



UNIVERSIDAD DE MURCIA

**DEPARTAMENTO DE ORGANIZACIÓN DE EMPRESAS
Y FINANZAS**

**RETRIBUCIÓN DE LA ALTA DIRECCIÓN
Y GOBIERNO CORPORATIVO**

M^a Encarnación Lucas Pérez

2009



UNIVERSIDAD DE MURCIA

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA

**DEPARTAMENTO DE ORGANIZACIÓN DE EMPRESAS
Y FINANZAS**

**RETRIBUCIÓN DE LA ALTA DIRECCIÓN
Y GOBIERNO CORPORATIVO**

T E S I S D O C T O R A L

**Presentada por:
Dña. María Encarnación Lucas Pérez**

**Dirigida por:
Dr. D. Juan Samuel Baixauli Soler
Dr. D. Gregorio Sánchez Marín**

Murcia, 2009

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, quiero dar las gracias a mis directores de tesis por la paciencia, disponibilidad y profesionalidad que me han demostrado en todo momento, dándome consejos y mostrando su apoyo en todas las circunstancias que me han surgido. Gracias por haber confiado en mí y por haberme enseñado a ser exigente y humilde en el trabajo. Al Dr. D. Juan S. Baixauli Soler, por su ayuda y disposición en todo momento, por su amabilidad, por su minuciosidad a la hora de trabajar y por su calidad como investigador y como persona. Al DR. D. Gregorio Sánchez Marín, por todos los años que lleva enseñándome y dándome su apoyo, en los momentos buenos y no tan buenos, dedicando su tiempo y su conocimiento desde el primer día que empecé con él de alumna interna. Con su profesionalidad y exigencia a la hora de trabajar he aprendido mucho. Gracias a su ilusión, a su confianza y a su trabajo he podido realizar esta investigación.

Agradezco la ayuda prestada por el director del departamento, el Dr. D Antonio Aragón Sánchez, por haber puesto a mi disposición los medios materiales y humanos necesarios para el desarrollo de la presente investigación. También quiero agradecer el apoyo recibido por el Dr. D. Ramón Almela Pérez por haberme motivado en los momentos en que más lo necesitaba.

También quería agradecer la ilusión, la ayuda, el cariño, y la comprensión que han tenido conmigo mis padres y mi tía, cuando ni yo misma confiaba en mí y no sabía si lo conseguiría, sin ellos nada de esto hubiera sido posible. Les agradezco el esfuerzo que han hecho por mí, pese a no haber obtenido una beca, que con su sacrificio he podido conseguir lo que tanto me gustaba, siempre os lo agradeceré. Por otra parte, quiero dar las gracias a mis hermanas y a José, por su confianza y comprensión en todo este tiempo, por haberme aguantado en los momentos en los que más lo necesitaba y por haber sido tan pacientes. También a mis amigos y amigas y a mis compañeros de departamento.

Finalmente quiero mostrar mi agradecimiento a la Fundación CajaMurcia por el apoyo financiero recibido a través de la Cátedra de Economía y Empresa.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1	
MARCO TEÓRICO	7
1.1. Introducción: La retribución del directivo	8
1.2. Determinantes de la retribución del equipo de alta dirección: Marco general	10
1.2.1. Factores económicos	11
1.2.2. Factores contextuales.....	12
1.2.3. Factores políticos.....	13
1.3. La retribución del equipo de alta dirección en un contexto de gobierno de empresa	15
1.3.1. Consejo de administración.....	16
1.3.2. Estructura de propiedad	19
1.4. Estructura de la investigación.....	21
1.5. Bibliografía.....	22
CAPÍTULO 2	
LA RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN: DETERMINANTES Y CAPACIDAD DE AJUSTE	29
2.1. Introducción.....	30
2.2. Nivel retributivo del equipo de alta dirección: Factores explicativos y capacidad de ajuste	32
2.2.1. Factores explicativos del nivel retributivo del equipo de alta dirección .	32
2.2.2. Ajuste del nivel retributivo del equipo de alta dirección	34
2.2.3. Determinantes de la capacidad de ajuste de la retribución del equipo de alta dirección.....	35
2.3. Metodología.....	37
2.3.1. Muestra y obtención de datos	37
2.3.2. Medición de variables	37
2.3.3. Análisis y modelo	39
2.4. Resultados	42
2.5. Conclusiones y discusión	44

