

¿Es la corrupción un condicionante de la efectividad de la diversidad de género en la dirección empresarial? Una aplicación en el modelo de banca cooperativa

Is corruption a determinant of the effectiveness of gender diversity in business management? Application to co-operative banks

YAKIRA FERNÁNDEZ-TORRES¹
MILAGROS GUTIÉRREZ-FERNÁNDEZ¹
RICARDO J. PALOMO-ZURDO²
Universidad de Extremadura (España)
Universidad CEU-San Pablo (España)

Recibido el 19 de febrero de 2018, aceptado el 23 de enero de 2019

Publicado online el 17 de junio de 2019

Nº de clasificación JEL: M1, M2

DOI: 10.5295/cdg.180914yf

Resumen:

Este trabajo constituye una extensión de la literatura que estudia la relación entre diversidad de género en el ámbito directivo y rentabilidad empresarial, ya que se propone avanzar más allá de la medición de una posible relación directa entre ambas variables, a la vez que realiza una aplicación de la teoría institucional, todo ello particularizado para entidades financieras. Concretamente, se ha analizado la cuestión del género en la cúpula de las cooperativas de crédito españolas y su influencia en la rentabilidad de dichas entidades, no solo directamente sino a través de la relación con los socios y el nivel de endeudamiento, incluyendo la corrupción del entorno como posible condicionante de tales efectos indirectos. Tal alcance resulta novedoso respecto a las investigaciones existentes, caracterizadas por centrarse principalmente en una relación directa y por no tener en cuenta el contexto institucional, indicando la necesidad de poner el foco en posibles vías de influencia indirecta y en las instituciones como condicionantes de la calidad de la gestión empresarial. Para llevar a cabo el análisis, se estimarán ecuaciones dinámicas, tratando la endogeneidad mediante el Método Generalizado de los Momentos (MGM). Los hallazgos confirman la influencia indirecta de las medidas de género en la rentabilidad a través de los indicativos de relación con los socios y endeudamiento, potenciada cuando el nivel de corrupción en el entorno es menor.

1 Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Facultad de Empresa, Finanzas y Turismo. Avda. de la Universidad s/n, 10071. Cáceres (España). yakiraft@unex.es; mgutierrezf@unex.es

2 Departamento de Economía de la Empresa. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Calle Julián Romea, 23, 28003. Madrid (España). palzur@ceu.es

Palabras clave:

Consejos de administración, género, cooperativas de crédito, rentabilidad, corrupción.

Abstract:

This work is an extension of the literature that studies the relationship between gender diversity in the managerial posts and business profitability. It aims to advance beyond the measurement of a possible direct relationship between both variables in financial entities, applying the institutional theory. In particular, it focus in the senior executive team of Spanish credit cooperatives. The gender effect over the profitability of these entities will be evaluated through the relationship with their partners and with the level of indebtedness, including as a new variable the corruption of the environment as a possible conditioning factor. Such scope is novel with regard to existing research, characterized by focusing mainly on a direct relationship and for not taking into account the institutional context, indicating the need to focus on possible indirect influence and on institutions as quality determinants of business management. To carry out the analysis, dynamic equations will be estimated, treating endogeneity using the Generalized Method of Moments (GMM). The findings confirm the indirect influence of gender measures on profitability, which results enhanced when the level of corruption in the environment is lower.

Keywords:

Board of directors, gender, co-operative banks, profitability, corruption.

1. INTRODUCCIÓN

El debate sobre la importancia de la representación femenina en los órganos de gobierno de las compañías parece muy lejos de concluir. Ante el desequilibrio existente, basado en una clara subrepresentación de las mujeres, han surgido iniciativas como la propuesta de Directiva del Parlamento y Consejo Europeos, que establece un objetivo de ponderación mínima entre los directores no ejecutivos de las compañías cotizadas del 40% del género menos representado (Comisión Europea 2012).

En el caso de España, ámbito al que se ciñe este estudio, el porcentaje de mujeres en los consejos de administración de las empresas cotizadas en el IBEX 35 era del 20,3% en 2017 (Atrevia-IESE 2017). Asimismo, son pocos los consejos de empresas públicas que han alcanzado la igualdad de género entre sus representantes (Palá-Laguna y Esteban-Salvador 2016). Por consiguiente, las empresas españolas distan mucho, en general, de alcanzar la proporción del 40%, a pesar de la promulgación de la ley 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres, con la que se pretendía alcanzar dicha cuota para el año 2015. Si se analizan las posibles causas subyacentes a tales indicativos, el estudio de Mateos et al. (2011) para empresas españolas revela la existencia de discriminación.

Pese a la profusión de estudios sobre esta materia, es destacable que gran parte de la literatura se centra en medir una relación directa entre diversidad de género en el gobierno corporativo y desempeño empresarial, siendo ésta una posible razón subyacente a los resultados contrapuestos que han caracterizado los análisis empíricos existentes (Isidro y Sobral 2015). A su vez, dos posibles vías de influencia indirecta de la presencia de mujeres directivas en el resultado de la empresa se proponen en los trabajos de Orser et al. (2006) y Byoun et al. (2016), quienes sustentan que ésta condiciona la relación de la empresa con los accionistas y el endeudamiento, respectivamente. No obstante, conviene señalar que existen múltiples canales de influencia indirecta, como la política de retribuciones de la alta dirección (Lucas-Pérez et al. 2015).

Unido a lo anterior, si bien existen estudios que insisten, mediante la regulación desde las instituciones públicas, en la relevancia de continuar fomentando la diversidad de género en los consejos de administración de las empresas (Pucheta-Martínez y Bel-Oms 2015); según Breen y Gillanders (2012) el nivel de corrupción es el determinante más importante de la calidad regulatoria en el ámbito empresarial. Así, existe evidencia de que la corrupción es un condicionante significativo de la calidad de la gestión empresarial, tratándose de una relación negativa y robusta (Athanasouli y Goujard 2015). Sin embargo, son escasas las investigaciones que exploran el posible canal de acción de la corrupción en el desempeño de la empresa a través de las prácticas de gestión que en ésta se realizan. Además, aunque la teoría de la agencia ha sido empleada frecuentemente en las investigaciones sobre gobernanza corporativa, lo cierto es que resulta fallida para explicar las diferencias entre países, dada la existencia de entornos institucionales muy distintos (Aguilera y Jackson 2003), razón que justifica la realización de estudios con selección muestral a nivel de país.

Tras los argumentos anteriores, parece necesario encontrar evidencias que contribuyan a aclarar el papel de la diversidad de género en la gestión y en el resultado de la empresa, haciendo énfasis en las posibles vías de acción indirecta, como el endeudamiento y la relación con los accionistas, más que en una relación directa; así como tener en cuenta la influencia de la corrupción al determinar la calidad de la gestión empresarial.

En cuanto al ámbito de estudio de este trabajo, llama la atención que, dentro del conjunto empresarial español, las cooperativas de crédito tienen unas de las proporciones más altas de mujeres en sus consejos de administración (Mateos et al. 2010), a pesar de no estar obligadas a cuotas de género. Estas entidades se caracterizan por tener una serie de principios cooperativos (ICA 2015) y unas particularidades empresariales que facilitan a las mujeres el logro de sus metas y su ascenso en la escalera corporativa (Mateos et al. 2009). No obstante lo anterior, son escasos los trabajos que examinan la participación femenina en los órganos de gestión de las cooperativas de crédito españolas (Hernández et al. 2016) y sus consecuencias en el resultado de la gestión, siendo inexistentes si se trata de medir la influencia del contexto institucional en tal relación, además de que esta última cuestión constituye una carencia generalizada en la literatura científica existente (Post y Byron 2015).

En consecuencia, el objetivo de este trabajo es analizar el impacto de la diversidad de género en la rentabilidad del sector cooperativo de crédito español, no sólo directamente, sino tomando en consideración si tal repercusión se produce a través de la gestión de la rentabilidad financiera (RoE) y el apalancamiento financiero, a la vez que se estudiará si la corrupción del entorno constituye un condicionante significativo de ambos efectos. Hasta donde conocemos no existe trabajo similar, pues no solo se contemplan a la vez el papel que de modo directo e indirecto tienen la representación femenina y la diversidad de género de los consejos en el desempeño de las cooperativas de crédito españolas; sino que se añade un elemento novedoso, que es la inclusión de la corrupción como condicionante de la relación que se pretende medir, todo lo cual representa la contribución de esta investigación. Para alcanzar el objetivo propuesto, se estimará una ecuación lineal dinámica con un panel de 62 entidades mediante el MGM (Blundell y Bond 1998). Como principal conclusión, se obtiene que el impacto directo las variables de género en la rentabilidad resulta nulo, mientras que tal influencia se vuelve positiva y significativa a través del RoE y el apalancamiento, destacando el hecho de que este efecto se intensifica en ambos casos cuando el nivel de corrupción en el entorno es menor.

