



REVISTA DE CONTABILIDAD

SPANISH ACCOUNTING REVIEW

revistas.um.es/rcsar



Impacto de la tarea supervisora de las consejeras en la remuneración del CA en empresas europeas sostenibles. Relevancia de la orientación financiera del país

Inmaculada Bel Oms^{a, b}, Alfredo Grau Grau^a

^a) Departamento de Finanzas Empresariales, Facultat d'Economia. Universitat de València, Valencia-SPAIN.

^bCorresponding author.

E-mail address: inmaculada.bel@uv.es

ARTICLE INFO

Article history:
Received 20 December 2023
Accepted 29 May 2023
Available online 03 July 2025

Códigos JEL:
G10
G30
J16

Palabras clave:
Empresas europeas sostenibles
Remuneración del CA
Competencias específicas del consejo
Independencia del consejo
Diversidad cultural del consejo
Gestión de las consejeras en el consejo

RESUMEN

El principal objetivo de este trabajo es analizar el papel supervisor de las consejeras del Consejo de Administración (de aquí en adelante, CA) en la relación existente entre las competencias específicas, la independencia y la diversidad cultural del CA en la remuneración del consejo. Además, para avanzar más en la literatura sobre gobierno corporativo se ha dividido la muestra de empresas europeas sostenibles, según se orienten financieramente al mercado y a la banca. El marco teórico utilizado en esta investigación se basa en la teoría de la agencia y la teoría de la administración. Utilizando una muestra de empresas cotizadas en el índice *Euronext Vigeo Europe 120* desde 2012 hasta 2021, los resultados han evidenciado que la tarea de supervisión que realizan las consejeras cuando gestionan actividades junto con los consejeros independientes, tiende a reducir la remuneración del CA de las empresas sostenibles europeas. Por otra parte, los resultados han revelado que la orientación financiera es una característica importante a la hora de establecer estrategias de buen gobierno, para establecer protocolos de vigilancia en el establecimiento de las remuneraciones de los miembros del CA. Destaca la relevancia de la tarea supervisora de las consejeras, pero no para todos los países europeos analizados, sino solo para aquellos que acudan a la banca para financiar su actividad económica. Este estudio presenta importantes implicaciones teóricas y prácticas para el campo del gobierno corporativo y la diversidad de género.

©2025 ASEPUC. Published by EDITUM - Universidad de Murcia. This is an open access article under the CC BY-NC-ND license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

Impact of female directors' supervisory role on CEO remuneration in sustainable European companies. Relevance of the country's financial orientation

ABSTRACT

The main objective of this study is to analyze the supervisory role of female directors on Board of Directors (hereinafter, BODs) in the relationship between the specific board characteristics, independence, and cultural diversity of the BOD in board remuneration. Furthermore, to extend past research based on corporate governance, the sample of sustainable European companies depending on whether the country is bank- or market-oriented. The theoretical framework used in this research is based on agency theory and stewardship theory. Using a sample of companies listed on the Euronext Vigeo Europe 120 index from 2012 to 2021, the results have shown that the moderate role of female directors on corporate boards reduce the relationship between independent directors and the remuneration on corporate boards in European sustainable companies. Furthermore, the importance of the supervisory role of female directors is highlighted, but not in all the European countries analyzed, but only in those depends on banking-oriented countries. This study presents important theoretical and practical implications for the field of corporate governance and gender diversity.

©2025 ASEPUC. Publicado por EDITUM - Universidad de Murcia. Este es un artículo Open Access bajo la licencia CC BY-NC-ND (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

JEL classification:
G10
G30
J16

Keywords:
Sustainable European companies
Board remuneration
Specific board responsibilities
Board independence
Cultural diversity
Management of female directors on the board.

<https://www.doi.org/10.6018/rcsar.597931>

©2025 ASEPUC. Published by EDITUM - Universidad de Murcia. This is an open access article under the CC BY-NC-ND license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

1. Introducción

La remuneración de los consejeros se ha convertido en un tema relevante para los accionistas, inversores, reguladores y académicos. Estudios empíricos previos evidencian que las remuneraciones de los miembros del CA tienen un impacto en la creación de valor (Liew et al., 2022), los criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG) (De Matos, 2022), la divulgación de información sobre Responsabilidad, Social, Corporativa (RSC) (Esa y Zahari, 2016), la política de dividendos (Das y Mohanty, 2018), la calidad de la información financiera (Alzeban, 2021), entre otras cuestiones. En esta línea de investigación, Lemma et al. (2020) argumentaron que la remuneración de los consejeros es utilizada por las empresas para mejorar la eficacia del CA, y entre otras cuestiones, para determinar el fraude en las empresas (Burns et al., 2021).

La política de remuneración es considerada un mecanismo que puede alinear los intereses de los propietarios y los consejeros, lo que puede llevar a que los consejeros maximicen la riqueza de los accionistas (Jensen y Murphy, 1990; Murphy, 1999). Durante décadas, las remuneraciones de los miembros del CA se han basado en una remuneración fija a la que se le añadían pequeños complementos adicionales derivados principalmente de la asistencia a reuniones. Sin embargo, los sistemas de remuneraciones tradicionales y cortoplacistas no reducían los problemas de agencia ocasionados por el comportamiento oportunista de los consejeros, y, por consiguiente, no se alineaban los intereses entre los consejeros y los accionistas. En la actualidad, los sistemas retributivos están formados por sistemas variables y largoplacistas para favorecer los objetivos de los directivos y los accionistas (Murphy 1999). Jensen y Meckling (1976) argumentaron que los sistemas de remuneración de los consejeros debían diseñarse para motivarlos a establecer acciones que incrementaran la riqueza de los accionistas. En esta línea, Magnan et al. (2010) evidenciaron que la remuneración de los consejeros debía ser elevada para atraer a consejeros experimentados y con determinadas habilidades y así, recompensar su trabajo. Sin embargo, el sistema de remuneración no debe establecerse mediante metas a corto plazo porque puede ocasionar comportamientos oportunistas contrarios a los de largo plazo, así como perder la independencia y objetividad de su establecimiento. La remuneración de los consejeros debe determinarse de forma objetiva y transparente considerando las características de los miembros del CA y la perspectiva de gobierno corporativo de la empresa. En este sentido, utilizando una muestra de empresas chinas, Chen y Hassan (2022) proporcionaron evidencia que la relación existente entre la remuneración de los directivos y el desempeño financiero es una referencia para promover un sistema de compensación basado en el desempeño para las empresas que cotizan en el mercado de empresas en crecimiento.

Así pues, las características de los miembros del CA es un aspecto relevante en la determinación de las remuneraciones del consejo. En particular, estudios previos han analizado el efecto que provocan las consejeras (García-Izquierdo et al., 2018), las competencias específicas de los consejeros (Osiichuk, 2021), los consejeros independientes (Lim y Yen, 2011), la diversidad cultural (Zheng et al., 2012) del CA en la remuneración de los consejeros. En este sentido, estudios previos evidencian que las consejeras tienden a reducir las remuneraciones de los consejeros (García-Meca, 2016) ya que las mujeres son más conservadoras (Man y Wong, 2013), adversas al riesgo (Ullah et al., 2020), más éticas (Eweje y Brunton, 2010) respecto a sus homólogos masculinos y poseen una

actitud más cuidadosa en todas aquellas cuestiones referentes a las remuneraciones (García-Meca, 2016). Cambrea et al. (2020) argumentaron que las mujeres que ocupan puestos de responsabilidad desarrollan controles más sólidos que llevan a reducir las asimetrías de información, los costes de agencia, y el oportunismo gerencial provocando una reducción de la liquidez de la empresa. De Masi et al. (2021) establece que los consejeros del CA consideran que las consejeras son compañeras de trabajo con igualdad de condiciones, y utilizan sus diversos puntos de vista y habilidades para tomar decisiones estratégicas de la empresa. Sin embargo, García-Sánchez et al. (2023a) demostraron que la pandemia del COVID-19 llevó a una reducción de la participación de las mujeres en los puestos de responsabilidad de las empresas. En este sentido, la literatura previa ha estudiado el papel de la diversidad de género en la moderación de diversos aspectos en el ámbito de gobierno corporativo como el efecto moderador de las consejeras en la relación entre las comisiones del consejo y la creación de valor (Grau-Grau y Bel-Oms, 2022), o en las comisiones del consejo y la divulgación medioambiental (Pucheta-Martínez, et al., 2021a), o en la relación existente entre la tenencia de efectivo y la divulgación de información sobre RSC (Pucheta-Martínez et al., 2022) o entre la remuneración por RSE y el desempeño de la empresa (Liu et al., 2023). Sin embargo, no existen estudios previos, por lo que nosotros sabemos que profundicen el papel supervisor de las consejeras del CA en la relación existente entre algunas características del CA y la remuneración del consejo.

Al hilo de lo anterior, este estudio intenta responder la siguiente cuestión: ¿Cómo modera la diversidad de género la relación existente entre las características del CA (las competencias específicas del consejo, la independencia del consejo y la diversidad cultural en el consejo) en la remuneración del CA de las empresas sostenibles europeas? De este modo, el objetivo de este trabajo es examinar como el papel supervisor de las consejeras del CA en la relación existente entre las competencias específicas, la independencia y la diversidad cultural del CA en la remuneración del consejo. Además, con el objetivo de extender la investigación, se ha considerado dividir la muestra según la orientación financiera ya que es una característica importante a la hora de establecer estrategias de buen gobierno para establecer protocolos de vigilancia en el establecimiento de las remuneraciones de los miembros del CA. La orientación financiera se divide los países según la banca (Demirgüç-Kunt y Levine, 2001), donde las instituciones financieras son la fuente predominante de financiación, o según el mercado, donde los fondos se obtienen principalmente a través de los mercados de valores (Berges et al., 2019), ya que de este dependen las opciones financieras de las empresas (Chakraborty y Ray, 2006). Sin embargo, Chakraborty y Ray (2006) evidenciaron que las remuneraciones son más bajas en los países orientados a la banca, al igual que la inversión y los ingresos por cápita. Siguiendo esta línea, se considera que este trabajo es de elevado interés en la actualidad debido a la subida de los precios de los productos de primera necesidad y la subida de los beneficios obtenidos por las grandes empresas que han generado una subida de las remuneraciones de los miembros del CA.

Los resultados evidencian que la tarea de supervisión de las consejeras con los consejeros independientes tiende a reducir la remuneración de los CA de las empresas sostenibles europeas. Además, los resultados también evidencian que las consejeras moderan negativamente la relación existente entre los consejeros independientes y las remuneraciones de los consejeros en las empresas europeas con orientación financiera hacia la banca. Además, los resultados obtenidos también

revelan que la presencia de consejeras en el CA no afecta a la relación entre las características del consejo (competencias específicas, la independencia y la diversidad cultural) y la remuneración de los consejeros de las empresas europeas con orientación financiera hacia el mercado. Por tanto, las consejeras no desempeñan un papel moderador en esta relación.

Este manuscrito contribuye a la reciente literatura sobre gobierno corporativo de varias maneras. En primer lugar, este estudio explora el papel supervisor de las consejeras del CA de las empresas europeas sostenibles en la relación entre las competencias específicas del consejo, la independencia del consejo y la diversidad cultural en el consejo y las remuneraciones de los consejeros de las empresas sostenibles europeas, un efecto que no se ha investigado en la literatura previa. La interacción de las consejeras del CA con la independencia del consejo es beneficiosa para las empresas porque reducirá las remuneraciones del consejo tanto para las empresas europeas sostenibles como para las empresas orientadas al mercado, por lo que estos resultados son un hallazgo importante. Hasta donde sabemos, es el primer estudio que proporciona esta evidencia utilizando una muestra de empresas sostenibles europeas, por lo que contribuye a los estudios empíricos previos sobre remuneración de los consejeros y el impacto que algunos mecanismos de gobierno corporativo tienen sobre él. En segundo lugar, esta investigación amplía el conocimiento previo sobre como la diversidad de género y algunas características del CA que pueden afectar a las remuneraciones de los consejeros, considerando las empresas sostenibles europeas incluidas en el índice Euronext Vigeo Europe 120. Esta investigación complementa estudios anteriores que analizaban la relación directa entre las características del consejo y la remuneración de los consejeros. Así pues, este estudio proporciona evidencia internacional de como la remuneración de los consejeros puede mitigarse mediante algunos mecanismos de gobierno corporativo, como la independencia del consejo cuando es moderada por la diversidad de género.