2.6. Bibliografía.....	50
------------------------	----

CAPÍTULO 3

RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN, CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y RESULTADOS	56
3.1. Introducción.....	57
3.2. Marco teórico e hipótesis	59
3.2.1. Retribución del equipo de alta dirección y consejo de administración ...	60
3.2.2. Resultados de la empresa y retribución del equipo de alta dirección.....	64
3.3. Metodología.....	68
3.3.1. Muestra y obtención de datos	68
3.3.2. Medición de variables	69
3.3.3. Análisis	70
3.4. Resultados	71
3.5. Conclusiones y discusión	77
3.6. Bibliografía.....	82

CAPÍTULO 4:

RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN: CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD Y CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN.....	88
4.1. Introducción.....	89
4.2. Marco teórico e hipótesis	91
4.3. Metodología.....	100
4.3.1. Muestra y obtención de datos	100
4.3.2. Medición de variables	100
4.3.3. Análisis y modelo	102
4.4. Resultados	106
4.5. Conclusiones y discusión	111
4.6. Bibliografía.....	115
CONCLUSIONES FINALES	121

INTRODUCCIÓN

La retribución de la alta dirección es uno de los temas que más debate y polémica viene suscitando en los últimos años. Este debate ha aumentado como consecuencia de la actual crisis económica y financiera, de la que, de algún modo, se hace, en parte, responsables a los altos directivos de las grandes empresas y, concretamente, se apunta a su retribución como una de las causas de los fracasos empresariales de grandes compañías. La cuestión principal que se viene planteando es si las retribuciones de los altos directivos están realmente vinculadas con la marcha de la empresa y si dicha retribución se considera justa en relación con las contribuciones que éstos aportan a la empresa.

En este punto es en el que surgen las cuestiones académicas relacionadas con la retribución de la alta dirección: ¿Existe relación entre lo que cobran los directivos y los resultados obtenidos por la empresa?, ¿Existe proporcionalidad entre lo que reciben y lo que aportan a la organización?, ¿Cómo se puede controlar que los directivos actúen de acuerdo a lo que generan para la empresa? Estas y otras cuestiones son las que sirven de base para el desarrollo de esta investigación.

Para tratar de aportar evidencias en este sentido, este trabajo se enmarca en el ámbito de las empresas españolas cotizadas y, concretamente, en el papel del equipo de alta dirección de dichas empresas. Tres son los estudios concretos que se llevan a cabo con el objetivo de determinar hasta qué punto las empresas son capaces de controlar y adaptar las retribuciones de su equipo de alta dirección a los requerimientos económicos y contextuales y en qué medida dichas retribuciones se relacionan con los resultados de las empresas.

Específicamente, en primer lugar, se estudian los factores –económicos, contextuales y políticos- que mayor influencia tienen en el establecimiento de la retribución del equipo de alta dirección, con la finalidad de comprobar qué elementos tienen más influencia en el nivel retributivo de los directivos y cuáles son las circunstancias que explican las diferencias salariales entre empresas. Además, se analiza la capacidad que tienen las empresas para adaptar la

retribución de la alta dirección a los cambios en estos factores, con la intención de poner de manifiesto el grado de flexibilidad-rigidez que tienen las empresas para “mover” las retribuciones de sus altos directivos y adaptarlas a los cambios, todo ello desde una perspectiva dinámica.

Posteriormente, el trabajo de investigación profundiza en los factores políticos de la empresa y, dentro de ellos, en los elementos de gobierno. Dado que son los factores controlables por parte de la empresa, se parte de la premisa de que dichos elementos de gobierno son la clave de la capacidad de adaptación que tiene la empresa para modificar las retribuciones de su equipo de alta dirección. La eficiencia del gobierno de la empresa, por lo tanto, determinará la mejor o peor adaptación (flexibilidad vs. rigidez) de las retribuciones a los cambios en los demás factores. La forma de gobierno adoptada para supervisar eficazmente las actuaciones de la alta dirección se centran, fundamentalmente, en que los directivos no desvíen sus actuaciones para conseguir sus propios intereses, incluidos los relativos a la retribución. Dentro de estos mecanismos, según la literatura, el consejo de administración y la estructura de propiedad son los que mayor influencia tienen en el alto directivo y en su retribución.