La estructura de este trabajo cuenta con seis apartados, incluida esta introducción. El segundo apartado aborda los fundamentos teóricos y las hipótesis de la investigación que se contrastarán en el estudio empírico. En la tercera sección se describen y se justifican las variables empleadas; la cuarta parte recoge la metodología utilizada, mientras que en la quinta se presentan y discuten los principales resultados obtenidos. Por último, se ofrecen las conclusiones del estudio realizado, así como sus principales limitaciones y propuestas de futuras investigaciones.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

2.1. Las mujeres en los consejos de administración y la rentabilidad empresarial

La literatura científica acumula numerosas evidencias que confirman que la rentabilidad de las empresas está condicionada a la composición de género de sus equipos gestores (Post y Byron 2015), debido a que la presencia de mujeres en los mismos determina su funcionamiento y gobernanza (Adams y Ferreira 2009). Concretamente, las mujeres muestran una probabilidad menor de inasistencia a las reuniones del consejo de administración y son más propensas a las actividades de monitorización que los hombres (Adams y Ferreira,

2009); a la vez que su influencia en la efectividad de los consejos de administración es significativa y positiva en el ámbito del control estratégico (Nielsen y Huse 2010). En esta línea, Harjoto et al. (2015) defienden el papel de la mujer en la fortaleza de la responsabilidad social corporativa en la empresa y Chen et al. (2016) documentan que la presencia de mujeres directivas juega un rol significativo en la reducción del riesgo asociado a la inversión en investigación y desarrollo.

Adicionalmente, es imprescindible tener en cuenta que los hombres y las mujeres pueden tener valores y prioridades diferentes, por lo que es de esperar que consejos más diversos en género se comporten de manera distinta (Adams y Funk 2012). Un ejemplo lo constituyen las actitudes hacia el riesgo, ya que la mujer muestra una posición más conservadora que el hombre (Bernasek y Shwiff 2001), o el estudio de Nielsen y Huse (2010), quienes confirman que las mujeres directivas reducen el nivel de conflicto en los consejos, justificado en su mayor sensibilidad y capacidad de resolución de desacuerdos. Unido a lo anterior, conviene destacar que en esta literatura es frecuentemente asumido un enfoque multidisciplinar, sustentado en la teoría de la agencia, de la dependencia de los recursos y de los grupos de interés (Reguera-Alvarado et al. 2017).

Haciendo referencia a la evidencia empírica que relaciona diversidad de género en el ámbito directivo y rentabilidad empresarial, es posible encontrar resultados que avalan una relación tanto positiva como negativa o nula (Isidro y Sobral 2015). Entre éstos, Carter et al. (2010) apoyan la teoría de la contingencia al hallar un vínculo no significativo, es decir, que la repercusión del género puede variar según el contexto y período analizados; resultados que también confirman Yeh y Trejos (2015). Respecto a los estudios que obtienen una relación negativa, podemos citar a Rodríguez-Domínguez et al. (2012), Darmadi (2013) o Ghosh (2017).

A pesar de lo anterior, son numerosos los trabajos que constatan una relación positiva entre ambas variables, como el de Singh et al. (2001), quienes encuentran que la presencia de mujeres directivas está asociada a las empresas más rentables. Para el caso de España, Campbell y Mínguez-Vera (2008) demuestran que, a mayor diversidad de género en los consejos de entidades no financieras cotizadas, más se potenciará la creación de valor para la empresa. Posteriormente, Rodríguez-Domínguez et al. (2012) hallan una relación positiva entre la proporción de mujeres consejeras y la rentabilidad de los activos (RoA) y el RoE, resultados que serían confirmados para el RoA por Liu et al. (2014) y García-Meca et al. (2015). Continuando con Low et al. (2015), éstos aportan un efecto positivo y significativo entre el número de mujeres consejeras y el RoE, condicionado a la cultura existente en torno a la mujer. Recientemente, Farag y Mallin (2017) demuestran que, si bien sus resultados avalan una influencia positiva en el RoA y el RoE del incremento de mujeres consejeras, esta relación es no lineal. Por último, con el fin de reconciliar los resultados contrapuestos existentes en la literatura, Post y Byron (2015), mediante un meta-análisis de 140 estudios realizados, concluyen que la representación femenina en los consejos está relacionada positivamente con la rentabilidad empresarial.

2.2. El género y el resultado empresarial: vías indirectas a través de la relación con los accionistas y del endeudamiento

La diversidad de género puede ser una variable importante en la alineación de intereses entre accionistas y gestores de la empresa, como lo demuestra el hecho de que la propor-

ción de mujeres directivas condiciona la política de pago de dividendos, siendo ésta la más importante cuestión financiera y económica que rige la relación entre gestores e inversores (Pucheta-Martínez y Bel-Oms 2015). Lo anterior se sustenta en razones como la mitigación de los problemas de agencia³ a través del control y la resolución de conflictos entre ambas partes (Jurkus et al. 2011), o que la diversidad de género puede ayudar al consejo en el entendimiento y la gestión de las relaciones con los accionistas, gracias a la aportación de perspectivas y opiniones variadas y políticas más receptivas (Hillman et al. 2001; Webb 2004), entre otras. Además, Byoun et al. (2016) constatan, no sólo que los consejos más diversos son más propensos a pagar dividendos, sino que también tienden a pagar más cantidad por este concepto que los órganos menos diversos. Por otra parte, Arayssi et al. (2016) argumentan que los consejos más diversos en género se traducen en mejores y más eficientes informes medioambientales, sociales y de gobernanza, lo que hace posible que la empresa transmita señales positivas a los grupos de interés sobre responsabilidad social corporativa, todo lo cual aumenta la riqueza de los accionistas al disminuir el riesgo de la empresa e impulsar su rendimiento.

Unido a lo anterior, la literatura acumula evidencias que hacen esperar que el endeudamiento de la empresa condicione su rendimiento, habiéndose mostrado tanto una relación positiva (Gomes y Schmid 2010) como negativa (Pamburai et al. 2015). A su vez, es posible encontrar estudios que constatan las importantes diferencias existentes entre hombres y mujeres respecto a las decisiones que ambos colectivos toman en el ámbito de las finanzas corporativas y de la inversión empresarial. Tal es el caso de Huang y Kisgen (2013), quienes concluyen que las mujeres directivas son menos propensas a la emisión de deuda que los hombres; y que el mercado percibe más altas rentabilidades esperadas sobre ofertas de deuda cuando el director ejecutivo de la entidad emisora es mujer, todo lo cual influye en la estructura de capital de la empresa, siendo tal disimilitud justificada en el exceso de confianza que caracteriza a los hombres frente a las mujeres en tales decisiones. Hernández-Nicolás et al. (2015), por su parte, avalan que la diversidad de género y la gestión asumida por una mujer están asociadas negativamente al nivel de deuda de la empresa, algo que explican en la mayor aversión al riesgo de las mujeres y las dificultades inherentes a los grupos más heterogéneos para llegar a acuerdos. Adicionalmente, son varias las investigaciones que comprueban las diferencias por género respecto a las actitudes hacia el riesgo, ya que la mujer muestra una posición más conservadora que el hombre (Bernasek y Shwiff 2001), aunque también destacan las divergencias en valores (Adams y Funk 2012), como la benevolencia y el universalismo, lo que sugiere que las decisiones en empresas con más mujeres directivas están más orientadas a los grupos de interés.

Por tanto, dados los fundamentos de la literatura hasta aquí indicados, se establece la primera hipótesis a contrastar en este estudio:

H1: La diversidad de género en los consejos de administración es un importante condicionante de la rentabilidad de las cooperativas de crédito españolas, tanto de manera directa como indirecta a través del fortalecimiento de los vínculos con los accionistas o propietarios y del nivel de endeudamiento.

3 Los problemas de agencia hacen referencia a los conflictos de intereses generados por la asimetría de información entre los propietarios de las empresas y sus gestores (Jurkus et al. 2011).

2.3. La corrupción y el resultado empresarial

Tal como manifestara North (1990), el marco institucional representa el conjunto de limitaciones, formales e informales, creadas por las personas con el objetivo de reducir la incertidumbre mediante el establecimiento de una estructura estable a la interacción humana, por lo que constituye un condicionante fundamental de la productividad de las actividades que los individuos realizan. Por tanto, en el estudio de la gestión estratégica y su impacto en el resultado empresarial, además de tener en cuenta las condiciones del sector y la disponibilidad de recursos de la organización, debe incorporarse el contexto institucional como elemento explicativo de las diferencias en el desempeño de las empresas, ya que es imprescindible tener en cuenta el entorno que limita las decisiones estratégicas que en éstas se toman (Peng et al. 2009). No obstante, es esencial enfatizar que, en el referido conjunto de limitaciones, las normas formales constituyen sólo una parte pequeña, siendo mucho más abundantes las informales, cuya importancia queda reflejada al condicionar éstas el resultado de las primeras (North 1990).

A su vez, dentro de las normas informales⁴, la corrupción puede ser un determinante importante de la calidad regulatoria en el ámbito empresarial (Breen y Gillanders 2012), repercutiendo en la eficiencia de las operaciones de empresas e individuos. En esta línea, Faría et al. (2013) comprueban que, a mayor corrupción, más compleja y menos transparente será la regulación de la actividad empresarial. Por su parte, Johnson et al. (2014) reflexionan sobre cómo la corrupción puede contribuir a reducir o aumentar el coste de la regulación para la empresa, según si ésta compensa o no el coste del acceso al servicio público, respectivamente. Adicionalmente, Dal Bó y Rossi (2007) defienden la asociación entre las empresas más ineficientes y los contextos más corruptos, explicado en que, ante tales circunstancias, se emplean más recursos para un mismo nivel de producción.