La estructura de este trabajo es la siguiente. La Sección 2 presenta el marco teórico y la formulación de las hipótesis planteadas. La Sección 3 describe el diseño empírico y la Sección 4 explica y discute los resultados obtenidos. Y finalmente, la Sección 5 proporciona las conclusiones, las limitaciones y las futuras líneas de investigación.

2. Marco teórico e hipótesis

2.1. Marco teórico

La teoría de la agencia postula que la diferencia de intereses entre propietarios y gerentes provoca asimetrías de información entre las partes debido a que los propietarios delegan responsabilidades y determinadas decisiones en su nombre a los gerentes, lo que puede llevar a que el gerente no siempre actúe siguiendo los intereses de los propietarios (Jensen y Meckling, 1976). Esto podría tener varias consecuencias, como conflictos de intereses entre ambas partes debido a riesgos morales y problemas de selección adversa. En particular, la teoría de la agencia sugiere que los CA actúan como mecanismos internos para controlar y supervisar el comportamiento y las decisiones de gerentes (Jensen y Meckling, 1976) y resolver los conflictos de agencia dentro de la empresa (Jensen, 1993), centrándose en controlar el comportamiento del equipo directivo (Hermalin y Weisbach, 1991). Sin embargo, las empresas con el objetivo de reducir las asimetrías de información y los costes de agencia demandan mecanismos de control interno diferentes al CA como la remuneración del consejo (Jensen y Meckling, 1976). Sin embargo, la remunera-

ción de los consejeros por sí misma puede incrementar los costes de agencia (Bebchuk et al., 2002) ya que pueden generar un conflicto de interés entre los accionistas, por lo que los intereses de los accionistas deben estar presentes en la toma de decisiones de las empresas (Comisión de la UE, 2004). Es por ello que, la remuneración de los consejeros puede ser considerada como excesiva, y cuya falta de transparencia en la divulgación de la información puede llevar a incrementos en las asimetrías de información y oportunismo en las remuneraciones (Bebchuk et al., 2002). Para paliar esta situación, las empresas tienden a incluir en los CA miembros que posean determinadas características como consejeros con competencias específicas (García-Meca y Palacio, 2018), consejeros independientes (Andreas et al., 2010) y diversidad cultural (Phua, 2012) de los consejeros.

Por otra parte, la teoría de la administración postula que los objetivos que poseen los accionistas y los gerentes son similares ya que ambos poseen la necesidad de lograr unas metas, obtener una satisfacción intrínseca y ejercer una autoridad, por lo que necesitan obtener el reconocimiento de ambas partes (Muth y Donaldson, 1998; Hendry y Kiel, 2004; Boyd et al., 2011). A diferencia de la teoría de la agencia, la teoría de la administración considera que la dirección empresarial no permitirá que la inspiración individual mengue la gestión de los activos de la empresa para la mejora de la organización. Esta perspectiva enfatiza la necesidad de establecer acuerdos entre gerentes y accionistas para reducir los conflictos de agencia, dados los aspectos de capital humano que pueden aportar ambos como son las habilidades, conocimientos, experiencia, entre otros. Según Vafeas (2003), la existencia de habilidades específicas por parte de los miembros del consejo suele tener consecuencias mixtas para la eficacia de la gestión empresarial. En este sentido, cuando los consejeros poseen determinadas características se reduce la necesidad de establecer paquetes de remuneraciones para fomentar el desempeño empresarial (Hendry y Kiel, 2004).

En línea con la teoría de la agencia, la inclusión de mujeres en los consejos tiene un papel importante en el contexto del gobierno corporativo ya que permite controlar a los directivos (Carter et al., 2003) lo que provoca una reducción de las asimetrías de información y de los costes de agencia (Carter et al., 2010), y una mejora en el control en determinadas áreas de la empresa (Ain et al., 2020). En este sentido, la presencia de mujeres en las posiciones de responsabilidad de las empresas permite que estas participen en la toma de decisiones importantes ya que tienen un perfil más conservador (Man y Wong, 2013) y averso al riesgo (Ullah et al., 2020), y suelen aportar diferentes puntos de vista (Eweje y Brunton, 2010). En esta línea, la literatura previa ha analizado el papel de las consejeras en diferentes áreas del gobierno corporativo evidenciando que estas influyen en la calidad de la información financiera (Pucheta-Martínez, et al., 2018a), en la política de dividendos (Ain et al., 2021), en la divulgación de la información sobre RSC (Ramon-Llorens et al., 2021), en la creación de valor (Grau-Grau y Bel-Oms, 2022), entre otras cuestiones. Otros estudios han explorado el papel de las mujeres líderes en relación con la implementación de estrategias de sostenibilidad para conseguir la implantación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), entre ellos el de García-Sánchez et al. (2023b), quienes reportan un vínculo positivo entre las mujeres líderes y el compromiso empresarial con los ODS. En este sentido, diversos autores evidenciaron una relación positiva entre la existencia de consejeras en los CA y las remuneraciones de los consejeros (Benkraiem et al., 2017; Shukeri y Alfordy, 2022). Por otra parte, según la teoría de la administración la inclusión de consejeras en los CA es con-

siderado como un factor esencial para el desarrollo corporativo (Bennouri et al., 2018). Además, Hernandez (2012) ha indicado que las consejeras favorecen el buen comportamiento de las empresas y poseen un enfoque inclusivo e integral en la toma de decisiones empresariales. García-Meca (2016) evidenció que las consejeras reducen las remuneraciones del consejo por su comportamiento, su actitud de aversión al riesgo y su mayor capacidad en comparación con sus homólogos masculinos para identificar conductas poco éticas. Liu et al. (2023) evidenciaron que un mayor porcentaje de consejeras estaba relacionado con mayores contratos de remuneración basados en la Responsabilidad Social Corporativa. Así pues, las consejeras pueden ser esenciales para el cumplimiento de la gestión eficaz de las remuneraciones del consejo.

Aunque la teoría de la agencia y de la administración expliquen la influencia que poseen las consejeras en la remuneración percibida por los consejeros, no existen trabajos previos que exploren el papel supervisor de las consejeras en ciertas características del consejo (competencias específicas, independencia y diversidad cultural) en la remuneración de los consejeros. Por tanto, es necesario extender la literatura previa examinando la relación existente entre las funciones que las consejeras desempeñan en el CA entre las características del consejo y la remuneración de los consejeros.

2.2. Formulación de las hipótesis

2.2.1. El papel relevante de la gestión de las consejeras en las competencias específicas del consejo y su impacto en la remuneración del CA

Hillman et al. (2000) definió las competencias específicas del consejo como las habilidades o experiencias específicas que tienen los consejeros sobre el sector, lo que les convierte en expertos en su campo. En este sentido, estos consejeros poseen conocimientos y experiencias previas que pueden trasladarlas a las empresas en forma de apoyo, conocimientos, experiencias, legitimidad y reputación, y, por tanto, generan vínculos entre las partes interesadas y las empresas (Pfeffer y Salancik, 1978). Wincent et al. (2010) y Johnson et al. (2013) enfatizan la importancia del capital humano y social en términos de capacidades, de conocimientos, de experiencias, de habilidades que han adquirido los consejeros fuera de la empresa, en línea con la teoría de la administración. Los conocimientos específicos y las habilidades que poseen los consejeros les permiten obtener diversos puntos de vista y opiniones, participar en el proceso de tomar decisiones estratégicas, tener mayor capacidad para procesar la información y apoyar la toma de decisiones efectivas (García-Meca y Palacio, 2018) que han adquirido en otras empresas o sectores. Por tanto, estos conocimientos específicos y capacidades se consideran capital humano y son beneficiosos para las actividades empresariales y para establecer vínculos entre la empresa y el entorno (Bear et al., 2010).

Existen pocos trabajos que analicen la relación entre las competencias específicas del consejo y la remuneración de los consejeros. En este sentido, el estudio de Carter y Lorsh (2003) evidenciaron que la estructura, la experiencia, la educación y los antecedentes de los consejeros son factores críticos en la eficacia del consejo y en la toma de decisiones tan importantes como la remuneración de los consejeros. Autores como Fedaseyeu et al. (2018) documentaron que cuando los miembros del CA tienen competencias específicas se les confían más funciones relevantes y, por lo tanto, reciben una mayor remuneración. En el sentido opuesto, Osichuk (2021) explicó que los CA con consejeros que poseen competencias específicas recibían menores remuneraciones debido

a la sustituibilidad de los miembros del consejo. Barontini y Hill (2023) analizaron 8.649 empresas que cotizan en bolsa que cubren 58 países en el período 2002-2021 y evidenciaron que las competencias específicas del consejo no influyen en la remuneración de los consejeros.

Si existen consejeras en los CA, es de esperar que se reduzca la remuneración de los consejeros, porque las consejeras son más adversas al riesgo, más éticas y proporcionan diversos puntos de vista. En cuanto a las competencias específicas del consejo, tal y como indica Hillman et al. (2000) son los conocimientos basados en experiencia previa y habilidades que poseen los consejeros para construir compromisos entre las empresas y las partes interesadas (Pfeffer y Salancik, 1978). De acuerdo con los argumentos anteriores, es de esperar que la interacción de las consejeras con las competencias específicas del consejo sea negativa, lo que significa que la tarea supervisora de las consejeras en las competencias y habilidades específicas que poseen los miembros del consejo podría tener un impacto relevante sobre la remuneración del CA para las empresas europeas sostenibles y cuando la muestra se separa según la orientación financiera del país. Concretamente, las consejeras podrían reducir la remuneración de los consejeros, por lo que la diversidad de género reforzaría el control de las empresas sostenibles europeas, reduciéndose así las altas remuneraciones de los consejeros.

En este sentido, la hipótesis que se plantea analizar es la siguiente:

Hipótesis 1: *Ceteris paribus, el papel supervisor de las consejeras reduce el efecto positivo que ejercen las habilidades específicas del CA en la remuneración de este. El impacto de las consejeras dependerá de la orientación financiera del país.*

2.2.2. El papel relevante de la gestión de las consejeras en la independencia del consejo y su impacto en la remuneración del CA

Otra característica relevante de los CA son los consejeros independientes. Los consejeros independientes son consejeros externos que no tienen vinculación con la empresa (Mezzozzi et al., 2014), y que controlan a la dirección y salvaguardan los intereses de los accionistas minoritarios (Agrawal y Knoeber, 1996). Según Rodríguez-Ariza et al. (2014), los consejeros independientes se comportarán de forma objetiva, externa e independiente lo que permitirá que se tomen decisiones que aseguren el cumplimiento de los objetivos de la empresa.

La teoría de la agencia postula que los consejeros independientes tienden a controlar y supervisar más eficientemente a los gerentes y la riqueza de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). De este modo, la independencia del CA reduce las asimetrías de información y los costes de agencia, e incrementa la credibilidad de los estados financieros (Setia-Atmaja et al., 2011) lo que lleva a una reducción de los costes de endeudamiento (Anderson et al., 2004). Algunos estudios revelan que la independencia del consejo incrementa las remuneraciones del consejo. Por tanto, Core et al. (1999) proporciona evidencia que las empresas que incluyen en los CA un mayor número de consejeros independientes tienden a nombrar menos consejeros delegados y reducir sus remuneraciones, reduciendo los costes de la contratación. Autores como Goh y Gupta (2016) evidenciaron que la existencia de consejeros independientes en empresas de Reino Unido reducía la remuneración de los miembros del CA, apoyando la teoría de la agencia que postula un mayor control en

los conejos que reduce las remuneraciones de los consejeros. Estos resultados son opuestos a los obtenidos por [Fernandes \(2008\)](#) y [Cordeiro et al. \(2013\)](#) quienes encontraron que la independencia del consejo incrementa la remuneración de los consejeros y al mismo tiempo, evidencian que los consejeros independientes no muestran éxito en alinear los intereses de los accionistas y los gerentes. En la misma línea, [Andreas et al. \(2010\)](#) evidenciaron que la remuneración de los directivos en empresas alemanas, orientadas hacia la banca, se incrementaba cuando había consejeros independientes en el consejo. Asimismo, [Mallin et al. \(2015\)](#) analiza las remuneraciones de los consejeros independientes de Italia y Reino Unido cuya orientación es a la banca y al mercado respectivamente, y argumentan que los consejeros de Reino Unido reciben mayores remuneraciones que los de Italia debido principalmente a la influencia financiera de Estados Unidos que tiende a aumentar las remuneraciones de sus consejeros.