En este sentido, la segunda parte de esta investigación se centra en el análisis del consejo de administración y de la estructura de propiedad como mecanismos de control que permiten adaptar la retribución de la alta dirección a los requerimientos de la empresa. La eficiencia en la utilización de estos mecanismos de gobierno va a determinar el comportamiento del directivo, inducido a través del sistema de retribución, el cual viene establecido fundamentalmente mediante dichos mecanismos. Así, resulta necesario conocer en qué medida dichos mecanismos funcionan adecuadamente y qué requerimientos facilitan el establecimiento de retribuciones para la alta dirección adecuadas y vinculadas con los resultados de la empresa.

De forma más concreta, los principales objetivos de esta investigación se pueden resumir en los siguientes:

1. Determinar los factores que influyen en el establecimiento del nivel retributivo de la alta dirección, que hacen que los niveles retributivos de los altos directivos varíen unos de otros.
2. Analizar la evolución, a lo largo del tiempo, del nivel retributivo de la alta dirección en función de los cambios en los factores económicos, contextuales y políticos.
3. Evidenciar la capacidad de ajuste, es decir, la rigidez o flexibilidad, con la que las empresas adaptan el nivel retributivo de la alta dirección en función de los cambios en los factores que influyen en su determinación.
4. Detectar si el consejo de administración modera el nivel retributivo de la alta dirección y permite adaptar éste a las variaciones en los factores económicos y contextuales, así como sus efectos en los resultados de la empresa.
5. Comprobar en qué medida las nuevas normas de buen gobierno han supuesto una mayor eficacia de los consejos de administración a través de la moderación retributiva.
6. Investigar la influencia del accionista mayoritario de la empresa en la operatividad del consejo de administración, así como los efectos conjuntos de ambos mecanismos en la moderación del nivel retributivo de la alta dirección. Además de conocer el tipo de accionista mayoritario más adecuado para reducir los costes de agencia.

Las principales aportaciones de esta investigación se pueden resumir en tres. En primer lugar, se trata de incrementar del conocimiento sobre los factores determinantes de la retribución de la alta dirección desde una perspectiva general, que ha sido apenas aplicada por la literatura hasta el día de hoy. En segundo lugar, se aporta un novedoso análisis sobre la capacidad de ajuste que tiene la empresa para adaptar la retribución de sus altos directivos a los cambios en los factores económicos y contextuales que le afectan directamente. Y, en tercer lugar, ya centrados en los aspectos de gobierno, se añaden nuevas evidencias empíricas sobre la relaciones que existe entre el consejo de administración, la estructura de la propiedad y la retribución de la alta dirección en el ámbito español, aspecto

prácticamente desconocido hasta hoy debido a la inexistencia de información pública obligatoria sobre gobierno y retribución de la alta dirección. Todo ello, además, llevado a cabo mediante un análisis longitudinal, en el que se mejoran las estimaciones estadísticas que otorgan una mayor fiabilidad y validez a los resultados.

Para ello, la tesis doctoral se estructura en cuatro capítulos, de los cuales, el primero tiene un carácter más teórico y general, mientras que el resto se enfocan como estudios empíricos más específicos.

En el primer capítulo, se presenta el modelo teórico que se desarrollará en los siguientes capítulos, así como las diferentes posturas teóricas. Este modelo se divide en uno general –en torno a los factores que mayor influencia tienen en la retribución de la alta dirección- y uno específico –centrado en el gobierno de la empresa-.

En el capítulo segundo se analizan empíricamente el modelo general, esto es, los factores que más influencia tienen en la retribución de la alta dirección, así como la capacidad de las empresas para adaptar el nivel retributivo de la alta dirección en función de los cambios en los factores económicos, contextuales y políticos. Además, también se estudia la evolución dinámica del nivel retributivo en función de las variaciones en los factores que lo determinan.