Entre los estudios que han mostrado el impacto de la corrupción en el resultado de la empresa, Dal Bó y Rossi (2007) concluyen que las firmas de países más corruptos emplean mayor cantidad de fuerza de trabajo para alcanzar un determinado nivel de producción. Posteriormente, Athanasouli y Goujard (2015) demuestran que las empresas pertenecientes a industrias con mayor dependencia contractual y que están ubicadas en regiones más corruptas tienen una más baja calidad de su gestión. Respecto al sector financiero, Kalyvas y Mamatzakis (2014), al medir el efecto de la regulación en la eficiencia de los bancos de la Unión Europea de los 27 países miembros y los condicionantes de tal relación, encontraron evidencia de que la corrupción representa un determinante importante de la misma. Por su parte, Andries et al. (2014), aunando a bancos comerciales de países de Europa Central y del Este, corroboran que un estricto control de la corrupción potencia el RoA y el RoE de estas entidades; resultados éstos similares a los que obtienen Munteanu y Brezeanu (2014), tomando las instituciones bancarias de las economías emergentes europeas que cotizan en bolsa. Sin embargo, Arshad y Rizvi (2013) encuentran que la corrupción impacta positivamente en el RoA de 10 bancos islámicos provenientes de países altamente corruptos, a partir de lo cual suponen que la prosperidad de estas entidades puede estar en connivencia con la corrupción del país.

4 Las instituciones informales se refieren a reglas compartidas socialmente (Helmke y Levitsky 2004).

Conforme a lo anterior, se concluye este apartado estableciendo la última hipótesis a contratar:

H2: La corrupción condiciona la rentabilidad de las entidades estudiadas, tanto directamente como indirectamente al establecer límites a la gestión de sus consejos, lo cual implica que determinará el posible efecto de la diversidad de género en los mismos.

3. SELECCIÓN Y DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES EMPLEADAS

La muestra que sustenta esta investigación abarca el sector de cooperativas de crédito españolas (62 entidades), durante el período 2000-2015. Se ha elaborado teniendo en cuenta las fusiones realizadas, habiéndose aunado la información para todos los años en tales casos y dejándose únicamente la entidad fusionada. Los datos se han obtenido de los anuarios estadísticos de la UNACC (Unión Nacional de Cooperativas de Crédito 2015).

La variable dependiente (*Rent*) será una medida de rentabilidad obtenida como la relación entre el beneficio neto y el activo total, la cual se ha utilizado en diversos trabajos de referencia en esta literatura (Adams y Ferreira 2009; Carter et al. 2010; Isidro y Sobral 2015; entre otros), particularmente en el ámbito de las entidades financieras (Rodríguez-Ruiz et al. 2016); si bien, conviene aclarar que no se corresponde con la ratio RoA, en su formulación clásica y habitual, dado que ésta se refiere a la relación entre el beneficio antes de intereses e impuestos y los activos de la empresa, es decir, representa la rentabilidad económica empresarial o resultado obtenido por la actividad de la empresa, sin tener en cuenta la incidencia de la composición de su estructura financiera, lo cual tiene como objetivo evitar la inclusión de las cargas financieras de la deuda si las hubiere. Al tomar en este trabajo el beneficio neto, el efecto del apalancamiento de la empresa está incluido en la rentabilidad, no siendo posible calcularlo de otro modo para las empresas del sector financiero, pues la estructura de sus cuentas anuales imposibilita el cálculo del RoA tradicional acorde a los datos disponibles; permitiendo así contar con una medida de rentabilidad comparable entre las entidades del sector y sin otras consecuencias sobre el análisis, dado que se trata de un estudio intrasectorial y con la particularidad de que se trata de entidades bancarias en las que habitualmente se llega a identificar esta rentabilidad como RoA aunque tomen el beneficio neto para el cálculo de la ratio. Adicionalmente, si bien la Q de Tobin es otra de las medidas de resultado empresarial comúnmente empleadas en los estudios sobre gobernanza, en este caso no es posible obtener el valor de mercado de los activos para su determinación, debido a que se trata de empresas no cotizadas; además de que existe evidencia de correlación estadística entre la Q de Tobin y la ratio RoA (Carter et al. 2010).

Respecto a las variables independientes, además de los retardos de la ratio de rentabilidad, se incluyen cuatro tipos: seis relativas al género, con el fin de contrastar la robustez de los resultados a diferentes indicativos, una de corrupción, cuatro magnitudes económico-financieras y dos medidas de las características de las entidades y sus consejos. Dentro de estas variables explicativas, cuatro se incluyen como variables de control y el resto son las de interés, pues su fin es el de responder a los objetivos del estudio.

Comenzando por las variables explicativas de interés, se emplearán:

- Variables de género:

Muj_Cons: proporción de mujeres consejeras, obtenida mediante el cociente entre el número de mujeres pertenecientes a los consejos y el número total de miembros del consejo. Para su determinación, se examinó el nombre de cada uno de los 13.746 consejeros del total de cooperativas, identificando cuántos de éstos eran mujeres. La inclusión de esta ratio se basa en su gran frecuencia de empleo en los estudios de género (Liu et al. 2014; entre otros) dada la importancia relativa del género en el análisis de los efectos de la diversidad (Rodríguez-Ruiz et al. 2016).

MujCons: número de mujeres consejeras. Se incluye sustentado en el razonamiento de Carter et al. (2010), ya que dos mujeres en un consejo pueden ejercer mayor influencia que una sola consejera, aunque en este segundo caso la proporción que representen respecto al total de consejeros sea superior a la del primero.

Blau: índice de *Blau* (1977), obtenido a partir de la expresión $B = 1 - \sum_{i=1}^n P_i^2$, donde P_i representa la proporción de mujeres consejeras en la entidad i . Este índice se ha empleado frecuentemente para analizar la diversidad de género en el consejo de administración de las entidades (Hernández et al., 2016; entre otros). Cuando más elevado es el valor del índice mejor diversificado estará el consejo de administración, indicando paridad entre géneros cuando alcance su máximo valor 0,5.

Dum1, *Dum3* y *Dum40*: con el fin de constatar la teoría de la masa crítica (Kristie 2011) y, siguiendo a Liu et al. (2014), así como considerando el 40% de ponderación mínima propuesto por el Parlamento y Consejo Europeos (Comisión Europea 2012), se construyen tres variables *dummies*. La primera tomará valor uno cuando haya como mínimo una mujer consejera y cero en caso contrario (*Dum1*), mientras que las restantes *Dum3* y *Dum40* tomarán valor uno cuando como mínimo existan 3 mujeres consejeras y cuando éstas representen al menos el 40% del total de miembros, respectivamente, siendo cero en caso contrario.

- Variables de corrupción:

Cc: índice Control de la Corrupción. Incluye percepciones sobre la medida en que el poder público es ejercido para la obtención de beneficios privados, así como la captura del Estado por élites e intereses privados, y cuyo rango de valores abarca de -2,5 a 2,5, indicando la peor y mejor puntuación, respectivamente (Kaufmann et al. 2015). Aunque el impacto de la corrupción ha sido muy estudiado a nivel macroeconómico, en el ámbito de la empresa está aún poco explorado, siendo una de estas aportaciones el estudio de Lewellyn y Bao (2017), quienes toman este índice como indicativo de incidencia de la corrupción en el país al que pertenece cada empresa en estudio.

- Variables económico-financieras:

RoE: rentabilidad de los recursos propios o de los propietarios, definida como el beneficio neto en proporción a los recursos propios de la entidad (capital y reservas). Si bien suele emplearse en esta literatura como variable dependiente (Rodríguez-Ruiz et al. 2016), se introduce como independiente al resultar un indicativo de la alineación de intereses entre la empresa y los propietarios, ya que mide cuánto beneficio genera la entidad por unidad monetaria invertida por los accionistas. Así, su inclusión permitirá comprobar el efecto indirecto del género en el RoA a través de la relación con los propietarios.

Apal: efecto apalancamiento financiero. Representa la proporción entre deuda y recursos propios de la entidad y su impacto en el RoE, pudiendo tener un efecto positivo (RoA

superior al coste de la deuda), nulo (si el RoA y el coste de la deuda son iguales) o negativo (coste de la deuda superior al RoA). Por tanto, esta variable indica el impacto del peso de la deuda sobre la rentabilidad de los recursos aportados por los propietarios. Dado que el endeudamiento es un condicionante importante del rendimiento empresarial (Pamburai et al. 2015) y que la presencia de mujeres en los órganos rectores de las empresas condiciona su endeudamiento (Hernández-Nicolás et al. 2015), la inclusión de este indicativo permitirá comprobar el efecto indirecto del género en el RoA a través del endeudamiento.