Por lo que respecta al papel de las consejeras como instrumento supervisor, no existen estudios previos que analicen este papel en la relación existente entre los consejeros independientes y la remuneración del CA para las empresas europeas sostenibles y cuando la muestra se separa según la orientación financiera del país. Esperamos que la interacción entre las consejeras y la presencia de consejeros independientes sea negativa, lo que significa que cuando las consejeras interactúan con la presencia de consejeros independientes se produce una reducción de la influencia positiva en la remuneración de los consejeros de las empresas sostenibles europeas. En particular, las consejeras podrían reducir la remuneración de los consejeros, y de esta forma la diversidad de género aumentaría el control de las empresas sostenibles europeas, reduciéndose así las altas remuneraciones de los consejeros. En este sentido, la hipótesis que se plantea es la siguiente:

Hipótesis 2: *Ceteris paribus, el papel supervisor de las consejeras reduce el efecto positivo que ejerce la independencia del CA en la remuneración de este. El impacto de las consejeras dependerá de la orientación financiera del país.*

2.2.3. El papel relevante de la gestión de las consejeras en la diversidad cultural del consejo y su impacto en la remuneración del CA

La diversidad cultural del CA se puede definir como la heterogeneidad entre los integrantes de este, incluyendo varias dimensiones como la diversidad de conocimiento, edad, experiencia, género, habilidades, nación y preferencias ([Van Knippenberg et al., 2004](#)). Las empresas incluyen consejeros con diferentes experiencias, destrezas y perspectivas en los CA que les ayuda en la toma de decisiones importantes y en la resolución de problemas ([Zhang, 2012](#)). En este sentido, [Pucheta-Martínez et al. \(2021b\)](#) examinaron las seis dimensiones culturales de Hofstede (distancia de poder, individualismo, masculinidad, evitar la incertidumbre, orientación a largo plazo e indulgencia) y argumentaron que las dimensiones culturales, como la distancia de poder, el individualismo y la indulgencia, influían positivamente en la proporción de consejeras en los CA.

Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, la existencia de diversidad cultural en los CA ayuda a las empresas a resolver los conflictos de agencia y a satisfacer las necesidades de las partes interesadas debido a que estos consejeros poseen una mente más flexible para hacer frente a problemas ([Martínez-Ferrero et al., 2021](#)), como la remuneración de los consejeros. La diversidad cultural del CA es un factor relevante en el área de gobierno corporativo, aunque existen

pocos estudios que analicen la relación entre la diversidad cultural y la remuneración de los consejeros. La remuneración de los consejeros es una cuestión importante que se puede abordar desde diferentes puntos de vista y la existencia de consejeros con diversidad cultural puede favorecer el proceso de toma de decisiones. Algunos estudios argumentan que la existencia de la diversidad cultural en los CA permite adoptar políticas estables que tienden a asumir menos riesgos financieros ([Hambrick et al., 1996](#)). Estos argumentos son coherentes con los obtenidos por [Gatley y Lassem \(1995\)](#) que evidenciaron que la diversidad cultural es considerada un activo empresarial cuando se utiliza para mejorar la eficacia del sistema de remuneración de los CA. En esta línea, [Phua \(2012\)](#) que evidenció que la diversidad cultural, y en particular la nacionalidad, influía en las preferencias del sistema de remuneración. Estos resultados contrastan con los de [Brick et al. \(2006\)](#) y [Zheng et al. \(2012\)](#) que evidenciaron que la diversidad cultural puede utilizarse para incrementar las remuneraciones de los ejecutivos a través de la cultura del “amiguismo”.

De este modo, la diversidad cultural de los CA se considera un recurso valioso para las empresas ya que proporciona diversas perspectivas ([Hillman et al., 2002](#); [Ammer y Ahmad-Zaluki, 2014](#)) y mejora la capacidad del consejo para lograr una ventaja competitiva ([Khan et al., 2019](#)). En línea con los argumentos anteriores, es de esperar que la interacción entre las consejeras del CA y la diversidad cultural sea negativa, lo que significa que cuando la empresa posee consejeras en el CA e interactúan con la diversidad cultural del consejo debería tener un impacto negativo en la remuneración de los consejeros de las empresas europeas sostenibles y cuando la muestra se separa según la orientación financiera del país. Esto podría explicarse porque las empresas no solo incluyen miembros con diversidad cultural en el consejo sino también consideran a las consejeras, por lo que es probable que su forma habitual de gestión afecte a las remuneraciones de los consejeros. Por lo tanto, proponemos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 3: *Ceteris paribus, el papel supervisor de las consejeras reduce el efecto positivo que ejerce la diversidad cultural del CA en la remuneración de este. El impacto de las consejeras dependerá de la orientación financiera del país.*

3. Diseño de la investigación

3.1. Muestra

La muestra está constituida por empresas sostenibles que cotizan en la bolsa europea y se incluyen en el índice *Euro-next Vigeo Europe 120*¹. Este índice lo integran las 120 empresas con mayor grado de compromiso en materia ambiental, social y de buen gobierno (principios ASG²) y, por tanto, adquieren la categoría de sostenibles. Los datos proceden de la base de datos THOMSON REUTERS EIKON³ para la etapa que cubre desde el año 2012 hasta el año 2021, un total de 10 años. Este trabajo se centra en Europa, la cual está formada por países que aplican de manera heterogénea políticas, recomendaciones y normas para vigilar la remuneración de los miembros del consejo, tal y como muestra el trabajo de [Ferrarini et al. \(2009\)](#). En España la Comisión Nacional del

¹<https://live.euronext.com>

²Estos principios, ASG, hacen referencia expresa a cuestiones relacionadas con la contribución a preservar el medio ambiente, a acometer políticas que mejoren el bienestar social y a llevar a cabo prácticas de buena gobernanza en la estrategia empresarial.

³<https://eikon.thomsonreuters.com>

Mercado de Valores (CNMV) es la encargada de publicar el Informe Anual sobre Remuneraciones del Consejo (IARC) en el que se detallan los aspectos más relevantes de las políticas retributivas aplicadas a los consejeros por las sociedades cotizadas, desde que la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible obligó a las empresas cotizadas a publicar esta información.

La muestra objeto de estudio abarca un total de quince países europeos, con sistemas financieros complejos que difieren considerablemente de un país a otro y cambian con el tiempo⁴. En función de la proporción relativa de financiación que se canaliza a través de bancos o mercados, estos sistemas suelen clasificarse como bancarios o de mercado⁵. En los sistemas financieros orientados a la banca, estas instituciones financieras siguen siendo el principal vehículo de asignación de capital e inversión, mientras que, en los sistemas financieros orientados al mercado, los mercados de valores son igual o más importantes que los bancos para transferir la financiación necesaria a las empresas. Los sistemas de mercado tienden a ser ventajosos para las industrias dependientes de la financiación en épocas de bonanza, pero suponen una desventaja en épocas de crisis (Allen et al., 2017). Además, reflejan el grado de separación entre el inversor y la empresa (Rajan y Zingales, 2003).

3.2. Variables

3.2.1. Remuneración del Consejo vs. Tarea supervisora de las consejeras en empresas sostenibles europeas

La muestra global europea analizada revela que la evolución de la remuneración del consejo (REMCON: Lemma et al., 2020; Liew et al., 2022) en Europa (Tabla 1: Panel A) ha sido bastante irregular, no pudiendo identificar un patrón de comportamiento determinado ni una tendencia clara.

⁴Es importante señalar que los países no pueden pasar de una economía basada en los bancos a otra basada en el mercado de un día para otro. Incluso los países más avanzados, como los de Europa Occidental, tardan décadas en pasar de un sistema a otro. Por lo tanto, puede considerarse que se trata de una característica semipermanente del mercado.

⁵Ambos sistemas de financiación están presentes en prácticamente todas las economías del mundo. No obstante, un sistema se orienta a la banca o al mercado en función del sistema de inversión predominante en esa economía. Po regla general, esto se mide por el porcentaje de servicios bancarios en el conjunto de la economía.

Al reproducir este mismo análisis para los dos grupos en función de la orientación financiera, se identifica que este patrón es muy similar, siendo el valor medio para la muestra completa de 2.250.956€ y, en cambio, de 2.385.157€ y 1.663.064€ para los países orientados hacia la banca o al mercado, respectivamente. Por tanto, se identifica que los países orientados a la banca son más generosos, en media, a la hora de retribuir a los miembros de sus consejos.

En cuanto a la gestión de las consejeras en el consejo (Tabla 1: Panel B) (CONSEJ: García-Izquierdo et al., 2018), Europa muestra una clara tendencia al alza e ininterrumpida a lo largo de los diez años analizados, pasando de una cuota de género de 19% en 2012 a 40,46% en 2021, con un valor medio de 31,26%. Esta evolución es paralela para las agrupaciones siendo sus valores medios de 31,56% y 29,51%, para los países orientados a la banca y al mercado, respectivamente. Cabe destacar que los consejos para los países orientados a la banca, en media, presenta un mayor cumplimiento de los criterios de igualdad en materia de género.

Los resultados destacan que, aunque la compensación del consejo esté estancada, la inclusión de mujeres ejecutivas en consejos de empresas europeas sostenibles ha aumentado consistentemente.

Estos primeros hallazgos conducen a pensar que tomando como única referencia los resultados de la muestra completa, se podrían tomar decisiones nada acertadas si no se tiene en cuenta la orientación financiera del país donde operan las empresas sostenibles. Al separar la muestra global y analizarla en función de que los países se orienten a la banca o al mercado permitirá a estos países diseñar estrategias corporativas más acordes.

Se ha calculado el Factor de Agrandamiento de la Varianza (FAV) para corroborar que no existen problemas de multicolinealidad. Los valores que presenta el estadístico FAV tanto a nivel individual como en media, no superan los límites establecidos (Neter et al., 1989)⁶ y, por tanto, no se han identificado esta tipología de problemas.

⁶Según estos autores, los valores individuales para el FAV mayores a 10 indican problemas de multicolinealidad, así como un valor medio superior a 6.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos para la remuneración del consejo y la gestión de las consejeras

Panel A. Remuneración del consejo							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EUROPA	2,263,257	2,046,898	1,935,856	2,020,771	1,850,084	1,900,771	2,171,411
Orient. Banca	2,385,157	2,125,903	1,900,546	2,099,436	1,912,098	1,902,316	2,407,862
Orient. Mercado	1,539,983	1,567,605	2,145,364	1,564,511	1,511,074	1,892,630	1,640,228
	2019	2020	2021	Media	Desv, est,	N	
EUROPA	2,048,341	1,832,450	1,686,350	1,977,747	2,250,956	1.090	
Orient. Banca	2,108,043	1,865,603	1,740,762	2,385,157	2,323,957	440	
Orient. Mercado	1,719,977	1,651,211	1,383,195	1,663,064	977,143	650	
Panel B. Gestión de las consejeras							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EUROPA	2,263,257	2,046,898	1,935,856	2,020,771	1,850,084	1,900,771	2,171,411
Orient. Banca	2,385,157	2,125,903	1,900,546	2,099,436	1,912,098	1,902,316	2,407,862
Orient. Mercado	1,539,983	1,567,605	2,145,364	1,564,511	1,511,074	1,892,630	1,640,228
	2019	2020	2021	Media	Desv, est,	N	
EUROPA	2,048,341	1,832,450	1,686,350	1,977,747	2,250,956	1.090	
Orient. Banca	2,108,043	1,865,603	1,740,762	2,385,157	2,323,957	440	
Orient. Mercado	1,719,977	1,651,211	1,383,195	1,663,064	977,143	650	

En el Panel A se proporciona la remuneración, en media, de los miembros del consejo de administración y en el Panel B, el porcentaje medio de la proporción de mujeres directivas sobre el total del consejo. Para ambos paneles los datos dispuestos cubren cada uno de los años analizados, así como la media y la desviación estándar de la muestra completa.