En el tercer capítulo, como parte del modelo específico centrado en el gobierno de la empresa, se analiza el impacto del tamaño y de la composición del consejo de administración sobre el nivel retributivo de la alta dirección, así como, a su vez, el del nivel retributivo sobre los resultados de la empresa. Se pretende evidenciar si las nuevas normas de buen gobierno implantadas en España han supuesto un cambio en los niveles de eficiencia de los consejos de administración como mecanismos de control del directivo y de su retribución.

En el cuarto capítulo, también como parte del modelo específico, se analizan los efectos conjuntos e interactivos del consejo de administración y de la

estructura de propiedad sobre la retribución del equipo de alta dirección. Se estudia la influencia que tiene la estructura de propiedad en la determinación de la operatividad del consejo de administración, para contrastar la influencia conjunta de ambos mecanismos de control en la moderación del nivel retributivo de la alta dirección.

Por último, el trabajo de investigación concluye con la síntesis de las principales conclusiones alcanzadas en cada uno de los estudios empíricos y con un análisis de las aportaciones realizadas a la literatura sobre retribución de la alta dirección.

CAPÍTULO I
MARCO TEÓRICO

1.1. INTRODUCCIÓN: LA RETRIBUCIÓN DEL DIRECTIVO

La retribución del directivo es uno de los temas que más problemática viene suscitando en las últimas décadas (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Gómez-Mejía y Sánchez, 2006). Se trata de un asunto muy discutido, pues el trabajo del directivo es difícil de medir y de retribuir según su desempeño. Una de las vías por las que los directivos utilizan su discrecionalidad, en contra de los intereses de los propietarios, es la de asignarse altas retribuciones –en parte, porque poseen control, en ocasiones, sobre el consejo de administración- o consumir en beneficio propio recursos de la organización. Este debate ha acrecentado su interés como consecuencia de la actual crisis financiera, cuestionando que si esa situación ha podido ser consecuencia de las altas retribuciones de los directivos.

Pese a la situación descrita, no hay que obviar que el directivo representa una de las figuras más importantes y destacables en la empresa. Los directivos deben tener una serie de cualidades particulares, ya que son el eje del buen funcionamiento de la organización, y coordinar todas las áreas de la empresa para alcanzar los objetivos previstos. De este modo, deben adoptar múltiples decisiones que afectan a la organización, sobre todo las más importantes y de las que puede depender el futuro de la empresa.

La mayor parte de trabajos en esta línea se han centrado en determinar si la retribución recibida por los directivos es excesiva o no y, en concreto, si existe relación entre lo que el directivo recibe –retribución- y lo que aporta a la empresa –resultados o rendimiento organizativo- (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Tosi *et al.*, 2000). Así, han surgido dos posiciones: la teoría de agencia y la managerialista. La teoría de agencia establece que la riqueza de los directivos debe estar implícitamente unida al objetivo de los propietarios, que es el de maximizar los beneficios de la empresa. Los estudios enmarcados en la corriente de agencia sostienen que existe una estrecha relación entre la retribución de los directivos y los resultados de la empresa. Esta teoría parte de la premisa de que los directivos pueden tener objetivos diferentes a los de los propietarios de la empresa (Jensen y Meckling, 1976). Para evitar este conflicto de intereses, desde la

perspectiva de agencia se vincula la retribución de los directivos a los resultados de la empresa, como medio para incentivar a éstos y alinear sus intereses con los de los propietarios.

En cambio, desde la teoría managerialista (Berle y Means, 1932) se postula que el tamaño de la empresa es el principal factor que determina la retribución del directivo. En este sentido, un mayor tamaño se traduce en el directivo en un mayor poder, un mayor prestigio, un menor riesgo y una mayor legitimidad para justificar mayores retribuciones (Kostiuk, 1990; Gómez-Mejía y Wiseman, 1997).