En cuanto a las variables de control, se hace referencia, en primer lugar, a la brecha financiera (*Brecha*), calculada como la relación entre los créditos y los débitos o depósitos de la entidad. Existe brecha cuando su valor es mayor que la unidad, lo cual indica que el volumen de créditos concedidos supera a los depósitos captados. Se trata, por tanto, de una medida importante para las entidades financieras, al caracterizar su modelo de negocio, pues mayor brecha financiera implica un modelo más activo, expansivo y apalancado que puede ser adecuado en épocas de bonanza económica, si bien aumenta la vulnerabilidad ante un cambio de ciclo económico. Por ello es esencial incorporarlo en épocas de inestabilidad económica o crisis (Gutiérrez-Fernández et al. 2013). Respecto al resto de variables, se han seleccionado tres comúnmente empleadas en este ámbito de investigación: activos totales medios (*Atm*), como indicativo del tamaño de la entidad (Darmadi 2013), número de miembros del consejo (*Crector*), para medir el tamaño del consejo rector (Liu et al. 2014) y edad de la entidad (*Antigüedad*), contando desde la más antigua en casos de fusiones (Low et al. 2015).

4. ESTRATEGIA EMPÍRICA Y METODOLOGÍA

Al intentar medir la relación gobierno corporativo-resultado empresarial, es imprescindible tratar su dinamismo para una correcta especificación del modelo; y será suficiente con la inclusión de dos retardos de la variable dependiente para tener en cuenta la dependencia de su trayectoria en la influencia de las variables independientes (Wintoki et al. 2012). Dadas estas razones y, mediante datos de panel, el análisis empírico consistirá en la estimación de la siguiente ecuación lineal dinámica, la cual incluirá los dos primeros retardos de la variable dependiente como explicativas, habiéndose comprobado previamente la significatividad al 99% de confianza de ambos coeficientes en una regresión mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) de Rent sobre tales rezagos y las variables de control.

$$Rent_{it} = \beta_1 + \beta_2 Rent_{i,t-1} + \beta_3 Rent_{i,t-2} + \beta_4 Gen_{it} + \beta_5 RoE/Apal_{it} + \beta_6 Cc_t + \beta_7 X_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Siendo $Rent_{it}$ el indicador de rentabilidad de la entidad “i” en el período “t”; $Rent_{i,t-1}$ y $Rent_{i,t-2}$ la variable dependiente retardada uno y dos períodos, respectivamente; Gen_{it} la medida de género; $RoE/Apal_{it}$ la rentabilidad financiera o el apalancamiento financiero, según corresponda, ya que se incluirán en el modelo de manera separada por su elevada correlación, con el fin de evitar problemas de colinealidad; Cc_t el indicativo de corrupción del país para cada período; X_{it} el conjunto de variables de control; η_i el efecto individual inobservable y ε_{it} el término de error aleatorio.

Teniendo en cuenta que las premisas que rigen este estudio se concretan en determinar si existe relación causal entre la presencia femenina y heterogeneidad de género en el ámbito directivo y la rentabilidad, no solo directa sino indirectamente a través de canales

como la relación con los accionistas (RoE) y el endeudamiento (Apal), entonces la ecuación anterior (1) permitirá obtener evidencia tan sólo del impacto directo, por lo que será necesario ampliarla con términos de interacción para comprobar la existencia de la citada causalidad indirecta, obteniéndose la siguiente ecuación:

$$Rent_{it} = \beta_1 + \beta_2 Rent_{i,t-1} + \beta_3 Rent_{i,t-2} + \beta_4 Gen_{it} + \beta_5 RoE/Apal_{it} + \beta_6 Gen_{it} * RoE/Apal_{it} + \beta_7 Cc_t + \beta_8 X_{it} + \eta_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

De esta forma, en la ecuación 1, el efecto parcial de *RoE/Apal* sobre *Rent* sería β_5 , mientras que en la ecuación 2 sería $\beta_5 + \beta_6 * Gen$, por lo que en este último caso se aportará un test de significatividad conjunta de ambos coeficientes. A su vez, otro fin primordial perseguido con este trabajo es la constatación de las consecuencias para la rentabilidad de las cooperativas analizadas del entorno institucional informal medido a través de la corrupción, tanto de manera directa como mediante el condicionamiento de las prácticas de gestión que en éstas se realizan. Si bien la ecuación 1 permitiría responder a la existencia de relación directa, en el caso de la indirecta se hace necesario una extensión del término de interacción incorporado en la ecuación 2, lo cual justifica la estimación de la siguiente ecuación (3):

$$Rent_{it} = \beta_1 + \beta_2 Rent_{i,t-1} + \beta_3 Rent_{i,t-2} + \beta_4 Gen_{it} + \beta_5 RoE/Apal_{it} + \beta_6 Gen_{it} * Cc_t * RoE/Apal_{it} + \beta_7 Cc_t + \beta_8 X_{it} + \eta_i + \epsilon_{it} \quad (3)$$

De esta forma, se podría constatar si las vías de acción indirecta del género en la rentabilidad estarían condicionadas al nivel de corrupción.

Previo a abordar el problema de la estimación de las ecuaciones anteriores, es necesario indicar que se ha realizado un análisis estadístico descriptivo donde se han verificado las características de la muestra, así como las correlaciones entre variables, habiéndose descartado problemas de multicolinealidad tal como se han planteado los modelos. Respecto a la metodología econométrica a emplear para las regresiones, ésta debe hacer posible corregir los problemas de endogeneidad existentes en el modelo, ya sea por omisión de variables, causalidad bilateral y error de medida (Adams 2016). Por ello, de las opciones posibles para estimar modelos lineales dinámicos con datos de panel, el enfoque más eficiente es el MGM sistema (Blundell y Bond 1998), que a la vez permite mejorar las estimaciones respecto a MCO y efectos fijos por razones como el tratamiento de la heterogeneidad inobservable y de la endogeneidad que existe en la relación que se pretende contrastar, así como facilita la disposición de instrumentos (Wintoki et al. 2012). Tal procedimiento consiste en utilizar instrumentos internos, en la estimación de una combinación de ecuaciones en primeras diferencias y en niveles, obtenidos como retardos de las variables explicativas en niveles y sus primeras diferencias, respectivamente; los cuales estarán correlacionados con la variable de interés e incorrelacionados con la primera diferencia del término de error o éste en niveles, según sea la estimación en diferencias o en niveles. Por tanto, la elección de este método ha permitido instrumentar los regresores endógenos, permitiendo así obtener estimadores consistentes. En línea con estudios previos, se han considerado endógenas todas las variables independientes explicitadas anteriormente, tanto las de género como las relativas a las características y al desempeño de las entidades analizadas (Wintoki et al. 2012; Adams 2016; Nguyen et al. 2015) y la institucional (Kalyvas y Mamatzakis 2014).

Es necesario aclarar que el número de instrumentos se ha limitado en la medida de lo posible mediante la restricción del rango de retardos y la opción que los reduce a un instrumento por cada variable y retardo empleados (opción *collapse*) siguiendo, además, la premisa de no superación del número de individuos (Roodman 2009). Para su validación, se verificará en cada ecuación el resultado de dos contrastes (Arellano y Bond 1991): el test de ausencia de correlación serial de segundo orden y el test de sobreidentificación de Hansen. Como por construcción, al emplear primeras diferencias debe haber correlación de primer orden, pero no de segundo, se partió del criterio de que el valor inferior del rango de retardos a introducir sea dos, tomando como referencia el valor actual de cada variable. Sin embargo, como no ha sido posible constatar la validez del test de Hansen comenzando el rango de retardos en dos respecto al valor actual, se ha optado por instrumentar desde el tercer retardo, previa verificación de la ausencia de correlación de tercer orden, razón por la que se aporta este contraste.

5. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Antes de abordar la discusión de los resultados obtenidos, procede hacer una breve referencia a las características más importantes de la muestra empleada que revelan los estadísticos descriptivos (véase tabla 1). En primer lugar, llama la atención la escasa representación femenina en los consejos de administración de las entidades analizadas, ya que en promedio las mujeres representan el 8,3% del total de consejeros, lo cual se explica al comprobar que, en términos medios, cada consejo cuenta tan sólo con la presencia de una mujer cuando su tamaño alcanza los 12 consejeros. A su vez, mientras que los consejos más amplios pueden alcanzar los 19 miembros, el valor máximo que se alcanza en el caso del género femenino es tres veces inferior (6). Por último, cabe reseñar que la rentabilidad media es del 0,6%, mientras que el RoE alcanza en promedio el 6,4%; que el volumen promedio de créditos concedidos representa el 80,55% de los depósitos captados, constatando la no existencia de brecha financiera y, por tanto, una postura conservadora; y que se trata, en general, de entidades con una larga trayectoria dado que la antigüedad media es de aproximadamente 54 años, alcanzándose los 113 años en el caso de la más antigua.

