

Categoría: Investigación financiera empresarial

Mención Especial: Guadalupe del Carmen Briano Turrent, Universidad de Cantabria, España y Jannine Poletti-Hughes, University of York, UK

La diversidad de género en el consejo de administración y la toma de riesgos en empresas cotizadas de Latinoamérica.

Objetivo del trabajo.

La presencia de las mujeres en el consejo de administración es un tema de gran debate actual. El objetivo de esta investigación es analizar la influencia de la representación femenina en el consejo de administración en la toma de riesgos corporativo, medido éste a través de diferentes variables como es el riesgo total, el riesgo idiosincrático, el riesgo a invertir y la aversión al riesgo. Se pretende extender la literatura en materia de equidad de género en el consejo de administración y la toma de riesgos en los países emergentes¹ latinoamericanos, obteniendo evidencia empírica de la relación entre la participación femenina en el consejo de administración y la toma de riesgos, discriminando entre sectores empresariales y países. Nuestro estudio se centra en las empresas de mayor cotización bursátil en Argentina, Brasil, Chile y México durante el periodo 2004-2014.

Para ello, nos hemos planteado los siguientes objetivos particulares:

- 1) Realizar un estudio comparativo de las recomendaciones y principios en materia de representación femenina en posiciones estratégicas de empresas cotizadas, contenidos en los códigos de buen gobierno y normativa.
- 2) Realizar el análisis empírico que relaciona a la participación femenina en el consejo y la toma de riesgos corporativos en empresas cotizadas latinoamericanas, integrando otras variables de control como son el tamaño, rentabilidad, sector industrial, concentración de la propiedad y propiedad familiar.
- 3) Identificar posibles recomendaciones a ser incluidas en los códigos de buen gobierno latinoamericanos que promuevan una mayor inclusión femenina en el consejo de administración de empresas cotizadas.

Antecedentes.

La diversidad de género en el consejo ha tomado gran relevancia en los últimos años, generando un debate a nivel internacional acerca del rol de las mujeres en los resultados empresariales. El establecimiento de cuotas obligatorias en los órganos de gobierno como el consejo de administración y equipo directivo, es una tendencia actual que ha venido a transformar la estructura del consejo de administración de las empresas cotizadas alrededor del mundo. La literatura previa sostiene que la participación de la mujer como miembro del consejo trae perspectivas adicionales en la toma de decisiones empresariales y tiene un efecto significativo en los indicadores financieros de la empresa. Algunos estudios evidencian que la presencia femenina tiene un impacto negativo en el desempeño empresarial dado que su nombramiento es motivado por la presión social hacia una mayor equidad de género (Bøhren y Strøm, 2005).

Otros estudios concluyen que existe una asociación positiva entre la participación femenina en el consejo de administración y el rendimiento financiero (Carter et al., 2003). Los autores que han asociado a la participación femenina con la toma de riesgos han llegado a diversos resultados, ya que la diferencia en la preferencia por el riesgo depende en gran medida de factores biológicos, genéticos, psicológicos y sociales (Meier-Pesti y Penz, 2008). Por ejemplo, Saint-Michel y Wielhorski (2011) afirman que las mujeres tienden a ser menos agresivas que los hombres y solamente toman decisiones más riesgosas en situaciones profesionales. Por su parte, Adams & Funk (2012) afirman que las mujeres consejeras pudieran tomar decisiones más riesgosas mejorando la rentabilidad y valor de la empresa. Otros estudios sugieren que la presencia de la mujer en el consejo disminuye la toma de riesgos en medidas de liquidez y apalancamiento en países desarrollados, aunque incrementan el valor de la empresa (Berger, Kick, & Schaeck, 2012; Cosentino et al., 2012; Faccio, Marchica, & Mura, 2016). En el caso de países emergentes, los escasos estudios realizados concluyen que la presencia de la mujer en el consejo favorece el desempeño corporativo y la efectividad de la capacidad supervisora de este órgano de gobierno (Srinidhi, Gul y Tsui, 2011; Aliani, Mhamid y Zarai, 2011).

¹ Los mercados emergentes se refieren a un amplio conjunto de países que se están incorporando rápidamente al sistema mundial de negocios. En el caso de Latinoamérica encontramos a Argentina, Brasil, Chile y México. Estas economías se distinguen de los países en desarrollo debido a su crecimiento fenomenal, convirtiéndose en un destino atractivo para inversionistas institucionales y corporaciones internacionales (Eldomiaty, Choi y Cheng, 2006).