De este modo, el debate sobre la retribución de los directivos ha girado en torno a la influencia de los resultados y del tamaño de la empresa. Con la pretensión de aportar evidencias en un sentido u otro se han realizado numerosos estudios (Tosi *et al.*, 2000). Algunos evidencian una relación positiva entre la retribución de los directivos y los resultados de la empresa (Kaplan, 1994; Finkelstein y Boyd, 1998; Nourayi y Daroca, 2008), mientras que otros trabajos se alinean con la hipótesis contraria y no evidencian ningún tipo de relación (Smyth *et al.*, 1975). Respecto al tamaño de la empresa, diferentes estudios sostienen que existe una relación positiva entre el tamaño de la empresa y el nivel retributivo del directivo (Boyd, 1994; Sanders y Carpenter, 1998; Canarella y Gasparyan, 2008). En cambio, otros estudios, como los de Belkaoui y Picur (1993), Gray y Canella (1997) y David *et al.* (1998), sostienen que el tamaño de la empresa tiene una correlación muy baja con la retribución del directivo.

Tal y como puede apreciarse, los estudios pese a que son numerosos no son concluyentes. Como referencia más significativa en este debate se encuentra el trabajo de Jensen y Murphy (1990) que ponen de manifiesto que la relación entre la retribución del directivo y los resultados de la empresa es débil en el caso de los puestos de trabajo directivos y que la correlación entre ambas variables es demasiado pequeña para poder solucionar el problema de agencia.

Tosi *et al.* (2000) sostienen que la falta de relaciones más claras se puede deber a los diferentes métodos de recogida de datos, a las diferentes técnicas estadísticas, así como, sobre todo, a los efectos provocados por diferentes variables que pueden actuar como moderadoras de dicha relación y que se agrupan en variables económicas, contextuales y políticas.

Además, otro elemento que puede influir en la falta de conclusiones definitivas es el hecho de que la mayoría de estudios se centran en la figura del CEO, lo que evidencia la necesidad de realizar investigaciones que empleen la figura del equipo de alta dirección como objeto de estudio (Carpenter y Sanders, 2002), ya que se trata de un grupo cuya actuación tiene importantes repercusiones en los resultados alcanzados por la empresa (Henderson y Fredrickson, 2001).

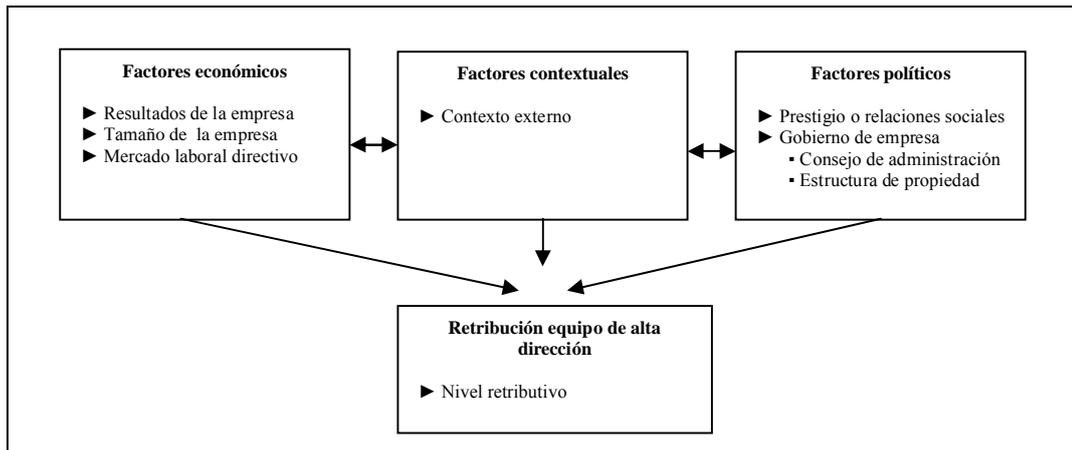
Teniendo en cuenta los argumentos expuestos, el modelo que sirve de base a esta tesis, y que se plantea en el siguiente epígrafe, se apoya en un conjunto de variables que tratan de explicar la retribución del equipo de alta dirección y que se agrupan en económicas, contextuales y políticas.

