0.008)	0.1601*** (0.002)	0.4860*** (0.000)	0.3637*** (0.000)	0.0804 (0.746)

<i>ROA</i>	2.6821 (0.390)	1.1912 (0.559)	-0.8864 (0.754)	0.9439 (0.64)	-0.0545 (0.634)	-0.0702 (0.405)	0.2651*** (0.031)	-0.0217 (0.723)	0.5268 (0.079)	0.0727 (0.448)	-0.849 (0.188)	0.4484 (0.011)
<i>Endudamiento</i>	1.0433 (0.462)	0.3224 (0.944)	3.9648*** (0.010)	0.2359 (0.851)	-0.2946*** (0.000)	-0.0945 (0.146)	-0.2091*** (0.000)	-0.2619*** (0.000)	-0.0331 (0.871)	0.0142 (0.888)	-0.3773*** (0.001)	-0.6556*** (0.000)
<i>Tamaño consejo</i>	3.5615 (0.635)	-4.9679 (0.211)	0.7295 (0.903)	-1.0654 (0.755)	-0.5081*** (0.048)	-0.4315* (0.057)	-0.6487*** (0.009)	-0.4329*** (0.001)	0.1970 (0.474)	0.0739 (0.501)	-0.5713 (0.473)	0.5027*** (0.002)
<i>Independientes</i>	1.3112 (0.223)	0.1948 (0.926)	1.7124 (0.129)	-0.0137 (0.991)	-0.0246 (0.781)	-0.0162 (0.822)	0.2244 (0.012)	0.1413** (0.040)	0.1006 (0.617)	0.0969 (0.497)	0.4007 (0.471)	-0.0444 (0.763)
<i>Dualidad</i>	0.1686 (0.891)	-0.1370 (0.937)	0.2227 (0.687)	0.1705 (0.796)	-0.0383 (0.281)	0.0167 (0.638)	-0.0114 (0.673)	0.0494*** (0.001)	0.0648 (0.384)	0.0265 (0.233)	0.3266 (0.101)	0.0328 (0.358)
<i>Propiedad</i>	-1.0036 (0.580)	-1.6246 (0.544)	-8.5821*** (0.001)	-0.6835 (0.834)	0.0287 (0.843)	-0.0873 (0.619)	-0.3069*** (0.000)	-0.1597*** (0.000)	0.1215 (0.531)	0.0085 (0.815)	-1.4282*** (0.003)	-0.0856 (0.129)
<i>Observaciones</i>	74	74		1.259		1.259		1.259	1.196		1.196	
<i>0.25 Pseudo R2</i>	79.79%		68.18%		60.74%		28.19%		68.14%		15.16%	
<i>0.75 Pseudo R2</i>	62.98%		62.17%		55.32%		36.39%		39.37%		15.44%	
<i>Efectos temporales</i>	Sí		Sí		Sí		Sí		Sí		Sí	
<i>Efectos empresa</i>	Sí			Sí		Sí		Sí		Sí		Sí
<i>Efectos sector</i>		Sí								Sí		Sí

^a Se presentan los resultados obtenidos al estimar el modelo (1) para cada categoría de consejero. La variable dependiente es el logaritmo de la remuneración recibida por el consejero. La definición de las variables se recoge en el cuadro 3. ***, ** y * indican significatividad estadística a 1, a 5 y a 10 por ciento.

La obtención de diferentes resultados para los consejeros ejecutivos y para los independientes, considerando la recomendación respecto a remuneración que se realiza en el Código de Buen Gobierno de las empresas españolas cotizadas respecto de la restricción de la remuneración variable ligada al resultado a los consejeros ejecutivos, abre una puerta a estudios futuros en los que se analice si las diferencias observadas se mantienen en todos los componentes de la remuneración (fijos, variables, entrega de acciones). Consideramos de especial interés analizar si la brecha salarial observada en las consejeras ejecutivas se debe a diferencias en la remuneración variable o mediante la entrega de instrumentos financieros. Por otro lado, la mayor incorporación de la mujer a puestos directivos y ejecutivos que se está produciendo en los últimos años facilitará en un futuro analizar series temporales más amplias que permitan comprobar si se ha avanzado en la eliminación de estas diferencias.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, R. B., y Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Andreas, J. M., Rapp, M. S., y Wolff, M. (2012). Determinants of director compensation in two-tier systems: Evidence from German panel data. *Review of Managerial Science*, 61(1), 33-79.
- Arrondo, R., Fernández, C., y Fernández, E. (2008). Influencia de la estructura de gobierno corporativo sobre la remuneración de los consejeros en el mercado español. *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, 844, 187-203.
- Bertrand, M., y Hallock, K. F. (2001). The gender gap in top corporate jobs. *ILR Review*, 55(1), 3-21.
- Boone, A. L., Casares, L., Karpoff, J. M., y Raheja, Ch. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66-101.
- Brick, I., Palmon, O., y Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.
- Bugeja, M., Matolcsy, Z. P., y Spiropoulos, H. (2012). Is there a gender gap in CEO compensation? *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 849-859.