Tabla 1

Estadísticos descriptivos

Variables	Observaciones	Media Aritmética	Desviación Estándar	Mínimo	Máximo
Rent	992	0,0060202	0,0061304	-0,079638	0,032394
Muj_Cons	992	0,0832819	0,1029974	0	0,5
MujCons	992	1,02712	1,282229	0	6
Blau	992	0,1314966	0,1500683	0	0,5
Dum1	992	0,4808468	0,499885	0	1

Dum3	992	0,1633065	0,3698315	0	1
Dum40	992	0,0090726	0,0948649	0	1
RoE	992	0,0643851	0,0773797	-1,20996	0,419958
Apal	992	0,0583649	0,0717472	-1,14142	0,387565
CC	930	1,054667	0,2636278	0,49	1,35
Brecha	992	0,8055456	0,384936	0,059003	9,57231
Atm	992	1.478.607	4.575.185	11.581	41.000.000
Crector	992	12,1174	1,926583	7	19
Antigüedad	991	53,63572	22,34268	0	113

Fuente: Elaboración a partir de salidas de Stata 11.

Si se atiende a los resultados de las regresiones, éstos se muestran en las tablas 2, 3 y 4, según se trate del impacto directo de las variables de género en la rentabilidad, del indirecto a través del RoE y el apalancamiento o de dicho indirecto condicionado a la corrupción, respetivamente. Para comenzar, se ha comprobado la validez de los instrumentos empleados en todos los casos, así como que todas las estimaciones resultan significativas al 99% de confianza ($P - F(1) < 0,01$). Además, en la mayor parte de las regresiones se aprecia la significatividad estadística del primer retardo de la variable dependiente y en otras varias del segundo retardo, lo cual indica que contribuyen a controlar los factores históricos inobservados en la relación que se modela.

Si ceñimos la reflexión al impacto directo de las variables de género en la rentabilidad, la tabla 2 nos permite comprobar que ninguno de los indicativos empleados resulta significativo, todo lo cual parece refrendar dos argumentos esgrimidos previamente en esta literatura: que conocer el papel de la representación femenina requiere analizar más allá de una posible influencia directa en la creación de valor para la empresa, haciéndose necesario ahondar en posibles canales de acción indirecta (Isidro y Sobral 2015); y que resulta relevante alcanzar una masa crítica de mujeres en los consejos para que su contribución sea evidente, por razones como que las mayorías ejercen mayor influencia que las minorías y que éstas son fácilmente marginadas (Torchia et al. 2011), lo cual es aplicable a nuestra muestra atendiendo a la baja representación femenina que la caracteriza. Por tanto, todo ello nos lleva a concretar que no se verifica el cumplimiento de parte de la primera hipótesis planteada (H1), concretamente la referida la influencia directa de la diversidad de género, en línea con trabajos previos que no encuentran relación entre la presencia femenina en los órganos directivos de las empresas y su desempeño (Yeh y Trejos 2015).

Sin embargo, la tabla 3 muestra cómo cuatro de las seis variables de género (todas excepto Dum1 y Dum3) pasan a ser significativas al incluir su interacción con el RoE y el apalancamiento, resultando positivas y significativas al 99% de confianza tales interacciones, a la vez que se verifica en estos los casos la significatividad conjunta del RoE y el apalancamiento y sus respectivas interacciones con las medidas de género ($P - F(2) < 0,01$), indicando que las empresas con mayor representación femenina y diversidad de género en sus consejos obtendrán un incremento superior de la rentabi-

lidad en la medida en la que aumentan la riqueza para los propietarios y el efecto apalancamiento, es decir, cuanto más se traduzca la financiación del activo con deuda en crecimiento del RoE. A modo de ejemplo, la ecuación 13 avala que cuando la proporción de mujeres consejeras alcanza su valor máximo (1), por cada punto de incremento del RoE se producirá un aumento de la rentabilidad de 0,1383 puntos, manteniéndose constantes el resto de variables. Tal variación aúna tanto el valor del coeficiente asociado al RoE (0,0677) como el de la parte incremental aportada por el coeficiente de la interacción (0,0706).

Por tanto, los resultados aquí debatidos van en consonancia con estudios que defienden la influencia de la diversidad de género en elementos claves para el resultado de la empresa, como son la relación con los accionistas, socios o propietarios y el endeudamiento. Así, un incremento del RoE unido a una mayor diversidad de género y proporción de mujeres en los órganos directivos de estas entidades pueden ser señales muy positivas para los grupos de interés en términos de responsabilidad social (Arayssi et al. 2016) y de alineación de intereses entre accionistas y gestores dado que los consejos más diversos tienen una política de pago de dividendos más favorable al accionista (Pucheta-Martínez y Bel-Oms 2015; Byoun et al. 2016), todo lo cual disminuye el riesgo para la empresa y potencia su rendimiento.

Respecto al endeudamiento, si éste aumenta cuando la rentabilidad obtenida en la gestión de los activos excede al coste de su financiación (apalancamiento positivo), entonces se obtendrá un incremento del RoE, o a la inversa en caso contrario (apalancamiento negativo). A su vez, la representación de géneros en los consejos condicionará ese nivel de endeudamiento (Huang y Kisgen 2013; Hernández-Nicolás et al. 2015) y, por ende, el impacto del apalancamiento en la rentabilidad. Tal como refleja el grueso de la literatura, las mujeres muestran una mayor aversión al riesgo (Collerette y Aubry 1990; Olsen y Cox 2001) y al endeudamiento (Orser et al. 2006; Roper y Scott 2009), por lo que cabría esperar que, a mayor representatividad femenina en el consejo disminuyera el nivel de endeudamiento y, en consecuencia, el efecto del apalancamiento. Según muestran las regresiones estimadas, un incremento del apalancamiento financiero unido a una mayor diversidad de género y proporción de mujeres en los consejos se traduce en mayor rentabilidad. Ello puede encontrar explicación en el hecho de que la potenciación de la diversidad de género, si bien puede derivar en menor endeudamiento, también implicaría una gestión más rentable de los activos de la empresa, a través de su aportación desde múltiples perspectivas como una mejor imagen de la compañía de cara a los clientes (Smith et al. 2006), una mayor riqueza de perspectivas y comportamientos (Hillman et al. 2007), una mayor transparencia (Upadhyay y Zeng 2014) o la consecución de menores costes de gestión (Chakrabarty y Bass 2014). Por tanto, el segundo efecto compensaría al primero, impulsando el efecto del apalancamiento positivo. Así, dadas las reflexiones previas, es posible confirmar el cumplimiento parcial de la hipótesis primera (H1), en lo relativo al efecto indirecto de la diversidad de género.

Asimismo, llaman la atención dos cuestiones más sobre los resultados de la tabla 3. Por una parte, las cuatro variables de género significativas referenciadas previamente muestran coeficientes negativos, sin embargo, dado que en todos los casos los coeficientes de sus interacciones con el RoE y el apalancamiento tienen mayor valor, son positivos y significativos, ello constataría que a ciertos niveles de RoE y apalancamiento el impacto de la igual-

dad de género en el ámbito directivo de estas entidades en la rentabilidad sería positivo. Por otra parte, de las tres variables dicotómicas empleadas para constatar la importancia de alcanzar una masa crítica de mujeres en los consejos, tan sólo resulta significativa Dum40, lo que viene a refrendar la necesidad de alcanzar al menos una ponderación del 40% de la representación femenina en los consejos para que el impacto de la diversidad de género sea diferencial respecto a los consejos compuestos únicamente por hombres, así como a dar sustento a la validez de la mencionada propuesta de Directiva del Parlamento y Consejo Europeos (Comisión Europea 2012).

Al analizar el impacto de la corrupción en la rentabilidad de las entidades analizadas, directa e indirectamente, es de resaltar en el primer caso que en todas las regresiones obtenidas el indicativo de corrupción resulta positivo y significativo, lo que refrenda la importancia de esta variable institucional informal como condicionante del desempeño de las empresas, en línea con trabajos previos que constatan un mejor resultado empresarial en contextos menos corruptos (Dal Bó y Rossi 2007; Andries et al. 2014). Si se aborda el efecto indirecto (véase tabla 4), llama la atención que casi todas las interacciones construidas a partir de la ratio RoE y el apalancamiento junto a los indicativos de género y de corrupción resultan positivas y significativas, es decir, a menor percepción de corrupción en el entorno se potencia el efecto positivo que la representación femenina y la diversidad de género en los consejos de administración ejerce en la rentabilidad mediante la gestión del apalancamiento y el RoE. Se trata, por tanto, de un efecto robusto ya que este resultado se cumple para cuatro de las seis medidas de género empleadas (excepto para Dum1 y Dum3). A su vez, si se suman los coeficientes negativos de las medidas de género que resultan significativas (véanse ecuaciones 25, 26, 29, 30, 35 y 36) con los respectivos términos de interacción, en todos los casos se obtiene un valor positivo, lo que indica que el efecto del papel del género en la directiva de estas entidades en su resultado dependerá de las condiciones de la empresa donde se mida su actuación, así como del contexto institucional. Así, a cierto nivel de mejora de la corrupción y del RoE o el efecto apalancamiento mayor será la aportación femenina en el ámbito de la gestión de la empresa. De esta forma, los resultados obtenidos apoyan el planteamiento de Athanasouli y Goujard (2015) sobre que la corrupción determina el resultado de la empresa al condicionar sus prácticas de gestión. Todo ello puede explicarse porque en contextos más corruptos los gestores dedicarán esfuerzos a prácticas que penalizan el proceso productivo (Dal Bó y Rossi 2007), así como el ámbito de actuación estaría marcado por una regulación más compleja y menos transparente (Faría et al. 2013), lo cual derivaría en un mayor coste de tal regulación para la empresa (Johnson et al. 2014). Por tanto, estos resultados avalan el cumplimiento de la segunda hipótesis planteada (H2), es decir, resulta imprescindible tener en cuenta la importancia de las instituciones y, más concretamente, de la corrupción, al intentar explicar la rentabilidad de las empresas y la repercusión que sobre ésta imprimen las cuestiones de género.