3.2.2. Variables explicativas de la Remuneración del Consejo en empresas sostenibles europeas

La descripción de cómo se han elaborado las variables explicativas se encuentra en la [Tabla 2](#) y sus estadísticos descriptivos en la [Tabla 3](#).

Estos primeros resultados procedentes de los estadísticos descriptivos para las empresas sostenibles europeas (véase [Tabla 3](#)) cuyos países se orientan a la banca presentan los valores más elevados en media en los siguientes aspectos. En primer lugar, el nivel de competencias específicas del consejo sobre los conocimientos del sector (COMPESP: [Al-Shaer et al., 2023](#)) alcanza un 49,44%, siendo la independencia de sus consejos (INDCON: [Lim y Yen, 2011](#)) del 68,27%.

Tabla 2. Descripción de las variables

Parámetros	Descripción	Signo esp.
Variable Dependiente		
REMCON	Remuneración del Consejo de Administración: Remuneración total de los miembros del Consejo en dólares estadounidenses.	
Variables Explicativas Principales		
COMPESP	Competencias Específicas del Consejo: Proporción de miembros del consejo que tienen conocimientos específicos del sector.	(+)
INDCON	Independencia del Consejo: Proporción de miembros independientes sobre el total de componentes del consejo.	(+)
DIVCULT	Diversidad Cultural del Consejo: Proporción de miembros del consejo que tienen un trasfondo cultural diferente de la ubicación de la sede corporativa.	(+)

Parámetros	Descripción	Signo esp.
Variable de Interacción		
CONSEJ	Gestión de las Consejeras en el Consejo: Proporción de mujeres ejecutivas sobre el total de componentes del consejo.	(-)
Variables Ficticias		
ORIENTFIN	Orientación a la Banca o al Mercado: Variable ficticia que toma el valor 1 si el país está orientado a la banca y 0, en caso contrario.	—
REGLEG	Régimen de Ley Civil o Ley Común: Variable ficticia que toma el valor 1 si el país se rige por el Derecho Civil y 0, en caso contrario.	—
Variables de control		
TAMFIRM	Tamaño de la Firma: Logaritmo natural del Activo Total.	(+)
TAMCON	Tamaño del Consejo: Número total de miembros del consejo de administración al final del ejercicio.	(+)
NUMREU	Número de reuniones del Consejo: Número de reuniones del consejo al año.	(+)
GOBCORP	Comité de Gobierno Corporativo: Variable ficticia que toma el valor 1 si la empresa dispone de comité de gobierno corporativo y 0, en caso contrario.	(+)
ENDEU	Endeudamiento: Cociente entre la deuda total y el valor global de la estructura financiera.	(-)
PERFIRM	Creación de Valor de la Firma: (Valor contable Activo total + Cap. bursátil empresa – Valor contable Acciones ordinarias – Activos diferidos a largo plazo) / Activo Total.	(+)

Por otro lado, la diversidad cultural del consejo (DIVCULT: [Zheng et al., 2012](#)) es del 42,89%, cuyo nivel de endeudamiento (ENDEU: [Cambrea et al., 2022](#)) arroja un coeficiente del 1,4083 y se crea valor (PERFIRM:

Tabla 3. Estadísticos descriptivos para las variables explicativas

Panel A. EUROPA											
N=1,090	CONSEJ	COMPESP	INDCON	DIVCULT	TAMFIRM	TAMCON	NUMREU	GOBCORP	ENDEU	PERFIRM	
Media	0,3126	34,1531	0,6189	0,3188	116.433	12,7687	9,9929	0,4336	1,1884	1,6150	
Desv. est.	0,1236	16,4029	0,2113	0,2365	322.794	3,6127	4,6817	0,4958	1,3884	1,7624	
Máximo	0,6429	90	1	1	2.877.698	30	43	1	10,0098	26,2185	
Mínimo	0	0	0	0	1.790	4	1	0	0	0,6121	
Jarque-Bera	24,456***	8,625***	10,628***	152,028***	39.390,78***	79,087***	2.460,858***	173,556***	8.630,621***	329,001***	
FAV ¹	3,7044	4,5499	2,9453	3,0172	2,6056	2,5597	2,6466	2,9549	2,9024	2,7219	
FAV ² (media)	—	5,2093	7,0805	6,0467	—	—	—	—	—	—	
Panel B. Orientación banca											
N=440	CONSEJ	COMPESP	INDCON	DIVCULT	TAMFIRM	TAMCON	NUMREU	GOBCORP	ENDEU	PERFIRM	
Media	0,3155	31,6223	0,6082	0,2998	132.526	13,0854	10,2865	0,4489	1,1501	1,5777	
Desv. est.	0,1265	15,4269	0,2215	0,2283	347.406	3,7146	4,6959	0,4976	1,3980	1,8644	
Máximo	0,6429	83,3333	1	1	2.877.698	30	39	1	10,0098	26,2185	
Mínimo	0	0	0	0	1.790	4	1	0	0	0,6394	
Jarque-Bera	30,899***	9,589***	5,093*	207,501***	23.745,32***	42,343***	1.102,079***	148,566***	7.513,703***	250.527,6***	
FAV ¹	3,7505	4,5085	3,0329	2,4651	2,6705	2,5058	2,6178	3,0594	3,0395	2,6755	
FAV ² (media)	—	5,7851	5,9432	7,235	—	—	—	—	—	—	
Panel C. Orientación mercado											
N=650	CONSEJ	COMPESP	INDCON	DIVCULT	TAMFIRM	TAMCON	NUMREU	GOBCORP	ENDEU	PERFIRM	
Media	0,2950	49,4401	0,6827	0,4289	26.533	10,8791	8,3355	0,3422	1,4083	1,8259	
Desv. est.	0,1027	13,6151	0,1162	0,2531	22.751	2,1114	4,2483	0,4761	1,3149	0,9862	
Máximo	0,6364	90	0,875	1	104.127	17	43	1	9,885	4,7363	
Mínimo	0,0909	0	0,3529	0,0833	2.635	7	1	0	0,1784	0,6121	
Jarque-Bera	2,383	30,462***	5,368*	5,087*	5,121*	7,623***	6.538,355***	26,046***	1.334,87***	22,625***	
FAV ¹	4,0848	4,8103	3,176	3,4717	2,5458	2,6508	2,7395	2,9048	2,8814	2,8481	
FAV ² (media)	—	7,4738	7,3591	7,032	—	—	—	—	—	—	

Esta tabla se presenta los estadísticos descriptivos típicos para las variables definidas para datos de panel de 2012-2021. Particularmente, TAMFIRM está en miles de unidades monetarias. Asimismo, también se proporciona el test de Jarque-Bera para contrastar la normalidad, y el Factor de Agradamiento de la Varianza (FAV) para diagnosticar la presencia/ausencia de multicolinealidad. Los valores de FAV se presentan tanto para las variables principales (FAV¹) como para los efectos de interacción de estas variables con GENDIV (FAV²); también se proporciona su valor medio.

***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1.

Grau-Grau y Bel-Oms, 2022; Pucheta-Martínez et al., 2018b) de 1,8259. En contraposición, los valores más destacados para los países orientados al mercado son, en media, que el tamaño de sus empresas, medido por sus inversiones en el activo (TAMFIRM: Bozhinov et al., 2021; Yadav y Prashar, 2023), es mucho mayor, esto es, 132.526€. Además, el tamaño de sus consejos (TAMCON: Campanella et al., 2021 es de 13,085, siendo el número de reuniones al año (NUMREU: Khemakhem et al., 2022) de 10,29 y el 44,89% de sus empresas cuentan con un comité de gobierno corporativo (GOBCORP: Grau-Grau y Bel-Oms, 2022).

Tal parece que los países orientados a la banca no solo cumplen en mayor grado con las cuotas de mujeres consejeras, sino que están más comprometidos a la hora de establecer consejos con un mayor grado de independencia cuyas empresas presentan una performance más elevada. Por otro lado, empresas de países orientados al mercado tienden a invertir más en activos, tener consejos más grandes y participar más en mejoras del buen gobierno.

3.3. Estimación del modelo

En esta sección se analizarán los determinantes de la retribución del CA (REMCON) de las 120 empresas sostenibles europeas que están incluidas en el índice *Euronext Vigeo Europe 120*, en función del efecto indirecto producido por la gestión de las consejeras. Se genera un panel de datos estático con 1.090 observaciones cuyas ventajas, entre otras, es tener en buena medida bajo control la heterogeneidad inobservable. Finalmente, la muestra está formada por 109 empresas perdiendo así 11 de ellas debido a que presentan datos erróneos, faltantes o extremos. De esta forma, se ha desechado aproximadamente el 9% de la muestra original.

La aproximación econométrica contrastar las hipótesis de trabajo, siendo la variable moderadora la gestión de las consejeras (CONSEJ), presenta la siguiente estructura:

$$\begin{aligned} \text{REMCON}_{jt} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{COMPESP}_{jt} + \alpha_2 \text{INDCON}_{jt} + \alpha_3 \text{DIVCULT}_{jt} \\ & + \alpha_4 \text{CONSEJ}_{jt} + (\alpha_5 \text{COMPESP}_{jt} + \alpha_6 \text{INDCON}_{jt} \\ & + \alpha_7 \text{DIVCULT}_{jt}) * \text{CONSEJ}_{jt} + \alpha_8 \text{TAMFIRM}_{jt} \\ & + \alpha_9 \text{TAMCON}_{jt} + \alpha_{10} \text{NUMREU}_{jt} + \alpha_{11} \text{GOBCORP}_{jt} \\ & + \alpha_{12} \text{ENDEU}_{jt} + \alpha_{13} \text{PERFIRM}_{jt} + \eta_j + \lambda_t + \varepsilon_{jt} \end{aligned} \quad (1)$$

donde REMCON_{jt} representa la remuneración del consejo en € para la empresa j ($j=1, \dots, J$) en el período de tiempo t ($t=1, \dots, T$). Los α_j representan los valores estimados de regresión para: (i) las variables principales COMPEST, INDCON, DIVCULT y CONSEJ; (ii) las variables principales que interactúan con la gestión de las consejeras, GENDIV, (COMPESP*CONSEJ), (INDCON*CONSEJ) y (DIVCULT*CONSEJ); y (iii) las variables de control TAMFIRM, TAMCON, NUMREU, GOBCORP, ENDEU y PERFIRM. η_j es la heterogeneidad inobservable que surge de la existencia de una serie de efectos individuales difíciles de observar. Busca capturar las distintivas cualidades de cada compañía, que abarcan características sectoriales, aunque se consideran constantes (como las habilidades de los directivos: capacidad de gestión, destrezas personales, etc.), junto con los efectos singulares de la industria (tales como barreras de entrada o condiciones de mercado). La mayor complicación reside en la incapacidad de cuantificarlos de forma precisa debido a su naturaleza no observada. λ_t son variables ficticias que cambian con el tiempo, pero son las mismas para todas las empresas en cada uno de los

periodos considerados. De esta manera, el objetivo es abarcar los factores económicos (tasas de interés, precios, etc.) que están fuera del control de las empresas pero que pueden influir en sus elecciones financieras. Por último, ε_{jt} son las perturbaciones aleatorias.

Los coeficientes de los efectos de interacción miden cómo las variaciones en las variables principales afectan la retribución del consejo en relación con la gestión de las consejeras. Si el coeficiente de interacción es del mismo signo que el de la variable principal, el impacto de esa variable en la retribución del consejo aumenta a medida que aumenta la proporción de consejeras en el total del consejo. Por otro lado, si el coeficiente de la variable de interacción es de signo contrario al de la variable principal, el efecto directo de esa variable se reduce a medida que aumenta la proporción de consejeras en el consejo de administración.