1.2. DETERMINANTES DE LA RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN: MARCO GENERAL

La literatura previa señala una serie de aspectos fundamentales que influyen en la retribución del equipo de alta dirección y que se agrupan en factores económicos, contextuales y políticos (Finkelstein y Hambrick, 1988) –ver figura 1.1.-. Los factores económicos se refieren fundamentalmente a los resultados de la empresa y al tamaño, así como al mercado laboral; los factores contextuales hacen referencia al contexto en el que actúa la empresa; y los factores políticos se refieren al prestigio o las relaciones sociales del equipo de alta dirección y al gobierno de empresa. Estos factores ejercen una influencia clara y directa en el establecimiento del nivel retributivo del equipo de alta dirección.

En este sentido, el empleo del nivel retributivo y no de otra variable retributiva se justifica por el hecho de que en el contexto español el peso de la retribución fija sobre la variable es mucho mayor –pues la variable sólo representa aproximadamente una cuarta parte del total-. Así, al considerar el nivel retributivo se recoge la mayoría de decisiones retributivas en la empresa, más aún cuando lo que pretendemos estudiar es la media retributiva.

Figura 1.1. Determinantes de la retribución del equipo de alta dirección



Fuente: Elaboración propia a partir de Gómez-Mejía y Wiseman (1997).

1.2.1. FACTORES ECONÓMICOS

Dentro de los factores económicos distinguimos entre resultados y tamaño de la empresa y mercado de trabajo directivo. Mientras que unos estudios sostienen que los *resultados* son el factor que más influye en la retribución del equipo de alta dirección (Kaplan, 1994; Finkelstein y Boyd, 1998; Nourayi y Daroca, 2008), otros, en cambio, abogan porque es el *tamaño* de la empresa (Boyd, 1994; Sanders y Carpenter, 1998; Canarella y Gasparyan, 2008). Desde la perspectiva de agencia y managerialista se han defendido estas dos posturas y, pese a que las relaciones no son concluyentes, parece haber un mayor consenso sobre que el tamaño del consejo de administración ejerce un mayor impacto sobre la retribución del equipo de alta dirección, tal y como predice la teoría managerialista.

Atendiendo al *mercado laboral de directivos*, Roberts (1959), desde la teoría de la productividad marginal, afirma que la retribución del equipo de alta

dirección depende o viene determinada por la intersección de la oferta y la demanda del mercado laboral de directivos (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997). En este sentido, los servicios prestados por el equipo de alta dirección se consideran como “inputs” o factores de producción. Sobre la base de esta teoría, la retribución variará en función de los potenciales sustitutos existentes en el mercado laboral y de las necesidades de la empresa respecto a la contratación de nuevos miembros para el equipo de alta dirección (Finkelstein y Hambrick, 1988). De tal modo que cuando existan pocos directivos en el mercado su nivel retributivo será mayor ya que existe más escasez de profesionales.

También la teoría de la agencia reconoce que las fuerzas del mercado puedan explicar la retribución del equipo de alta dirección, pero señala que esas fuerzas únicamente proporcionan un límite superior de retribución. Esto es, la competición en el mercado de trabajo restringe la cantidad de dinero que el equipo de alta dirección puede obtener antes de que la empresa se vea penalizada en la lucha por la supervivencia. Los directivos que abusan de su posición de poder para obtener retribuciones extraordinarias y que continuamente toman decisiones erróneas y realizan una mala gestión, no sólo arriesgan su fuente de ingresos –la empresa-, sino que también ponen en peligro su propia reputación y el desarrollo de su carrera profesional en el largo plazo (Fama, 1980). El mercado de trabajo, por lo tanto, puede evaluar eficientemente lo bien que el equipo de alta dirección lo está haciendo, por lo que su retribución no puede desviarse demasiado de lo que el mercado considera apropiado (Agrawal y Walkling, 1994) y, en este sentido, tiende a fijar, para un determinado sector, un nivel retributivo mínimo y un rango retributivo que incluye una banda salarial inferior y, a veces, una superior.