Tabla 2

Variable dependiente: Rent. Impacto directo

<i>Independientes</i>	(1) <i>Obs. 868</i>	(2) <i>Obs. 868</i>	(3) <i>Obs. 868</i>	(4) <i>Obs. 868</i>	(5) <i>Obs. 868</i>	(6) <i>Obs. 868</i>
Rent_1	0.1051(2 5)**	0.1173(2 5)**	0.1003(2 5)*	0.1119(2 5)**	0.1379***	0.1528(2 5)***
Rent_2	0.0071(1 4)	0.0075(1 4)	0.0087(1 4)	0.0093(1 4)	0.0019	0.0019(1 4)
Muj_Cons	-0.0031(3 6)	-0.0034(3 6)				
MujCons			-0.0001(3 6)	-0.0001(3 6)	-0.0030	-0.0033(3 6)
Blau						
RoE	0.0750(3 6)***		0.0752(3 6)***		0.0732***	
Apal		.0807(3 6)***		0.0809(3 6)***		0.0785(3 6)***
Cc	0.0009(3 6)***	.0010(3 6)***	0.0010(3 6)***	0.0010(3 6)***	0.0008**	0.0009(3 6)**
Brecha	0.00007(3 6)	0.00007(3 6)	-0.00004(3 6)	-0.00005(3 6)	-0.00002	-0.00002(3 6)
Atm	4.54e-12(3 6)	4.60e-12(3 6)	7.47e-12(3 6)	7.76e-12(3 6)	8.62e-12	9.51e-12(3 6)
Crector	-0.0003(3 6)***	-0.0003(3 6)***	-0.0003(3 6)***	-0.0003(3 6)***	-0.0002***	-0.0003(3 6)***
Antigüedad	0.00005(3 6)**	0.00006(3 6)**	0.00005(3 6)**	0.00006(3 6)**	0.00006***	0.00006(3 6)***
P-F (1)	0.000	0.000	0.000	0.000		0.000
P-Hansen	0.212	0.216	0.213	0.217	0.238	0.241
Instrumentos/Individuos	40/62	40/62	40/62	40/62	40/62	40/62
AR(3)	0.232	0.229	0.242	0.238	0.250	0.252
<i>Independientes</i>	(7) <i>Obs. 868</i>	(8) <i>Obs. 868</i>	(9) <i>Obs. 868</i>	(10) <i>Obs. 868</i>	(11) <i>Obs. 868</i>	(12) <i>Obs. 868</i>
Rent_1	0.1747(2 5)***	0.1933(2 5)***	0.1745(2 5)***	0.1926(2 5)***	-0.0027(2 5)	0.0003(2 5)
Rent_2	0.0024(1 4)	0.0022(1 4)	-0.0003(1 4)	-0.0005(1 4)	0.0195(1 4)**	0.0219(1 4)**
Dum1	-0.0003(3 6)	-0.0003(3 6)				
Dum3			-0.0004(3 6)	-0.0005(3 6)		
Dum40					-0.0014(3 6)	-0.0016(3 6)
RoE	0.0703(3 6)***		0.0693(3 6)***		0.0846(3 6)***	

Tabla 3

Variable dependiente: Rent. Impacto indirecto

<i>Independientes</i>	(13) Obs. 868	(14) Obs. 868	(15) Obs. 868	(16) Obs. 868	(17) Obs. 868	(18) Obs. 868
Rent_1	0.0629(2 5)	0.0731(2 5)	0.0618(2 5)	0.0720(2 5)	0.0855(2 5)*	0.0987(2 5)*
Rent_2	0.0188(1 4)**	0.0200(1 4)**	0.0210(1 4)**	0.0224(1 4)**	0.0155(1 4)**	0.0165(1 4)**
Muj_Cons	-0.0068(3 6)*	-0.0077(3 6)*				
RoE	0.0677(3 6)**		0.0672(3 6)**		0.0664(3 6)**	
RoE*Muj_Cons	0.0706(3 6)**					
Apal		0.0710(3 6)**		0.0706(3 6)**		0.0697(3 6)**
Apal*Muj_Cons		0.0884(3 6)**				
Mujcons			-0.0005(3 6)*	-0.0005(3 6)**		
RoE*MujCons			0.0061(3 6)**			
Apal*MujCons				0.0077(3 6)**		
Blau					-0.0055(3 6)*	-0.0062(3 6)*
RoE*Blau					0.0540(3 6)**	
Apal*Blau						0.0673(3 6)**
Cc	0.0013(3 6)**	0.0014(3 6)**	0.0013(3 6)**	0.0015(3 6)**	0.0012(3 6)**	0.0013(3 6)**
Brecha	0.0004(3 6)	0.0005(3 6)	0.0002(3 6)	0.0001(3 6)	0.0003(3 6)	0.0003(3 6)
Atm	1.64e-11(3 6)	1.87e-11(3 6)	2.23e-11(3 6)	2.61e-11(3 6)	2.19e-11(3 6)	2.70e-11(3 6)
Crector	-0.0003(3 6)**	-0.0003(3 6)**	-0.0003(3 6)**	-0.0003(3 6)**	-0.0003(3 6)**	-0.0003(3 6)**
Antigüedad	0.00006(3 6)**	0.00007(3 6)**	0.00006(3 6)**	0.00007(3 6)**	0.00007(3 6)**	0.00007(3 6)**
P-F (1)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
P-F (2)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
P-Hansen	0.180	0.124	0.197	0.214	0.227	0.246
Inst/Ind	45/62	45/62	45/62	45/62	45/62	45/62
AR(3)	0.136	0.197	0.123	0.116	0.117	0.111

Independientes	(19) Obs. 868	(20) Obs. 868	(21) Obs. 868	(22) Obs. 868	(23) Obs. 868	(24) Obs. 868
Rent_1	0.1560(2 5)***	0.1734(2 5)***	0.1116(2 5)**	0.1238(2 5)**	0.0578(2 5)**	0.0644(2 5)**
Rent_2	0.0134(1 4)	0.0146(1 4)	0.0127(1 4)**	0.0132(1 4)**	0.0219(1 4)***	0.0245(1 4)***
Dum1	-0.0009(3 6)	-0.0010(3 6)				
RoE	0.0623(3 6)***		0.0687(3 6)***		0.0743(3 6)***	
RoE*Dum1	0.0139(3 6)					
Apal		0.0651(3 6)***		0.0726(3 6)***		.0797(3 6)***
Apal*Dum1		0.0167(3 6)				
Dum3			-0.0011(3 6)			
RoE*Dum3			0.0174(3 6)			
Apal*Dum3				0.0222(3 6)		
Dum40						
RoE*Dum40					-0.0024(3 6)**	-0.0026(3 6)**
Apal*Dum40					0.0362(3 6)***	
Cc	0.0013(3 6)***	0.0014(3 6)***	0.0015(3 6)***	0.0016(3 6)***	0.0014(3 6)***	0.0444(3 6)***
Brecha	-0.0005(3 6)	-0.0006(3 6)	-0.0005(3 6)	-0.0006(3 6)	0.0001(3 6)	0.0001(3 6)
Atm	3.80e-11(3 6)	4.09e-11	1.85e-11(3 6)	2.00e-11(3 6)	1.58e-12(3 6)	1.62e-12(3 6)
Crector	-0.0003(3 6)**	-0.0003(3 6)**	-0.0003(3 6)***	-0.0003(3 6)***	-0.0003(3 6)***	-0.0003(3 6)***
Antigüedad	0.00006(3 6)**	0.00007(3 6)**	0.00006(3 6)**	0.00006(3 6)**	0.00005(3 6)**	0.00006(3 6)**
P-F (1)	0.000	0.000	0.0000	0.0000	0.0000	0.000
P-F (2)	0.000	0.000	0.0000	0.0000	0.0000	0.000
P-Hansen	0.141	0.140	0.204	0.214	0.279	0.277
Inst/Ind	45/62	45/62	45/62	45/62	44/62	44/62
AR(3)	0.194	0.212	0.442	0.463	0.469	0.468

Fuente: elaboración propia a partir de salidas de Stata 11. ***Significativo al 99%, **Significativo al 95%, *Significativo al 90%. El rango de retardos se especifica entre paréntesis para cada coeficiente. Obs.: número de observaciones. P-F (1): P-valor del estadístico F para el modelo. P-F (2): P-valor del contraste de significatividad conjunta del término de interacción y las variables RoE o Apal, según corresponda. P-Hansen: P-valor del test de Hansen. AR(3): p-valor del contraste de correlación serial de tercer orden. Errores estándar robustos bajo la corrección de Windmeijer.