Para profundizar en esta investigación se proponen cuatro variantes econométricas del modelo principal (1). El Modelo 1 que sólo incluye las variables de control. El Modelo 2 que incluye todas las variables principales junto con las variables de control. El Modelo 3 que añade la variable moderadora representativa de la gestión de las consejeras al modelo anterior. De esta forma se podrá cuantificar el incremento explicativo que estas variables ejercen sobre la variable clave moderadora. Finalmente, el Modelo 4⁷ que incluye todas las variables del modelo completo expresado en la ecuación (1). Con este nuevo modelo, se podrá analizar cómo la gestión de las consejeras afecta la retribución de los consejos en empresas europeas sostenibles, pero no de manera directa, sino a través de su interacción con otras variables principales. Esto permitirá confirmar si se cumplen las hipótesis establecidas en el marco teórico.

Estimamos el coeficiente de los parámetros y su significación mediante el Método Generalizado de los Momentos (GMM), incorporando variables instrumentales en la ecuación en primeras diferencias. Arellano y Bond (1991) implementaron este procedimiento y presentaron dos niveles de aplicación dependiendo de la naturaleza de la perturbación aleatoria. Si los residuos son homoscedásticos, la estimación GMM en una etapa será la más adecuada. Por otro lado, si hay heteroscedasticidad, el estimador de las variables instrumentales en una etapa seguirá siendo consistente, pero la estimación en dos etapas aumenta la eficiencia. Esta metodología permite controlar con bastante éxito los problemas de endogeneidad que puedan surgir, ya que las perturbaciones aleatorias que afectan a las decisiones a nivel de creación de valor también pueden afectar a otras características de la empresa (Ullah et al., 2018).

Se proponen algunos contrastes (véase la parte inferior de las Tablas 4 y 5) para verificar la validez del procedimiento. En primer lugar, se realiza el contraste de ausencia de correlación serial de segundo orden de Arellano y Bond (1991) para comprobar la consistencia de las estimaciones. En segundo lugar, también se contrasta sobre identificación de restricciones para comprobar la ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error (Sargan, 1958).

⁷En el Modelo 4 y sólo para la muestra global, EUROPA, se añaden además dos variables ficticias relacionadas con la orientación financiera (ORIENTFIN) o la regulación legal (REGLEG). En el primer caso hace referencia a si la orientación hacia la banca o hacia el mercado es determinante de la remuneración del CA. De igual forma, la segunda ficticia analiza si regirse por la Ley civil o común, también determina la remuneración del consejo para las empresas sostenibles europeas.

4. Resultados y discusión

4.1. Análisis de la gestión de las consejeras en la muestra completa

Tras analizar los primeros resultados (véase [Tabla 4: Modelo 3](#)) se puede corroborar que la gestión directa realizada por las consejeras (CONSEJ) es significativa (al 1 %) e influye negativamente sobre la remuneración a los miembros del CA, en línea con [García-Meca \(2016\)](#). Por tanto, la tarea supervisora que desempeña la mujer ejecutiva está ejerciendo como instrumento crucial que supervisa y controla que esta remuneración no sea abusiva.

Cuando se analiza el Modelo 4 que incluye todas las variables objeto de estudio, se identifica que la gestión de las consejeras deja de ser significativa y pasa a serlo la independencia del consejo (INDCON) (al 1 %) con un efecto positivo sobre la remuneración del consejo, tal y como indican [Fernandes \(2008\)](#), [Andreas et al. \(2010\)](#) y [Goh y Gupta \(2016\)](#).

Estos primeros hallazgos son reveladores y proporcionan información importante que cabe analizar con detenimiento. En primer lugar, una vez se incorporan en el modelo de regresión los efectos de interacción, Modelo 4, la gestión de las consejeras (CONSEJ) deja de ser relevante y, en cambio, la interacción de ésta con la independencia del consejo (INDCON*CONSEJ) pasa a serlo (al 1 %) con un efecto negativo. Esto revela que este efecto de interacción (indirecto) embebe el efecto producido por la gestión de las consejeras de manera directa o asilada (CONSEJ). En consecuencia, la verdadera relevancia de la tarea supervisora desempeñada por las consejeras obedece al trabajo conjunto que realiza éstas con la independencia del consejo.

La tarea de supervisión que realizan las consejeras cuando gestiona actividades juntamente con los consejeros independientes, tiene un efecto negativo sobre la remuneración de este. Se confirma que la gestión de las consejeras contribuye activamente a controlar las actividades desempeñadas por la independencia del consejo que en un principio tiende a aumentar la retribución del consejo, produciéndose así el efecto contrario (o de compensación) lo que supone que esta retribución esté más controlada y se vuelva más moderada.

Por otro lado, la tarea supervisora de las consejeras cuando trabajan juntamente con los miembros del consejo con conocimientos específicos del sector (COMPESP*CONSEJ) y con la diversidad cultural (DIVCULT*CONSEJ) no influyen en la remuneración del consejo. Estos resultados difieren con el estudio elaborado por [Phua \(2012\)](#). Estas diferencias podrían explicarse debido a que la muestra que se aborda en este estudio, empresas sostenibles, agrupa un conjunto de empresas con unas características bastante diferenciadoras y es que cumplen en gran medida con los principios ASG lo que las incluye en un índice que así las reconoce. [Uribe-Bohorquez et al. \(2019\)](#) evidencian que las consejeras están influenciadas por los valores culturales de la sociedad de la que forman parte para tomar decisiones. En este sentido, los autores evidenciaron que las consejeras adoptan estereotipos masculinos en contextos culturales caracterizados por individualismo, masculinidad, evitar la incertidumbre, distancia de poder y orientación a corto plazo, por lo que es diferente al comportamiento femenino. Estos resultados están en línea de los obtenidos por [Pucheta-Martínez et al. \(2021b\)](#) quienes sugieren que las empresas están influenciadas por aspectos culturales, ya que no están separadas de su contexto, sino que interactúan con su entorno a través de relaciones con las partes interesadas. Por tanto, la influencia del contexto cultural puede que lleve a las consejeras actuar en un estereotipo masculino, menos

Tabla 4. Determinantes de la remuneración del consejo para Europa (N=1,090)

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Variables Principales				
c	3,8715*** (0,5311)	2,5705*** (0,6177)	2,5286*** (0,5338)	2,4031*** (0,5735)
CONSEJ			-1,0243*** (0,2157)	-0,0633 (0,7069)
COMPESP		0,0026 (0,0018)	0,0015 (0,0017)	-0,0083 (0,0067)
INDCON		0,0069 (0,1339)	0,0511 (0,1223)	1,0127*** (0,3616)
DIVCULT		0,2548* (0,1489)	0,2184 (0,1342)	0,1726 (0,6200)
Efectos Interacción				
COMPESP*CONSEJ				0,0246 (0,0213)
INDCON *CONSEJ				-2,5661*** (1,1737)
DIVCULT*CONSEJ				-0,0938 (2,3103)
Variables Ficticias				
ORIENTTFIN				-0,1783*** (0,0659)
REGLEG				0,1726*** (0,0608)
Variables Control				
TAMFIRM	0,1791*** (0,0601)	0,2886*** (0,0663)	0,3318*** (0,0597)	0,3265*** (0,0534)
TAMCON	0,0306*** (0,0081)	0,0265*** (0,0104)	0,0203** (0,0097)	0,0191** (0,0098)
NUMREU	0,0008 (0,0090)	-0,0019 (0,0109)	-0,0048 (0,0108)	-0,0066 (0,0108)
GOBCORP	-0,0389 (0,0502)	-0,0778 (0,0504)	-0,0644 (0,0465)	-0,0488 (0,0479)
ENDEU	0,0103 (0,0193)	-0,0133 (0,0212)	-0,0167 (0,0191)	-0,0164 (0,0182)
PERFIRM	-0,0001 (0,0103)	0,0502* (0,0289)	0,0839*** (0,0299)	0,0824*** (0,0291)
R ² ajustado	0,1774	0,2251	0,3132	0,3416
Contraste m2	0,805	0,795	0,742	0,708
Contraste de Sargan	91,57	91,75	95,31	98,12

Se presentan los resultados de la regresión en dos etapas mediante el MGM en primeras diferencias, descrito en la ecuación (1), en la que la variable dependiente es la remuneración del consejo de administración (REMCON) para las empresas europeas sostenibles incluidas en el índice Euronext Vigeo 120. Las variables principales son: CONSEJ (Gestión de las consejeras en el Consejo), COMPESP (Competencias Específicas del Consejo), INDCON (Independencia del Consejo), y DIVCULT (Diversidad Cultural del Consejo). Las variables ficticias son: ORIENTFIN (Orientación a la Banca o al Mercado), y REGLEG (Régimen de Ley Civil o Ley Común). Las variables de control son: TAMFIRM (Tamaño de la Firma), TAMCON (Tamaño del Consejo), NUMREU (Número de reuniones del Consejo), GOBCORP (Comité de Gobierno Corporativo), ENDEU (Endeudamiento), y PERFIRM (Performance de la firma). Entre paréntesis se dispone la desviación estándar. Como medidas de la bondad del ajuste, proponemos: R² ajustado, el contraste m2 de autocorrelación serial de segundo orden para los residuos, en primeras diferencias, distribuido asintóticamente como N(0,1) bajo la hipótesis nula de no correlación serial; y el contraste de Sargan que es una prueba de restricciones de sobre identificación distribuida asintóticamente con una Chi-cuadrado bajo la hipótesis nula de validez de los instrumentos.

***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1.

preocupado por la remuneración de los consejeros.

A la luz de estos primeros resultados, solo se puede corroborar el cumplimiento de la *Hipótesis 2* que afirma que la gestión de las consejeras podría actuar como instrumento de vigilancia sobre la remuneración del consejo cuando lidera las actividades que se desempeñan en el seno de la independencia del consejo. En cambio, la *Hipótesis 1* y la *Hipótesis 3*, se tienen que rechazar ya que no se cumplen dada la falta de significatividad estadística. Esta falta de significatividad

puede obedecer al hecho de que todavía existen muchos CA dentro de la empresa en los que la incorporación de las consejeras es muy débil. Estos resultados están en la línea de los obtenidos por Huang et al. (2020), quienes utilizan una muestra de empresas alemanas y evidencian que la presencia de consejeros en varios CA reduce la participación de consejeras.

Estos resultados están en línea con los obtenidos por Effiez et al. (2018) que evidencia la influencia de las consejeras en la remuneración de los consejeros, solo cuando existe un número mínimo tres consejeras. Podría ser el caso de los miembros que disponen de competencias específicas sobre el sector y que no quieren compartir sus conocimientos con las consejeras. Algo similar podría pasar con la diversidad cultural que en muchas ocasiones colisiona con la cada vez mayor presencia de la mujer supervisora en los consejos.

Estos primeros hallazgos no son concluyentes ya que la muestra global está formada por países con características muy diferentes. Hay que contemplar que existen dos grupos según la orientación financiera que podrían arrojar más luz y presentar resultados bien distintos.

4.2. *Análisis de la gestión de las consejeras según el sistema financiero se oriente a la banca o al mercado*

4.2.1. Orientación financiera en Europa

Tradicionalmente se considera que Europa continental es un sistema basado en los bancos, en contraste con los sistemas basados en el mercado que se encuentran en los países anglosajones. Aunque la distinción entre sistemas bancarios y de mercado se ha vuelto menos clara recientemente, a medida que los bancos se han ido orientando cada vez más hacia el mercado, el paradigma de los sistemas bancarios frente a los de mercado proporciona, pese a ello, un instrumento útil para comparar el desarrollo de los sistemas financieros y sus efectos sobre las prácticas de buen gobierno.