Este trabajo realiza una serie de contribuciones a la literatura internacional. En primer lugar, extiende la investigación en países latinoamericanos, dado que la mayor parte de los estudios previos en este campo se han abordado para países anglosajones, cuyos sistemas legales están basados en la ley común. En segundo lugar, la presencia de la mujer en diversas esferas económicas, políticas y sociales es tema de intenso debate alrededor del mundo, y Latinoamérica no es la excepción, ya sea por razones éticas o por políticas de inclusión que buscan las instituciones a nivel mundial, la equidad de género es una oportunidad de investigación en la gestión empresarial. En tercer lugar, el estudio hace uso de la metodología de datos de panel, la cual es una herramienta estadística confiable para controlar la heterogeneidad no observada y la endogeneidad entre variables de estudio, factores que en la mayoría de los estudios es ignorada. Finalmente, este es el primer trabajo en Latinoamérica que analiza el efecto de la presencia femenina en los consejos de administración sobre la toma de riesgo de empresas cotizadas.

Las implicaciones prácticas de nuestro estudio se centran en evaluar la eficacia de las recientes regulaciones en materia de diversidad de género en el consejo de administración, poniendo especial atención a la región de Latinoamérica, con el objetivo de proponer recomendaciones que promuevan la inclusión de género en el consejo de administración y puestos directivos. Este estudio tiene también implicaciones importantes para los responsables de promover las políticas de diversidad de género y los organismos empresariales en Latinoamérica. La investigación identifica interesantes futuras líneas de estudio que relacionan la participación femenina con otras variables de desempeño corporativo.

Planteamiento.

A pesar del considerable progreso que han tenido las organizaciones durante los últimos 20 años para incrementar la representación femenina en el consejo de administración, en la actualidad son escasos los lugares ocupados por las mujeres en posiciones estratégicas en Latinoamérica. Una creciente literatura sostiene que los beneficios potenciales de la participación femenina en el consejo se pueden ver reflejados en los resultados financieros, aunque los porcentajes de participación son bajos en relación a sus homólogos masculinos. En este contexto, es necesaria la introducción de nuevos lineamientos de gobierno corporativo que busquen balancear la composición del consejo en países menos desarrollados para alcanzar las cuotas que se han establecido en países anglosajones. Esta investigación responde a diferentes interrogantes:

1. ¿Cuál es la participación actual de la mujer en los consejos de administración en el contexto latinoamericano?
2. ¿La participación femenina en el consejo de administración promueve la toma de riesgos en las empresas cotizadas latinoamericanas?
3. ¿Existen diferencias significativas entre las mujeres consejeras independientes y no independientes ante la toma de riesgos en las empresas cotizadas latinoamericanas?
4. ¿El elemento familiar incide en que las mujeres consejeras tomen decisiones más arriesgadas?
5. ¿Qué estrategias y recomendaciones de buen gobierno deberá seguir Latinoamérica para promover la inclusión femenina en el consejo de administración en el sector empresarial?

Hipótesis de estudio.

El consejo de administración constituye un mecanismo interno de gobierno corporativo cuyas funciones principales se centran en el monitoreo y supervisión de la actuación gerencial, el nombramiento y remuneración de los altos directivos y la definición del rumbo estratégico de la organización. En países en donde los mecanismos externos como las instituciones y normativa están menos desarrolladas, el consejo de administración juega un papel fundamental en la gestión empresarial. Si bien, la literatura previa ha puesto gran atención a la influencia que tiene la composición del consejo en el desempeño corporativo de la empresa, centrándose en aspectos como su tamaño, independencia, participación en la propiedad de la empresa y la frecuencia de sus reuniones (Agrawal y Knoeber, 1996; Brick y Chidambaran, 2007), el tema de diversidad de género ha sido menos abordado en la literatura internacional, y en el caso de Latinoamérica es inexistente.

La diversidad de género en el consejo ha generado un debate acerca de si la participación de la mujer como miembro del consejo podría traer perspectivas adicionales en la toma de decisiones empresariales (Campbell y Vera, 2010). Son diversos los estudios que han explorado los efectos de la presencia femenina en el consejo de administración sobre el desempeño corporativo (Adams y Ferreira, 2004, 2009). Sin embargo, la relación entre la representación de la mujer en el consejo y la toma de riesgo ha sido escasamente explorada y la literatura no es concluyente. La diversidad en el consejo ha sido adoptada como una variable de independencia, siendo los consejeros independientes más efectivos en términos de supervisión y desempeño corporativo (Jensen & Meckling, 1976). En este contexto, es de esperar que los consejos que promueven la diversidad en términos de género sean más eficientes y generen mayor rentabilidad en la empresa (Arfken, Bellar, & Helms, 2004). En Latinoamérica la protección del inversionista es débil y las estructuras de gobierno corporativo están mucho menos desarrolladas que en los países desarrollados, por lo que la diversidad de género en el consejo podría impactar favorablemente en el desempeño corporativo y toma de riesgos de empresas cotizadas (Allen, Qian, & Qian, 2005).

Participación femenina en el consejo y toma de riesgo.