- Coles, J., Daniel, N., y Naveen, L. (2012). *Board advising*. SSRN. Recuperado de: <https://ssrn.com/abstract=2002250>
- Conyon, M. J. (2014). Executive compensation and board governance in U.S. firms. *The Economic Journal*, 124(574), 60-89.
- Conyon, M. J., y He, L. (2008). *Executive compensation and CEO equity incentives in China's listed firms*. Cornell University IRL School. Recuperado de: <https://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1005&context=cri>
- Core, J. E., Holthausen, R. W., y Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Demsetz, H., y Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
- García, C. J., y Herrero, B. (2018). Boards of directors: composition and effects on the performance of the firm. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1015-1041.
- Gidlund, A., y Lund, T. (2017). *The Norwegian gender quota law and its effects on corporate boards* (tesis de maestría). Umeå School of Business and Economics. Recuperado de: <http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:umu:diva-137476>
- Graham, J. R., Li, S., y Qiu, J. (2011). Managerial attributes and executive compensation. *The Review of Financial Studies*, 25(1), 144-186.
- Halvorsen, R., y Palmquist, R. (1980). The interpretation of dummy variable in semilogarithmic equations. *The American Economic Review*, 70(3), 474-475.
- Hermalin, B. E., y Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101-112.
- Holderness, C. G., y Sheehan, D. P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- Hutchinson, M., Mack, J., y Verhoeven, P. (2017). Women in leadership: an analysis of the gender pay gap in ASX-listed firms. *Accounting & Finance*, 57(3), 789-813.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Jordan, C. E., Stanley, J. C., y Waldron, M. A. (2007). Gender bias and compensation in the executive suite of the Fortune 100. *Journal of Organizational Culture, Communications and Conflict*, 11(1), 19-29.
- Kaplan, S. N., y Reishus, D. (1990). Outside directorships and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 389-410.
- Krishnan, H. A., y Park, D. (2005). A few good women – on top management teams. *Journal of Business Research*, 58(2), 1712-1720.
- Kulich, C., Trojanowski, G., Ryan, M. K., Haslam, S. A., y Renneboog, L. R. (2011). Who gets the carrot and who gets the stick? Evidence of gender disparities in executive remuneration. *Strategic Management Journal*, 32(3), 301-321.
- López-Iturriaga, F., García-Meca, E., y Tejerina-Gaite, F. (2015). Institutional directors and board compensation: Spanish evidence. *BRQ Business Research Quarterly*, 18(3), 161-173.
- Manzaneque, M., Merino, E., y Banegas, R. (2011). Los niveles retributivos del personal directivo en España: influencia de las características del consejo de administración y de la concentración accionarial. *Innovar. Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*, 21(40), 107-125.
- Martín-Ugedo, J. F., y Minguez-Vera, A. (2014). Firm performance and women on the board: Evidence from Spanish small and medium-sized enterprises. *Feminist Economics*, 20(3), 136-162.
- Muñoz-Bullón, F. (2010). Gender-compensation differences among high-level executives in the United States. *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 49(3), 346-370.
- Rebérioux, A., y Roudaut, G. (2017). Gender quota and inequalities inside the boardroom. École Polytechnique Université Paris-Saclay. Recuperado de: <https://hal-polytechnique.archives-ouvertes.fr/hal-01618949>
- Ryan, H. E., y Wiggins, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.
- Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Vieito, J. P., y Khan, W. A. (2012). Executive compensation and gender: S&P 1500 listed firms. *Journal of Economics and Finance*, 36(2), 371-399.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.