Es por ello por lo que el análisis se realiza para esta muestra completa y a su vez, separándola por países en función de que se orienten financieramente a la banca o al mercado de capitales (Demirgüç-Kunt y Levine, 2001). El motivo de acometer esta escisión es identificar estrategias corporativas relacionadas con el buen gobierno ajustadas precisamente a esta orientación. Finalmente, la submuestra de países orientados a la banca estará formada por: Alemania, Bélgica, España, Italia, Irlanda, Noruega, Portugal, Rumanía y Suecia. Estos países tienen grandes sectores bancarios y dependen menos de la financiación de mercado. En cambio, los países orientados al mercado de capitales serán: Dinamarca, Finlandia, Francia, Países Bajos, Reino Unido y Suiza. Los países de esta segunda agrupación tienen mercados de renta variable más desarrollados.

En consecuencia, esta investigación se extenderá reproduciendo el análisis del apartado anterior, pero ahora separando los países en función de la orientación financiera. De esta forma, se podrá verificar si el cumplimiento de las hipótesis que se han analizado para Europa en su conjunto se puede generalizar o no para todos los países que la integran.

4.2.2. Análisis empírico según la orientación financiera

En el modelo general de regresión para Europa se incluyen además dos variables ficticias (véase Tabla 5: Modelo 4) con la finalidad de identificar que influencia podría ejercer en la retribución del consejo el hecho de que los países se orienten financieramente a la banca o al mercado (ORIENTFIN) o se

rijan por Ley civil o común (REGLEG). Aunque ambas variables son significativas (al 1%), se decide escindir la muestra global europea en función de la orientación financiera, dado que, por su coeficiente, ejerce una influencia mucho mayor y, por tanto, más determinante⁸, entre otros aspectos.

La separación de los quince países de la muestra en función de la orientación financiera (Tabla 4) arroja resultados que no apoyan plenamente los obtenidos para Europa en su conjunto (Tabla 5) y, por tanto, influyen de manera firme en el cumplimiento de las hipótesis de trabajo enunciadas en el marco teórico. No obstante, el efecto directo ejercido por la gestión de las consejeras (CONSEJ) sigue desempeñando un papel relevante respecto a la supervisión y control de la remuneración den CA en función de la orientación financiera en el contexto de las empresas cotizadas sostenibles europeas.

Para los dos grupos estudiados (Tabla 5: Paneles A y B, Modelo 3) el efecto directo de la gestión de las consejeras (CONSEJ) proporciona un signo negativo y significativo (al 1%), pero solo para los países orientados a la banca, tal y como evidenció García-Meca (2016) para las empresas financieras españolas.

Estos resultados son muy reveladores ya que, en los países orientados al mercado de capitales, la tarea supervisora de las consejeras no contribuye en absoluto a controlar la remuneración de sus consejos de administración. Estos resultados están en línea con Papenfuß et al. (2018) en los que se evidencia que las iniciativas sobre la diversidad de género y la remuneración de los consejeros no están implementadas en los códigos de buen gobierno de países orientados al mercado como son Alemania o Países Bajos.

Por otro lado, y siguiendo el mismo patrón que para la muestra completa europea, al pasar del Modelo 3 al Modelo 4 (Tabla 5: Paneles A y B) deja de ser relevante la tarea desempeñada por las consejeras (CONSEJ) y en cambio, la independencia del consejo (INDCON) se perfila como un parámetro relevante que impacta positivamente en la remuneración de los miembros del consejo (Fernandes, 2008; Andreas et al., 2010; Goh y Gupta, 2016).

Paralelamente, el parámetro de interacción que analiza el efecto conjunto que produce la independencia del consejo y la gestión de las consejeras (INDCON*CONSEJ) es estadísticamente significativo (al 5%) y negativo, aunque solo para los países orientados financieramente a la banca, siendo totalmente irrelevante este efecto para los países orientados al mercado.

En consecuencia y solo para los países orientados a la banca, la tarea que desempeñan las consejeras moderando las actividades que desempeña la independencia del consejo, permite controlar la remuneración del consejo, estableciéndose así una medida reguladora que vigila que esta remuneración no sea desmesurada.

Por tanto, se puede corroborar el cumplimiento de la Hipótesis 2 al igual que para la muestra que engloba a todos los países europeos de la muestra y, se confirma que la orientación financiera es un factor determinante a la hora de establecer la remuneración del consejo. Esta hipótesis hacia especial hincapié en que los resultados podrían ser distintos según los países se orienten hacia la banca o hacia el mercado de capitales, como fuente principal de financiación.

Asimismo, y coincidiendo con la muestra global europea

⁸Otro motivo por elegir la orientación financiera es que las dos agrupaciones están constituidas por un número de países bien equilibrados y ello permite estimar el modelo sin problemas. En cambio, la agrupación según los países se rija por Ley civil o Ley común, está muy desproporcionada y ello ha provocado la presencia de problemas econométricos porque en uno de los grupos el número reducido de datos no permite estimar de manera óptima.

Tabla 5. Determinantes de la remuneración del consejo para Europa por grupos

	Panel A. Orientación banca (N=440)				Panel B. Orientación mercado (N=650)			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Variables Principales								
c	3,6538*** (0,5574)	2,0602*** (0,6511)	2,2683*** (0,5743)	2,1062*** (0,5967)	3,8907*** (0,4614)	3,2033*** (0,5755)	2,8321*** (0,6672)	2,5075*** (0,8843)
CONSEJ			-1,0008*** (0,2430)	-0,1622 (0,8153)			-0,3734 (0,3466)	0,2823 (3,5562)
COMPESP		-0,0014 (0,0019)	-0,0016 (0,0020)	-0,0084 (0,0077)		0,0078*** (0,0026)	0,0067*** (0,0028)	0,0044 (0,0159)
INDCON		0,0874 (0,1430)	0,1313 (0,1253)	0,7674*** (0,3718)		0,0004 (0,4615)	0,0154 (0,4564)	0,6204 (0,7748)
DIVCULT		0,1912 (0,2204)	0,1389 (0,1953)	0,6729 (0,6897)		0,2795** (0,1478)	0,2945** (0,1448)	-0,0061 (0,7011)
Efectos Interacción								
COMPESP*CONSEJ				0,0198 (0,0247)				0,0077 (0,0419)
INDCON*CONSEJ				-1,8318** (1,1477)				-2,0586 (3,3749)
DIVCULT*CONSEJ				-1,6936 (2,6341)				0,8919 (2,1614)
Variables Control								
TAMFIRM	0,1931*** (0,0641)	0,3458*** (0,0703)	0,3704*** (0,0651)	0,3569*** (0,0667)	0,1603*** (0,0492)	0,1948*** (0,0593)	0,2569*** (0,0871)	0,2664** (0,1391)
TAMCON	0,0346*** (0,0089)	0,0284** (0,0122)	0,0209* (0,0116)	0,0248** (0,0123)	0,0388*** (0,0126)	0,0348 (0,0274)	0,0206 (0,0315)	0,0256 (0,0520)
NUMREU	0,0032 (0,0112)	-0,0045 (0,0143)	-0,0117 (0,0133)	-0,0126 (0,0139)	0,0134* (0,0078)	0,0141** (0,0063)	0,0139** (0,0064)	0,0143*** (0,0058)
GOBCORP	-0,0614 (0,0572)	-0,0808 (0,0568)	-0,0654 (0,0531)	-0,0922* (0,0552)	0,0458 (0,0362)	-0,0539 (0,0506)	-0,0439 (0,0480)	-0,0353 (0,0492)
ENDEU	-0,0094 (0,0198)	-0,0260 (0,0229)	-0,0293 (0,0207)	-0,0275 (0,0207)	-0,0141 (0,0204)	-0,0203 (0,0380)	-0,0072 (0,0385)	-0,0161 (0,0361)
PERFIRM	-0,0013 (0,0092)	0,0474 (0,0372)	0,0655* (0,0365)	0,0637** (0,0348)	0,0582*** (0,0141)	0,0247 (0,0346)	0,0339 (0,0358)	0,0326 (0,0393)
R ² ajustado	0,1879	0,2536	0,3293	0,3464	0,5071	0,4963	0,5277	0,4854
Contraste m2	0,981	0,932	0,863	0,805	0,775	0,758	0,735	0,739
Contraste de Sargan	65,76	67,83	67,11	69,13	69,58	69,83	70,87	84,45

analizada en el apartado anterior, los efectos de interacción que analizan el efecto de la gestión de las consejeras cuando de manera conjunta trabajan con los miembros que manifiestan competencias específicas sobre conocimientos amplios sobre el sector (COMPESP*CONSEJ), así como con la diversidad cultural (DIVCULT*CONSEJ), no contribuyen a explicar el proceso de conformación de la remuneración del CA. Por tanto, se debe rechazar tanto la *Hipótesis 1* como la *Hipótesis 3*.

Se verifica que la orientación financiera es una característica muy relevante a la hora de establecer estrategias de buen gobierno para establecer protocolos para vigilar que la retribución del consejo esté dentro de unos parámetros aceptables. Así como la relevancia de la tarea supervisora de las consejeras, pero no para todos los países europeos analizados, sino solo para aquellos que acudan a la banca para financiar su actividad económica, en línea con [Ezeani et al. \(2021\)](#) que argumentan que las empresas situadas en economías orientadas a la banca tienen menor protección hacia los inversores y menos transparencia, por lo que las consejeras podrán realizar mejor su función de supervisión. En esta línea, utilizando una muestra de empresas de España e Italia orientadas a la banca, [De Masi et al. \(2021\)](#) establece que los CA realizan una mayor supervisión de las empresas cuando poseen un porcentaje de consejeras del 33 %.

5. Conclusiones

El objetivo de este trabajo es analizar el impacto que ejerce la tarea supervisora de las consejeras dentro de los CA en la remuneración de los consejos de las empresas europeas sostenibles incluidas en el índice *Euronext Vigeo Europe 120*. Se utiliza un panel de datos estático que cubre el período de 2012 hasta 2021, por una parte, para quince países europeos y, por otra parte, para dos agrupaciones según su orientación financiera sea a la banca o al mercado de capitales.

Este trabajo aporta un gran valor incremental tanto en materia de investigación como para la práctica empresarial ya que, en primer lugar, aporta pruebas firmes sobre el impacto ejercido por la tarea supervisora de las consejeras sobre la remuneración del consejo en un contexto totalmente nuevo como son las empresas europeas sostenibles. Sobre todo, se analiza el efecto de la tarea supervisora de las consejeras liderando las actividades realizadas juntamente con los miembros del consejo con competencias específicas sobre conocimientos del sector, así como con la independencia del consejo y la diversidad cultural de este; todo ello en como impacta en la remuneración del consejo. En segundo lugar, se profundiza en este estudio analizando estos efectos en función de que los países analizados se orienten financieramente a la banca (Alemania, Bélgica, España, Italia, Irlanda, Norue-

ga, Portugal, Rumanía y Suecia) o al mercado de capitales (Dinamarca, Finlandia, Francia, Países Bajos, Reino Unido y Suiza). La finalidad es centrar el análisis y así establecer estrategias y políticas corporativas bien encaminadas en función de la orientación financiera, ya que existen diferencias notables en las remuneraciones, las inversiones y los ingresos por cápita (Chakraborty y Ray, 2006). Finalmente, este estudio aborda cuestiones de candente interés como es investigar los efectos de la buena gobernanza en empresas sostenibles europeas. Sin lugar a duda, se trata de una cuestión poco abordada en la literatura, así como en el ámbito empresarial, y supone una laguna muy interesante para estudiar con el fin de arrojar luz sobre este campo.

Los primeros resultados son muy relevadores y señalan que el liderazgo directo ejercido por las consejeras a nivel europeo reduce la remuneración del consejo y, por tanto, se pueden perfilar como un mecanismo que vigila que estas compensaciones sean mucho más moderadas, siguiendo las perspectivas de la administración, psicología y sociología en la que las consejeras tienen un perfil más conservador, averso al riesgo y ético. Al analizar con mayor profundidad este efecto en función de la orientación financiera se obtienen hallazgos bien distintos y, en consecuencia, no generalizables para todos los países abordados. Efectivamente, este efecto ejercido por las consejeras sólo se cumple los para países que financian su actividad económica a través de los bancos, ya que para los países orientados al mercado este efecto no es determinante. Las evidencias obtenidas para los países que recurren al mercado de capitales como fuente de financiación principal, se podrían explicar, por un lado, por la escasa representatividad que todavía hoy por hoy tiene la mujer ejecutiva en los CA aunque las empresa demandan más consejeras (Nadeem, 2020) y, en segundo lugar, por tratarse de una muestra muy específica escasamente analizada en la literatura y que son las empresas sostenibles europeas.