Estudios recientes sugieren que la presencia femenina en el consejo favorece la propensión a tomar riesgos en las dimensiones de liquidez y endeudamiento (Berger et al., 2012; Cosentino et al., 2012). Beck, Behr y Guettler (2013) demostraron que las tasas de fracaso decrecían cuando las mujeres participaban como consejeras, en tanto que Berger et al. (2012) evidenciaron una asociación positiva entre la toma de riesgos y la representación femenina en el consejo. Del mismo modo, Adams y Funk (2012) afirman que las mujeres son más propensas a tomar riesgos que los hombres, mientras que Liu et al. (2014) demostraron que una alta proporción de mujeres directivas incrementa el valor de empresas chinas. Con respecto a la independencia de las consejeras, éstas buscarán sobresalir en el mercado laboral corporativo tomando decisiones más riesgosas-rentables (Yeh & Woidtke, 2005; Loukil & Yousfi, 2016).

H1A: *La participación femenina en el consejo tiene al menos un efecto positivo en la toma de riesgo y por lo tanto en la rentabilidad en empresas cotizadas latinoamericanas.*

H1B: *Las mujeres independientes que forman parte del consejo de administración alentarán la toma de riesgo total en empresas cotizadas latinoamericanas.*

La participación femenina en el consejo y el riesgo a invertir.

La participación de las mujeres en el consejo incide negativamente en la toma de riesgos, particularmente en la decisión de invertir (Sundén y Surette, 1998; Agnew et al., 2003). Levi et al. (2014) sugieren que los consejos integrados con mujeres promueven estrategias de inversión menos agresivas, dado que sustentado por la teoría de agencia, las consejeras tienen mayores incentivos para ejercer un mayor monitoreo a la gerencia aumentando su aversión al riesgo (Almazan & Suarez, 2003). Las mujeres muestran una mayor aversión al riesgo que sus homólogos masculinos a la hora de invertir, lo que se

traduce en un menor apalancamiento corporativo y una preferencia por la liquidez. Una mayor aversión al riesgo implica una reducción en el monto de las adquisiciones e inversión para la empresa (Huang & Kisgen, 2008). Por su parte, la independencia del consejo tiene un efecto positivo en el desempeño corporativo en empresas que persiguen una estrategia de eficiencia en costos, aunque en el caso de empresas que pretenden crecer a través de la innovación el efecto es negativo, lo que lleva a disminuir el riesgo de invertir ante la presencia de mujeres independientes en el consejo (Gani & Jermias, 2006).

H2A: *La participación femenina en el consejo tiene un efecto negativo en el riesgo a invertir en empresas cotizadas latinoamericanas.*

H2B: *La participación femenina independiente en el consejo tiene un efecto negativo en el riesgo a invertir en empresas cotizadas latinoamericanas.*

Metodología.

Las estimaciones se realizan con diferentes métodos para presentar resultados robustos. Inicialmente se estima el modelo de estudio para medir el efecto de la participación femenina en la toma de riesgo total de las empresas bajo estudio con pooled OLS. Posteriormente se aplican técnicas de datos panel para controlar que las observaciones no son independientes. En específico, se aplica la estimación por medio de efectos aleatorios (RE), la cual se considera más adecuada que efectos fijos (FE), debido a que RE permite el análisis de variables estables en el tiempo (Bell & Jones, 2015). Con el objetivo de mitigar los problemas de endogeneidad, se aplica el método de Two Stage Least Squares (2SLS) en la estimación del modelo de estudio. Particularmente, se instrumenta la variable de concentración de la propiedad con el promedio de concentración de la propiedad de otras empresas del mismo sector industrial y país, y con el logaritmo de la edad de la empresa (John et al., 2008). Este mismo procedimiento se sigue para la variable de participación femenina independiente usando a la vez diversas medidas de riesgo adicionales como son, el riesgo idiosincrático, la aversión al riesgo y el riesgo a invertir. Finalmente, se obtienen dos sub-muestras de la muestra total para discriminar el análisis entre empresas familiares y no familiares.

Los datos utilizados en esta investigación se integran de las empresas que cotizan en el mercado de valores y que están incluidas en los índices de mayor cotización bursátil de las bolsas de valores correspondientes a cada país: Argentina (Merval), Brasil (Bovespa), Chile (IPSA) and México (IPyC). La muestra de estudio se compone de 125 empresas (Argentina: 10 empresas; Chile: 32 empresas, Brasil: 53 empresas; y México: 30 empresas). El periodo de análisis se extiende del 2004 al 2014, y se cuenta con un total de 1,263 observaciones para realizar el análisis de datos de panel.