Tabla 4

Variable dependiente: Rent. Impacto indirecto condicionado a la corrupción

Independientes	(25) Obs. 868	(26) Obs. 868	(27) Obs. 868	(28) Obs. 868	(29) Obs. 868	(30) Obs. 868	(31) Obs. 868	(32) Obs. 868	(33) Obs. 868	(34) Obs. 868
Rent_1	0.0802(2 5)*	0.0908(2 5)*	0.0754(2 5)	0.0856(2 5)	0.1076(2 5)**	0.1205(2 5)**	0.1394(2 5)***	0.1566(2 5)***	0.1198(2 5)**	0.1341(2 5)**
Rent_2	0.0167(1 4)	0.0179(1 4)*	0.0195(1 4)**	0.0211(1 4)**	0.0112(1 4)	0.0119(1 4)	0.0126(1 4)	0.0134(1 4)	0.0076(1 4)	0.0079(1 4)
Muj_Con	-0.0069(3 6)*	-0.0076(3 6)*	0.0695(3 6)***	0.0695(3 6)***	0.0686(3 6)***	0.0686(3 6)***	0.0669(3 6)***	0.0696(3 6)***		
RoE	0.0692(3 6)***									
RoE*Muj_Con*Ce	0.0450(3 6)***									
Apal		0.0732(3 6)***		0.0736(3 6)***		0.0728(3 6)***		0.0709(3 6)***		0.0737(3 6)***
Apal*Muj_Con*Ce		0.0561(3 6)***								
Mujcons			-0.0004(3 6)	-0.0004(3 6)						
RoE*MujCons*Ce			0.0036(3 6)**							
Apal*MujCons*Ce				0.0045(3 6)**						
Blau					-0.0055(3 6)*	-0.0060(3 6)*				
RoE*Blau*Ce					0.0292(3 6)*					
Apal*Blau*Ce										
Dum1						0.0357(3 6)*				
RoE*Dum1*Ce							-0.0009(3 6)	-0.0010(3 6)		
									0.0073(3 6)	

RoE*Dum40*Cc	0.0345(3 6)***	0.0423(3 6)***
Apalancamiento*Dum40*Cc		
Cc	0.0014(3 6)***	0.0015(3 6)***
Brecha	0.00009(3 6)	0.0001(3 6)
Atm	2.71e-12(3 6)	2.82e-12(3 6)
Crector	-0.0003(3 6)***	-0.0003(3 6)***
Antigüedad	0.00006(3 6)**	0.00006(3 6)**
P-F (1)	0.000	0.000
P-F (2)	0.000	0.000
P-Hansen	0.279	0.277
Instrumentos/Individuos	44/62	44/62
AR(3)	0.497	0.498

Fuente: elaboración propia a partir de salidas de Stata 11. ***Significativo al 99%, **Significativo al 95%, *Significativo al 90%. El rango de retardos se especifica entre paréntesis para cada coeficiente. Obs.: número de observaciones. P-F (1): P-valor del estadístico F para el modelo. P-F (2): P-valor del contraste de significatividad conjunta del término de interacción y las variables RoE o Apal, según corresponda. P-Hansen: P-valor del test de Hansen. AR(3): p-valor del contraste de correlación de tercer orden. Errores estándar robustos bajo la corrección de Windmeijer.

6. CONCLUSIONES

La cuestión del género en los órganos de gobierno de las empresas ha generado gran interés, tanto a nivel institucional como académico, justificado en la clara minoría que representan las mujeres dentro del ámbito directivo empresarial. Todo ello ha derivado en múltiples investigaciones que, sin bien profundas y relevantes, se han centrado fundamentalmente en el impacto directo del género en el resultado de la empresa, dejando a un lado el énfasis en posibles vías de acción indirecta. A su vez, en esta literatura ha recibido escasa atención el importante papel de la corrupción como condicionante de la calidad de la gestión empresarial. Por ello, este trabajo se propone ahondar en estas cuestiones, estableciéndose como objetivo medir el impacto de la diversidad de género en la rentabilidad de las cooperativas de crédito españolas, no sólo directamente, sino a través de la relación con los accionistas y el nivel de endeudamiento, en cuyos casos también se medirá si la corrupción del entorno constituye un factor condicionante. La estimación de ecuaciones dinámicas con términos de interacción mediante el MGM ha permitido llevar a cabo el análisis, habiendo verificado el cumplimiento de tres de las cuatro hipótesis planteadas.

Así, los resultados obtenidos permiten afirmar que, para el sector de cooperativas de crédito analizado, ninguna de las variables de género empleadas ha resultado significativa si se tiene en cuenta su repercusión directa; si bien, al incluir su interacción con las medidas de relación con los accionistas y de endeudamiento, en prácticamente todos los casos se comprueba que el género condiciona positivamente el efecto de las mismas en la rentabilidad, impacto que se potenciaría a menor nivel de corrupción. Por tanto, estos hallazgos permiten concluir que, por una parte, es necesario ir más allá de la asunción de que el papel de la mujer en los órganos de gestión tiene un impacto directo en el resultado de la empresa, algo que ha caracterizado a gran parte de los estudios previos y que puede justificar la falta de consenso existente, sino que la repercusión del género puede producirse mediante la influencia en múltiples factores asociados con la rentabilidad de la empresa. Además, si se tiene en cuenta que la generalidad en las empresas es una representación femenina minoritaria, esto hace pensar en la existencia de posibles límites a su influencia que podrían hacer que ésta fuera perceptible sólo en determinados factores y bajo ciertas circunstancias. Por otra parte, aunque en la literatura existente son escasas las aportaciones que contemplan el contexto institucional, éste resulta imprescindible para entender el desempeño de la empresa, al determinar la incertidumbre que limita las decisiones estratégicas de sus directivos, dentro de lo cual tiene un papel esencial la corrupción.

No obstante, es imprescindible hacer mención a una serie de limitaciones que han condicionado la realización de este trabajo. Entre éstas, fundamentalmente cabe destacar que únicamente se han analizado dos vías de acción indirecta de las medidas de género en la rentabilidad, siendo conscientes de que este espectro es mucho más amplio; a la vez que sólo se ha contemplado un elemento institucional, cuando existen múltiples tipos de instituciones que condicionan el entorno en el que operan las empresas y que, por tanto, son factores esenciales a tener en cuenta para explicar su rendimiento. Dado lo anterior, como líneas futuras de investigación se pretende continuar profundizando en otros canales indirectos de acción del género en la rentabilidad empresarial, como puede ser la responsabilidad social corporativa, a la vez que se considera indispensable extender la investigación mediante la inclusión de otros tipos de instituciones.

7. AGRADECIMIENTOS

Los autores manifiestan que han contribuido de manera igualitaria en la realización del artículo y que esta publicación se ha realizado dentro del Proyecto de Investigación Competitivo en I+D+I FEM2017-83006-R, financiado por AEI/FEDER, UE.

8. BIBLIOGRAFÍA

- Adams, R. B., 2016. Women on boards: The superheroes of tomorrow? *The Leadership Quarterly*, 27 (3), 371-386.
- Adams R.B. & Ferreira D., 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94 (2), 291-309.
- Adams R. B. & Funk P., 2012. Beyond the glass ceiling: Does gender matter? *Management Science*, 58 (2), 219-235.
- Aguilera R. V. & Jackson G., 2003. The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28 (3), 447-465.
- Andries A. M., Mutu S. & Ursu S. G., 2014. Impact of institutions, financial reform and economic governance on bank performance. *Transformations in Business and Economics*, 13 (3C), 410-429.
- Arellano M. & Bond S., 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58 (2), 277-297.
- Arayssi M., Dah M. & Jizi M., 2016. Women on boards, sustainability reporting and firm performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7 (3), 376-401.
- Arshad S. & Rizvi S. A., 2013. Impact of corruption on bank profitability: An analysis of islamic banks. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 8 (3), 195-209.
- Athanasouli D. & Goujard A., 2015. Corruption and management practices: Firm level evidence. *Journal of Comparative Economics*, 43 (4), 1014-1034.
- Atrevia-IESE, 2017. *Mujeres en los consejos del Ibex-35, 5º Informe*. Madrid: Atrevia. Disponible en: <http://women.iese.edu/wp-content/uploads/sites/2/2017/03/MUJERES-IBEX-35.pdf> [22 Enero 2018]
- Bernasek, A. & Shwiff S., 2001. Gender, risk, and retirement. *Journal of Economic Issues*, 35 (2), 345-356.
- Blau, P.M., 1977. *Inequality and Heterogeneity*. New York: Free Press.
- Blundell R. & Bond S., 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87 (1), 115-143.
- Breen M. & Gillanders R., 2012. Corruption, institutions and regulation. *Economics of Governance*, 13 (3), 263-285.
- Byoun S., Chang K. & Kim Y. S., 2016. Does corporate board diversity affect corporate payout policy? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45 (1), 48-101.