Otros de los hallazgos importantes y que matiza la relevancia del liderazgo de las consejeras se deriva del análisis del efecto indirecto producido por la tarea que realizan juntamente las consejeras y los consejeros independientes del consejo. A priori, la independencia contribuye a que la remuneración del consejo aumente, en línea con la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976), pero en el momento en que las consejeras lideran las decisiones que se toman desde la independencia del consejo, la remuneración de este se vuelve mucho más moderada, las consejeras actúan de manera más prudente en asuntos relacionados con la remuneración del consejo. En consecuencia, la tarea supervisora de las consejeras se convierte en una herramienta que compensa el efecto directo producido por la independencia del consejo y a su vez, se convierte en un instrumento que controla y supervisa la remuneración del consejo evitando así que el mismo perciba una compensación abusiva.

De esto último se desprende que el efecto reductor que ejercen las consejeras en la remuneración del consejo, no se debe a las gestiones que de forma directa ejercen, si no que se debe a las tareas que se realizan conjuntamente estas con los miembros que integran la independencia del CA, en línea con la perspectiva de la administración, la psicología y la sociología. Estos resultados confirman que las empresas se comportan diferente en los temas relacionados con la remuneración de los consejeros, cuando se incluyen mujeres en los CA. Esto es debido principalmente a que las mujeres son más adversas al riesgo y conservadoras, y que son más éticas en muchos puntos de vista que sus homólogos masculinos.

Finalmente, cabe destacar también que cuando las consejeras moderan de manera conjunta el desempeño realizado

por los miembros del consejo con conocimientos específicos del sector, así como con la diversidad cultural, no produce efecto relevante alguno sobre la remuneración del consejo. Esto podría ser debido a que todavía existen muchos CA en los que la presencia de consejeras es muy baja.

Este estudio presenta varias implicaciones. En primer lugar, los resultados obtenidos pueden ser útiles para los responsables políticos a la hora de regular la composición de los CA ya que deben tener en cuenta las características del consejo y la diversidad de género para influir en las remuneraciones de los consejeros de las empresas sostenibles europeas y orientadas a la banca. Además, deberían fomentar e incrementar el número de consejeras en las empresas europeas sostenibles porque su interacción con la existencia de consejeros independientes conduce a una menor remuneración de los consejeros. En segundo lugar, los resultados obtenidos pueden ser útiles para los inversores de las empresas europeas sostenibles, y en particular las consejeras, pueden ser determinantes para decidir si invertir en la empresa. Además, las partes interesadas de las empresas pueden mostrar mucho interés en saber qué características del consejo reducen las remuneraciones de los consejeros, y por tanto a las decisiones empresariales. En tercer lugar, los resultados conseguidos podrían motivar a otros investigadores a indagar sobre este tema, ampliando el análisis del papel supervisor de las consejeras en la relación existente entre otras características del consejo y las remuneraciones de los consejeros en empresas europeas sostenibles. Los resultados presentados en este estudio evidencian que la tarea de supervisión que realizan las consejeras cuando gestionan actividades junto con los consejeros independientes, tiende a reducir la remuneración del CA de las empresas sostenibles europeas y orientadas hacia la banca, lo que se justifica desde un punto de vista empírico, pero también desde un punto de vista teórico, dado que las mujeres son más conservadoras, éticas y adversas al riesgo que sus homólogos masculinos.

Este estudio presenta varias limitaciones de las que se desprenden futuras líneas de investigación. En primer lugar, la muestra está compuesta por 120 empresas europeas y sostenibles que cotizan en el índice *Euronext Vigeo Europe 120* para el período comprendido entre 2012 y 2021. Sin embargo, no hemos considerado los factores institucionales que podrían afectar a la remuneración de los consejeros. Por esta razón, sería conveniente analizar la influencia de las características del consejo (habilidades específicas, independencia y diversidad cultural del consejo) en la remuneración de los consejeros, considerando variables como la concentración de la propiedad o la propiedad institucional. En segundo lugar, este estudio se basa en el estudio de la remuneración total de los consejeros. Así pues, sería interesante analizar las mismas variables considerando que parte es fija o variable, si hay incentivos, o si los consejeros perciben acciones. En tercer y último lugar, se podría considerar los determinantes legales de los países en función de que se rijan por la ley común o por la ley civil. Esto permitiría escindir la muestra global europea en estos dos grupos y identificar estrategias corporativas concretas en función de estos.

Conflicto de intereses

Los autores declaran no tener ningún conflicto de intereses.

Financiación

Esta investigación no ha recibido ninguna subvención específica de organismos de financiación de los sectores público, comercial o sin ánimo de lucro.

Referencias

- Agrawal, A., y Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397. <https://doi.org/10.2307/2331397>
- Ain, Q. U., Yuan, X., Javaid, H. M., Usman, M., y Haris, M. (2020). Female directors and agency costs: Evidence from Chinese listed firms. *International Journal of Emerging Markets*, 93, 139-150. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-10-2019-0818>
- Ain, Q. U., Yuan, X., Javaid, H. M., Zhao, J., y Xiang, L. (2021). Board gender diversity and dividend policy in Chinese listed firms. *Sage Open*, 11(1), 2158244021997807. <https://doi.org/10.1177/2158244021997807>
- Al-Shaer, H., Kuzey, C., Uyar, A., & Karaman, A. (2023). Corporate strategy, board composition, and firm value. *International Journal of Finance & Economics*, 1-26. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2827>
- Allen, F., Gu, X. y Kowalewski, O. (2017). Financial Structure, Economic Growth and Development. Working Paper Series 2017-ACF-04. IESEG School of Management. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3035298
- Alzeban, A. (2021). CAE Remuneration and Financial Reporting Quality: Remuneración del Director Ejecutivo de la Auditoría y Calidad de la Información Financiera. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 24(1), 90-103. <https://doi.org/10.6018/rcsar.367981>
- Ammer, M. A., y Ahmad-Zaluki, N. A. (2014). Absolute forecast errors of earnings in Malaysian IPO prospectuses: The impact of ethnic diversity. *Jurnal Teknologi*, 68, 97-104. <https://doi.org/10.11113/jt.v68.2954>
- Andreas, J. M., Rapp, M. S., y Wolff, M. (2010). Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data. *Review of Managerial Science*, 6(1), 33-79. <https://doi.org/10.1007/s11846-010-0048-z>
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economics Studies*, 58, 277-97. <https://www.jstor.org/stable/2297968>
- Barontini, R. y Hill, J. G. (2023). Sustainability and Executive Compensation. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 747/2023, Monash University Faculty of Law Legal Studies Research Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4671966>
- Bear, S., Rahman, N., y Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207-221. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0505-2>
- Bebchuk, L. A., Fried, J., y Walker, D. (2002). Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *The University of Chicago Law Review*, 69(3)751-846. <https://doi.org/10.2307/1600632>
- Benkraiem, R., Hamrouni, A., Lakhal, F., & Toumi, N. (2017). Board independence, gender diversity and CEO compensation. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 17(5), 845-860. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2017-0027>
- Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., y Nekhili, M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters? *Journal of Banking & Finance*, 88, 267-291. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.010>
- Berges, A., López, A. y Rojas, F. (2019). Banking-versus market-oriented financial systems: Questioning the European-US paradigm. *FUNCAS SEFO*, 8(4). https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS/_SEFO/044art06.pdf
- Bozhinov, V., Joecks, J., & Scharfenkamp, K. (2021). Gender spillovers from supervisory boards to management boards. *Managerial and Decision Economics*, 42(5), 1317-1331. <https://doi.org/10.1002/mde.3311>
- Boyd, B. K., Haynes, K. T., y Zona, F. (2011). Dimensions of CEO—board relations. *Journal of Management Studies*, 48(8), 1892-1923. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00943.x>
- Brick, I. E., Palmon, O., y Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005>
- Burns, N., Kapalczynski, A., y Wald, J. K. (2021). Independent director compensation, corruption, and monitoring. *Financial Review*, 56(1), 5-28. <https://doi.org/10.1111/fire.12232>
- Cambrea, D. R., Tenuta, P., & Vastola, V. (2020). Female directors and corporate cash holdings: monitoring vs executive roles. *Management Decision*, 58(2), 295-312. <https://doi.org/10.1108/MD-11-2018-1289>
- Cambrea, D., Paolone, F., & Cucari, N. (2022). Advisory or monitoring role in ESG scenario: Which women directors are more influential in the Italian context? *Business Strategy and the Environment*, 1-16. <https://doi.org/10.1002/bse.3366>
- Campanella, F., Serino, L., Crisci, A., & D'Ambra, A. (2021). The role of corporate governance in environmental policy disclosure and sustainable development. Generalized estimating equations in longitudinal count data analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28, 474-484. <https://doi.org/10.1002/csr.2062>
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., y Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396-414. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., y Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Carter, C. B., y Lorsch, J. W. (2003). *Back to the drawing board: Designing corporate boards for a complex world*. Harvard Business Press. <https://www.hbs.edu/faculty/>

- [Pages/item.aspx?num=13501](#)
- Chakraborty, S., y Ray, T. (2006). Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis. *Journal of Monetary Economics*, 53(2), 329-350. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.01.003>
- Chen, C., & Hassan, A. (2022). Management gender diversity, executives compensation and firm performance. *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(1), 115-142. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-05-2021-0109>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2021). Informes de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas. Madrid. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IARC/_2021.pdf
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Cordeiro, J.J., He, L., Conyon, M. y Shaw, T.S. (2013). Informativeness of performance measures and Chinese executive compensation. *Asia Pacific Journal of Management*, 30 (4), 1031-1058. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10490-013-9353-9>
- Das, C., y Mohanty, S. (2018). Does executive remuneration and firm life cycle ensure regular dividend payments: A panel data analysis in India. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(2), 1-9. <https://www.abacademies.org/articles/does-executive-remuneration-and-firm-life-cycle-ensure-regular-dividend-payments-a-panel-data-analysis-in-india-7234.html>
- De Matos, I. S. (2022). *ESG and Executive Remuneration*. In: The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance (pp. 287-303). Cham: Springer International Publishing. <http://www.springer.com/9783030994686>
- De Masi, S., Somka-Gobiowska, A., & Paci, A. (2021). Women on boards and monitoring tasks: an empirical application of Kanter's theory. *Management Decision*, 59(13), 56-72. <https://doi.org/10.1108/MD-10-2019-1450>
- Demirgüç-Kunt, A., y Levine, R. (2001). *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*. In: Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development, Eds: A. Demirguc-Kunt and R. Levine. Cambridge, MA: MIT Press: 81-140. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2143>
- Effiezal, W., Madah, M., Jaafar, S. B., y Masron, T. A. (2018). Board diversity and total directors' remuneration: evidence from an emerging market. *Pacific Accounting Review*, 30(2), 243-272. <https://doi.org/10.1108/PAR-02-2016-0021>
- Esa, E., y Zahari, A. R. (2016). Corporate social responsibility: Ownership structures, board characteristics & the mediating role of board compensation. *Procedia Economics and Finance*, 35, 35-43. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)00007-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)00007-1)
- EU Commission. (2004). Fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies, Brussels. https://www.fep.up.pt/disciplinas/pgaf924/PGAF/CE/_DirectorsPay/_recommendation.pdf
- Eweje, G., y Brunton, M. (2010). Ethical perceptions of business students in a New Zealand university: do gender, age and work experience matter? *Business Ethics: A European Review*, 19(1), 95-111. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2009.01581.x>
- Ezeani, E., Salem, R., Kwabi, F., Boutaine, K., y Komal, B. (2021). Board monitoring and capital structure dynamics: evidence from bank-based economies. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-26. <https://doi.org/10.1007/s11156-021-01000-4>
- Fedaseyeu, V., Linck, J., y Wagner, H. (2018). Do qualifications matter? New evidence on board functions and director compensation. *Journal of Corporate Finance*, 48, 816-839. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.009>
- Fernandes, N. (2008). EC: Board compensation and firm performance: The role of "independent" board members. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 30-44. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2007.02.003>
- Ferrarini, G. Moloney, N. y Ungureanu, M.C. (2009). Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis (June 9, 2009). ECGI - Law Working Paper No. 126/2009. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418463>
- García-Izquierdo, A. L., Fernández-Méndez, C., & Arrondo-García, R. (2018). Gender diversity on boards of directors and remuneration committees: The influence on listed companies in Spain. *Frontiers in Psychology*, 9, 1351. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2018.01351>
- García-Meca, E. (2016). Political connections, gender diversity and compensation policy. *Review of Managerial Science*, 10, 553-576. <https://doi.org/10.1007/s11846-015-0167-7>
- García-Meca, E., & Palacio, C.J. (2018). Board composition and firm reputation: The role of business experts, support specialists and community influential. *BRQ Business Research Quarterly*, 21(2), 111-123. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.01.003>
- García-Sánchez, I. M., Aibar-Guzmán, C., Núñez-Torrado, M., & Aibar-Guzmán, B. (2023a). Women leaders and female same-sex groups: The s This reference is not cited in the main text.ame 2030 Agenda objectives along different roads. *Journal of Business Research*, 157, 113582. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.113582>
- García-Sánchez, I. M., Uribe Bohorquez, M. V., Aibar-Guzmán, C., & Aibar-Guzmán, B. (2023b). The COVID-19, a crossroads for female directors. *Management Decision*. <https://doi.org/10.1108/MD-06-2023-0953>
- Gatley, S. y Lassem, R. (1995). Enhancing the competitive advantage 446.
- Goh, L., y Gupta, A. (2016). Remuneration of non-executive directors: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48(3), 379-399. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.05.001>
- Grau-Grau, A., y Bel-Oms, I. (2022). Do board subcommittees boost European firm value? The moderating role of gender diversity on boards. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 31(4), 1014-1039. <https://doi.org/10.1111/beer.12470>
- Hambrick, D., Cho, T., y Chen, M. (1996). The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves. *Administrative Science Quarterly*, 41, 659-684. <https://doi.org/10.2307/2393871>
- Hendry, K., y Kiel, G. C. (2004). The role of the board in firm strategy: Integrating agency and organisational control perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 500-520. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00390.x>
- Hermalin, B. E., y Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 101-112. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2009.01581.x>