El modelo empírico propuesto en este estudio es el siguiente:

$$\begin{aligned} \text{Riesgo}_{it} = & \alpha_{it} + \beta_{\gamma it}(FEM_{\gamma}) + \sum \beta_{kit}(\text{propiedad}_k) \\ & + \sum \beta_{cit}(\text{consejo}_c) + \sum \beta_{jit}(\text{financieras}_j) + \mu_{it} \end{aligned}$$

FEM representa la variable de interés que se refiere a la participación femenina en el consejo de administración y toma los siguientes cuatro valores: **1)** variable dicotómica que toma el valor de 1 si existe participación de mujeres en el consejo de administración, **2)** variable dicotómica que toma el valor de 1 si existe participación de consejeras independientes en el consejo de administración, **3)** porcentaje de consejeras con respecto al total de miembros que conforman el consejo de administración, y **4)** porcentaje de consejeras independientes con respecto al total de miembros en el consejo. Con respecto a la variable de propiedad, ésta se mide con dos variables: **1)** variable dicotómica que hace referencia a si la empresa es familiar o no, y el porcentaje de propiedad en manos del

FEM representa la variable de interés que se refiere a la participación femenina en el consejo de administración y toma los siguientes cuatro valores: **1)** variable dicotómica que toma el valor de 1 si existe participación de mujeres en el consejo de administración, **2)** variable dicotómica que toma el valor de 1 si existe participación de consejeras independientes en el consejo de administración, **3)** porcentaje de consejeras con respecto al total de miembros que conforman el consejo de administración, y **4)** porcentaje de consejeras independientes con respecto al total de miembros en el consejo. Con respecto a la variable de propiedad, ésta se mide con dos variables: **1)** variable dicotómica que hace referencia a si la empresa es familiar o no, y el porcentaje de propiedad en manos del accionista mayoritario. También se introducen al modelo las variables relacionadas a la estructura del consejo de administración como son: el tamaño del consejo, la independencia del consejo, y la dualidad del Presidente/Director General de la empresa. Las variables financieras incluyen medidas de endeudamiento, tamaño de la empresa y oportunidades de crecimiento. Todas las regresiones estimadas incluyen variables dicotómicas para controlar el sector industrial, el año, y el país. Las variables financieras y de mercado se truncan al 98% para eliminar el efecto de las observaciones extremas.

Conclusiones.

En el caso de Latinoamérica, se concluye que la inclusión de mujeres en el consejo de administración es importante desde una perspectiva de negocios así como por razones éticas. En primer lugar los resultados empíricos sugieren que la toma de riesgo total corporativo incrementa con la participación femenina en el consejo de administración. Por otro lado, se demuestra que la toma de riesgos al menos se mantiene constante en comparación con consejos donde no existe la diversidad de género. En segundo lugar, se pone de manifiesto que las consejeras independientes tienen un efecto negativo en el riesgo a invertir, aunque la razón de ello, no se debe a factores genéticos o psicológicos que diferencian la toma de riesgo entre hombres y mujeres, sino que refleja el factor descrito en la teoría de agencia en el que los consejeros independientes (irrelevante del género) asumen menor riesgo por la función de monitoreo y supervisión que tienen hacia la gerencia. Este efecto es más notable y significativo para empresas no familiares. Finalmente, se concluye que en empresas familiares se asume mayor riesgo cuando existe la participación femenina en el consejo, mientras que en empresas no familiares no existe una diferencia significativa en la toma de riesgo cuando existe participación femenina en el consejo. Posiblemente esta diferencia es el resultado de razones no financieras asumidas por empresas familiares con el objetivo de preservar la riqueza de la empresa a futuras generaciones.

De esta manera, este estudio sustenta que la diferenciación de género en cuanto a la toma de riesgo corporativo está presente en países de Latinoamericanos. Sin embargo, contrasta con estudios previos que han encontrado que existen características biológicas, psicológicas y sociales que sugieren que las mujeres son más adversas al riesgo. Se concluye que dichas características no son relevantes en el ambiente corporativo. Es decir, las mujeres son capaces de ejercer sus funciones de consejeros(as) requeridas para tomar el nivel de riesgo necesario con el objetivo de incrementar el valor de la empresa. Por consiguiente, este estudio favorece la igualdad de género en el consejo de administración desde una perspectiva ética.

Con el objetivo de promover la inclusión de mujeres en los consejos de administración, y considerando las limitaciones al acceso de dichos puestos a mujeres en los países latinoamericanos ("techo de cristal"), se recomienda que un proceso adecuado para promover la igualdad de género de forma efectiva es el establecimiento de cuotas, como ya se ha hecho en otros países del mundo, considerando desde luego las habilidades y capacidad de las mujeres para ocupar estas posiciones. Además esta investigación recomienda incluir en los códigos de buen gobierno latinoamericanos algunas prácticas de buen gobierno que promuevan una mayor inclusión y diversidad en el consejo de administración.