- Campbell K. & Mínguez-Vera A., 2008. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83 (3), 435-451.
- Carter D. A., D'Souza F., Simkins B. J. & Simpson W. G., 2010. The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance*, 18 (5), 396-414.
- Chakrabarty S. & Bass A. E., 2014. Corporate governance in microfinance institutions: Board composition and the ability to face institutional voids. *Corporate Governance: An International Review*, 22 (5), 367-386.
- Chen S., Ni X. & Tong J. Y., 2016. Gender diversity in the boardroom and risk management: A case of R&D investment. *Journal of Business Ethics*, 136 (3), 599-621.
- Collerette P. & Aubry P., 1990. Socio-economic evolution of women business owners in Quebec. *Journal of Business Ethics*, 9 (4-5), 417-422.
- Comisión Europea, 2012: *Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on improving the gender balance among non-executive directors of companies listed on stock exchanges and related measures*. EUR-Lex. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52012PC0614>. [22 Enero 2018]
- Dal Bó E. & Rossi M. A., 2007. Corruption and inefficiency: Theory and evidence from electric utilities. *Journal of Public Economics*, 91(5-6), 939-962.
- Darmadi, S., 2013. Do women in top management affect firm performance? Evidence from Indonesia. *Corporate Governance (Bingley)*, 13(3), 288-304.
- Farag H. & Mallin C., 2017. Board diversity and financial fragility: Evidence from European banks. *International Review of Financial Analysis*, 49, 98-112.
- Faría H. J., Montesinos-Yufa H. M., Morales D. R., Aviles C. G. B. & Brito-Bigott O., 2013. Does corruption cause encumbered business regulations? An IV approach. *Applied Economics*, 45 (1), 65-83.
- García-Meca E., García-Sánchez I. & Martínez-Ferrero J., 2015. Board diversity and its effects on bank performance: An international analysis. *Journal of Banking & Finance*, 53, 202-214.
- Ghosh, S., 2017. Why is it a man's world, after all? Women on bank boards in India. *Economic Systems*, 41 (1), 109-121.
- Gomes J. F. & Schmid, L., 2010. Levered returns. *The Journal of Finance*, 65 (2), 467-494.
- Gutiérrez-Fernández M., Palomo-Zurdo R.J. & Fernández-Barberís G., 2013. Spanish savings banks: A claimed reordering under criteria of economic and social rationality? *Cuadernos De Economía y Dirección De La Empresa*, 16, 250-258.
- Harjoto M., Laksmana I. & Lee R., 2015. Board diversity and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 132 (4), 641-660.
- Helmke G. & Levitsky, S., 2004. Informal Institutions and Comparative Politics: A Research Agenda. *Perspectives on Politics*, 2(4), 725-740. Disponible en: <http://www.jstor.org/stable/3688540> [28 Septiembre 2018]
- Hernández C., Martín J. & Mínguez A., 2016. La influencia del género en la dirección de las sociedades cooperativas españolas sobre la rentabilidad y el endeudamiento: un análisis empírico, *REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos*, 122 (3), 135-164.

- Hernández-Nicolás C. M., Martín-Ugedo J. F. & Mínguez-Vera A., 2015. The influence of gender on financial decisions: Evidence from small start-up firms in Spain. *E a M: Economía a Management*, 18 (4), 93-107.
- Hillman A. J., Keim G. D. & Luce R. A., 2001. Board composition and stakeholder performance: Do stakeholder directors make a difference? *Business & Society*, 40 (3), 295-314.
- Hillman A.J., Shropshire C. & Cannella Jr. A.A., 2007. Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50 (4), 941-952.
- Huang J. & Kisgen D. J., 2013. Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108 (3), 822-839.
- ICA, 2015: *Co-operative Identity, Values & Principles*. International Co-operative Alliance. Disponible en: <http://ica.coop/es/node/1625> [22 Diciembre 2016]
- Isidro H. & Sobral M., 2015. The effects of women on corporate boards on firm value, financial performance, and ethical and social compliance. *Journal of Business Ethics*, 132 (1), 1-19.
- Johnson N. D., Ruger W., Sorens J. & Yamarik S., 2014. Corruption, regulation, and growth: An empirical study of the United States. *Economics of Governance*, 15 (1), 51-69.
- Jurkus A. F., J. C. Park & L. S. Woodard, 2011. Women in top management and agency costs. *Journal of Business Research*, 64 (2), 180-186.
- Kalyvas A. N. & Mamatzakis E., 2014. Does business regulation matter for banks in the European Union? *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, 32, 278-324.
- Kaufmann D., Kraay A. & Mastruzzi M., 2015. *Worldwide Governance Indicators*. Disponible en: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home> [22 Diciembre 2015]
- Kristie, J., 2011. The power of three. *Dir. Boards*, 35 (5), 22-32.
- Lewellyn K. B. & Bao S., 2017. The role of national culture and corruption on managing earnings around the world. *Journal of World Business*, 52 (6), 798-808.
- Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres, BOE N.º.71, de 23 de marzo, 12.611-12.645.
- Liu Y., Wei Z. & Xie F., 2014. Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184.
- Low D. C., Roberts H. & Whiting R. H., 2015. Board gender diversity and firm performance: Empirical evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia and Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35 (A), 381-401.
- Lucas-Pérez M. E., Mínguez-Vera A., Baixauli-Soler J. S., Martín-Ugedo J. F. & Sánchez-Marín G. 2015. Women on the board and managers' pay: Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 129 (2), 265-280.
- Mateos R., Gimeno R. & Escot L., 2010. Discriminación en consejos de administración: Análisis e implicaciones económicas. *Revista de Economía Aplicada*, 18 (53), 131-162.
- Mateos R., Gimeno R. & Escot L. 2011. Disentangling discrimination on Spanish Boards of Directors. *Corporate Governance: An International Review*, 19 (1), 77-95.

- Mateos R., Iturrioz J. & Gimeno R., 2009. La participación financiera y el papel de la mujer en la toma de decisiones de las sociedades cooperativas: Los consejos de administración. *Revista Europea de Dirección y Economía de la empresa*, 18 (3), 65-82.
- Munteanu A. & Brezeanu P., 2014. Government effectiveness and value creation: The case of emerging European listed banks. *Transylvanian Review of Administrative Sciences*, (42), 140-155.
- Nguyen T., Locke S. & Reddy K., 2015. Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy. *International Review of Economics & Finance*, 37, 184-202.
- Nielsen S. & Huse M., 2010. The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18 (2), 136-148.
- North, D. C., 1990. *Institutions. Institutional change and economic performance*. New York: Cambridge University Press.
- Olsen R. & Cox C., 2001. The influence of gender on the perception and response to investment risk: The case of professional investors. *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2 (1), 29-36.
- Orser B., Riding A. & Manley K., 2006. Women entrepreneurs and financial capital. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30 (5), 643-665.
- Palá-Laguna R. & Esteban-Salvador, L., 2016. Gender quota for boards of corporations in Spain. *European Business Organization Law Review*, 17 (3), 379-404.
- Pamburai H. H., Chamisa E., Abdulla C. & Smith C., 2015. An analysis of corporate governance and company performance: a South African perspective. *South African Journal of Accounting Research*, 29 (2), 115-131.
- Peng M. W., Sun S. L., Pinkham B. & Chen H., 2009. The institution-based view as a third leg for a strategy tripod. *Academy of Management Perspectives*, 23 (3), 63-81.
- Post C. & Byron K., 2015. Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 58 (5), 1546-1571.
- Pucheta-Martínez M. C. & Bel-Oms I., 2015. The gender gap in pay in company boards. *Industrial and Corporate Change*, 24 (2), 467-510.
- Reguera-Alvarado N., de Fuentes P. & Laffarga, J., 2017. Does board gender diversity influence financial performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141 (2), 337-350.
- Rodríguez-Domínguez L., García-Sánchez I. & Gallego-Álvarez I., 2012. Explanatory factors of the relationship between gender diversity and corporate performance. *European Journal of Law and Economics*, 33 (3), 603-620.
- Rodríguez-Ruiz O., Rodríguez-Duarte A. & Gómez-Martínez L., 2016. Does a balanced gender ratio improve performance? The case of Spanish banks (1999-2010). *Personnel Review*, 45 (1), 103-120.
- Roodman D., 2009. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9 (1), 86-136.
- Roper S. & Scott J., 2009. Perceived financial barriers and the start-up decision. *International Small Business Journal*, 27 (2), 149-171.
- Singh V., Vinnicombe S. & Johnson P., 2001. Women directors on top UK boards. *Corporate Governance*, 9 (3), 206-216.

- Smith N., Smith V. & Verner M., 2006. Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55 (7), 569-593.
- Torchia M., Calabrò A. & Huse M., 2011. Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, 102 (2), 299-317.
- UNACC, 2015. *Anuario estadístico de las Cooperativas de Crédito*. Unión Nacional de Cooperativas de Crédito. Disponible en: <http://www.unacc.com/inicio/Publicaciones/Anuario.aspx>. [1 Junio 2017]
- Upadhyay A. & Zeng H., 2014. Gender and ethnic diversity on boards and corporate information environment. *Journal of Business Research*, 67 (11), 2456-2463.
- Webb, E., 2004. An examination of socially responsible firms' board structure. *Journal of Management and Governance*, 8 (3), 255-277.
- Wintoki M.B., Linck J.S. & Netter J.M., 2012. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105 (3), 581-606.
- Yeh C. M. & Trejos B., 2015. The influence of governance on tourism firm performance. *Current Issues in Tourism*, 18 (4), 299-314.