- 10.2307/3665716
- Hernandez, M. (2012). Toward an understanding of the psychology of stewardship. *Academy of management review*, 37(2), 172-193. <https://doi.org/10.5465/amr.2010.0363>
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., y Harris, I. (2002). Women and racial minorities in the boardroom: How do they differ? *Journal of Management*, 28, 747-763. <https://doi.org/10.1177/014920630202800603>
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., y Paetzold, R. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235-255. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00179>
- Huang, J., Diehl, M. R., & Paterlini, S. (2020). The influence of corporate elites on women on supervisory boards: Female directors' inclusion in Germany. *Journal of Business Ethics*, 165, 347-364. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04119-6>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., y Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Johnson, S.G., Schnatterly, K., y Hill, A.D. (2013). Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics. *Journal of Management*, 39 (1), 232-262. <https://doi.org/10.1177/0149206312463938>
- Khemakhem, H., Arroyo, P., & Montecinos, J. (2022). Breaking the glass ceiling for a sustainable future: the power of women on corporate boards in reducing ESG controversies. *Journal of Management and Governance*, 27, 1397-1422. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09658-1>
- Khan, I., Khan, I., y Saeed, B. B. (2019). Does board diversity affect quality of corporate social responsibility disclosure? Evidence from Pakistan. *Corporate social responsibility and environmental management*, 26(6), 1371-1381. <https://doi.org/10.1002/csr.1753>
- Lemma, T. T., Mlilo, M., y Gwatidzo, T. (2020). Board remuneration, directors' ownership and corporate performance: The South African evidence. *International Review of Applied Economics*, 34(4), 491-511. <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1773654>
- Ley 2/2011 de 4 de marzo, de Economía Sostenible. <https://www.boe.es/eli/es/l/2011/03/04/2/con>
- Liew, C. Y., Ko, Y., Song, B. L., y Murthy, S. T. (2022). Directors' compensation, ownership concentration and the value of the firm: evidence from an emerging market. *Journal of Industrial and Business Economics*, 49(1), 155-188. <https://doi.org/10.1007/s40812-022-00210-8>
- Lim, B. L., y Yen, S. H. (2011). Agency problem and expropriation of minority shareholders. *Malaysian Journal of Economic Studies*, 48(1), 37-59.
- Liu, S., Wang, K. T., & Walpola, S. (2023). Female board representation and the adoption of corporate social responsibility criteria in executive compensation contracts: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 82, 101685. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101685>
- Mallin, C., Melis, A., y Gaia, S. (2015). The remuneration of independent directors in the UK and Italy: An empirical analysis based on agency theory. *International Business Review*, 24(2), 175-186. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.07.006>
- Man, C. K., & Wong, B. (2013). Corporate governance and earnings management: A survey of literature. *Journal of Applied Business Research*, 29(2), 391-418. <https://doi.org/10.19030/jabr.v29i2.7646>
- Magnan, M., St-Onge, S., & Gélinas, P. (2010). Director compensation and firm value: A research synthesis. *International Journal of Disclosure and Governance*, 7, 28-41. <https://doi.org/10.1057/jdg.2009.13>
- Martínez-Ferrero, J., Lozano, M. B., y Vivas, M. (2021). The impact of board cultural diversity on a firm's commitment toward the sustainability issues of emerging countries: The mediating effect of a CSR committee. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(2), 675-685. <https://doi.org/10.1002/csr.2080>
- Menozzi, A., Erbetta, F., Fraquelli, G., y Vannoni, D. (2014). The determinants of board compensation in SOEs: an application to Italian local public utilities. *Applied Financial Economics*, 25(3), 145-159. <https://doi.org/10.1080/09603107.2013.870649>
- Murphy, K. J. (1999). *Executive compensation*. *Handbook of Labor Economics*, 3, 2485-2563. [https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)
- Muth, M. M., y Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate governance: An international review*, 6(1).10.1111/1467-8683.00076
- Nadeem, M. (2020). Does board gender diversity influence voluntary disclosure of intellectual capital in initial public offering prospectuses? Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, 28(2), 100-118. <https://doi.org/10.1111/corg.12304>
- Neter, J., Wasserman, W., y Kutner, M. H. (1989). *Applied regression models*. Homewood, IL: Irwin. <https://www.ime.unicamp.br/~dias/John%20Neter%20Applied%20linear%20regression%20models.pdf>
- Osiichuk, D. (2021). Performance aside... The organizational and director-level determinants of boards' compensation. *Argumenta Oeconomica*, 46(1), 99-129. <https://doi.org/10.15611/aoe.2021.1.05>
- Papenfuß, U., Van Genugten, M., De Kruijf, J., y Van Thiel, S. (2018). Implementation of EU initiatives on gender diversity and executive directors' pay in municipally owned enterprises in Germany and The Netherlands. *Public Money & Management*, 38(2), 87-96. <https://doi.org/10.1080/09540962.2018.1407133>
- Pfeffer, J., y Salancik, G. (1978). *The external control of organizations: A resource-dependence perspective*. Harper and Row. <https://ssrn.com/abstract=1496213>
- Phua, F. T. (2012). Do national cultural differences affect the nature and characteristics of HRM practices? Evidence from Australian and Hong Kong construction firms on remuneration and job autonomy. *Construction Management and Economics*, 30(7), 545-556. <https://doi.org/10.1080/01446193.2012.682074>
- Pucheta-Martínez, M. C., Bel-Oms, I., y Gallego-Álvarez, I. (2022). Corporate social responsibility reporting and capital structure: Does board gender diversity mind in such association? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1-13. <https://doi.org/10.1002/csr.2437>
- Pucheta-Martínez, M. C., Bel-Oms, I. B., y Olcina-Sempere,

- G. (2018a). ¿Se comportan más éticamente las consejeras que los consejeros de las comisiones de auditoría respecto a la calidad de la información contable? *Revista de Contabilidad y Tributación*. CEF, 147-176. <https://doi.org/10.51302/rcyt.2018.4223>
- Pucheta-Martínez, M. C., Bel-Oms, I., & Olcina-Sempere, G. (2018b). Female institutional directors on boards and firm value. *Journal of Business Ethics*, 152(2), 343-363. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3265-9>
- Pucheta-Martínez, M. C., Gallego-Álvarez, I., y Bel-Oms, I. (2021a). Corporate social and environmental disclosure as a sustainable development tool provided by board subcommittees: Do women directors play a relevant moderating role? *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3485-3501. <https://doi.org/10.1002/bse.2815>
- Pucheta-Martínez, M. C., Gallego-Álvarez, I., & Bel-Oms, I. (2021b). Cultural environments and the appointment of female directors on boards: An analysis from a global perspective. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(2), 555-569. <https://doi.org/10.1002/csr.2065>
- Pucheta-Martínez, M. C., y Narro-Forés, C. (2014). The compensation committee and the remuneration of the directors. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 27(1), 46-74. <https://doi.org/10.1108/BJM-09-2022-0354>
- Rajan, R. y Zingales, L. (2003). Banks and Markets: The Changing Character of European Finance, CRSP Working Paper No. 546. <https://ssrn.com/abstract=391131>
- Ramon-Llorens, M. C., Garcia-Meca, E., y Pucheta-Martínez, M. C. (2021). Female directors on boards. The impact of faultlines on CSR reporting. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 12(1), 156-183. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07-2019-0273>
- Rodríguez-Ariza, L., Aceituno, J. V. F., & Rubio, R. G. (2014). El consejo de administración y las memorias de sostenibilidad. *Revista de contabilidad*, 17(1), 5-16. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2013.02.002>
- Sargan, J. D. (1958). The estimation of economics relationships using instrumental variables. *Econometrica*, 26, 393-415. <https://doi.org/10.2307/1907619>
- Setia-Atmaja, L., Haman, J., y Tanewski, G. (2011). The role of board independence in mitigating agency problem II in Australian family firms. *The British Accounting Review*, 43(3), 230-246. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2011.06.006>
- Shukeri, S. N., y D Alfordy, F. (2022). Female director in boardroom: Does it affect board compensation package and firm performance in Saudi Arabia?. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2057114. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2057114>
- Ullah, S., Akhtar, P., & Zaefarian, G. (2018). Dealing with endogeneity bias: The generalized method of moments (GMM) for panel data. *Industrial Marketing Management*, 71, 69-78. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2017.11.010>
- Ullah, I., Zeb, A., Khan, M. A., y Xiao, W. (2020). Board diversity and investment efficiency: Evidence from China. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(6), 1105-1134. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2020-000>
- Uribe-Bohorquez, M. V., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2019). Women on boards and efficiency in a business-orientated environment. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(1), 82-96.
- Vafeas, N. (2003). Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Financial management*, 53-70. <https://doi.org/10.2307/3666336>
- Van Knippenberg, D., De Dreu, C. K. W., y Homan, A. C. (2004). Work group diversity and group performance: An integrative model and research agenda. *Journal of Applied Psychology*, 89(6), 1008-1022. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.89.6.1008>
- Wincent, J., Anokhin, S., y Ortqvist, D. (2010). Does network board capital matter? A study of innovative performance in strategic SME networks. *Journal of Business Research*, 63 (3), 265-275. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.03.012>
- Yadav, P., & Jain, A. (2023). Sustainability disclosures and corporate boards: a stakeholder approach to decision-making. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(4), 1-21. <https://doi.org/10.1108/JAAR-10-2022-0279>
- Zhang, L. (2012). Board demographic diversity, independence, and corporate social performance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 12(5), 686-700. <https://doi.org/10.1108/14720701211275604>
- Zheng, Z., Sun, J., y Oliver, R. (2012). Cronyism of board culture and excess executive compensation. *Economic Research Journal*, 47(12), 111-124. <https://kns.cnki.net/>