1.2.2. FACTORES CONTEXTUALES

Respecto al *contexto externo*, los factores del entorno en los que se desenvuelve la empresa pueden condicionar, en mayor o menor medida, la retribución del equipo de alta dirección (Gómez-Mejía y Sánchez, 2006). En diversos estudios se ha puesto de manifiesto que la empresa tiene una tendencia

creciente a adaptar la retribución del equipo de alta dirección a las características propias del entorno en el que opera, como es la complejidad e incertidumbre del mismo (Rajagopalan y Finkelstein, 1992; Parks y Conlon, 1995), así como los niveles de diferenciación del producto y crecimiento de mercado (Finkelstein y Boyd, 1998). La teoría de la contingencia (Lawrence y Lorsch, 1967) es la que defiende este argumento al sostener que las características del entorno, como por ejemplo el nivel de turbulencia, la incertidumbre y la complejidad (Dess y Beard, 1992), influyen en el diseño organizativo, entre el que se encuentra el sistema de retribución, ya que las empresas deben de adaptarse a ellas para no fracasar. Por lo que se sugiere que el diseño de la retribución del equipo de alta dirección puede evolucionar a medida que cambien las condiciones del entorno.

Estudios, entre otros, como los de Gerhart y Milkovich (1990) y Weber y Rynes (1991), han analizado y concluido que el sector de actividad de la empresa influye en la retribución del equipo de alta dirección. Por su parte, Finkelstein y Boyd (1998) emplean la discrecionalidad directiva como variable que media la relación entre retribución la retribución del equipo de alta dirección y las características del entorno, obteniendo que a medida que el entorno es más dinámico y competitivo la autonomía del equipo de alta dirección es mayor y su nivel retributivo aumenta. Además, concluyen que los resultados de la empresa son superiores cuando la discrecionalidad provocada por el entorno y la retribución están vinculadas que cuando no lo están. Miller *et al.* (2002) obtienen conclusiones similares al observar que la retribución del equipo de alta dirección es mayor en contextos de alta incertidumbre e inestabilidad que en los de media o baja incertidumbre.

1.2.3. FACTORES POLÍTICOS

Respecto a los factores políticos, distinguimos, en primer lugar, entre prestigio o relaciones sociales y gobierno de empresa –consejo de administración y estructura de propiedad-. En relación con el *prestigio o las relaciones sociales* del equipo de alta dirección, las empresas tratan de organizarse de acuerdo con las expectativas de la propia sociedad con el fin de ser aceptadas y tener una buena

reputación y legitimidad (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997). Desde la teoría de la figura política de Ungson y Steers (1984), las recompensas recibidas por los miembros del equipo de alta dirección suelen depender más de variables políticas que económicas. Desde esta perspectiva, las retribuciones del equipo de alta dirección son parte de los “royalties” que la empresa les paga para reforzar su imagen política y simbólica (Ungson y Steers, 1984). La retribución del equipo de alta dirección depende de las habilidades para llevar a cabo el papel de figura política y el mantenimiento de una imagen directiva frente a otros colectivos.

En esta línea, Luthans (1988) evidencia que los miembros del equipo de alta dirección que más éxito tienen son aquellos que ostentan una mejor imagen entre sus superiores e iguales. Belliveau *et al.* (1996) analizan los efectos del capital social –recursos sociales que un individuo dispone así como sus vínculos institucionales- en la retribución del equipo de alta dirección y encuentran que conforme el equipo de alta dirección tiene un mayor prestigio y relaciones sociales su retribución es mayor, coincidiendo con los resultados alcanzados por Barkema y Pennings (1998).

Otro factor muy importante que influye en la retribución del equipo de alta dirección es el *gobierno de empresa*. El gobierno de empresa tiene su antecedente en los contratos incompletos del equipo de alta dirección y en la importancia del reparto de propiedad y poder en la organización. Conseguir un efectivo gobierno de empresa es lograr un mecanismo responsable y racional que asegure tomar decisiones individuales y colectivas adecuadas a las exigencias y circunstancias que vayan surgiendo (Shleifer y Vishny, 1997). Así, el gobierno de empresa hace referencia a los diferentes mecanismos de control de los que dispone el propietario (Baysinger y Hoskisson, 1990) para asegurar que el equipo de alta dirección tome las mejores decisiones, entre los que se encuentran el *consejo de administración* y la *estructura de propiedad*.

Para alcanzar la convergencia de intereses, a través del gobierno de empresa, los propietarios habilitan una serie de mecanismos de supervisión y

motivación para alinear sus intereses con los del equipo de alta dirección (Daily *et al.*, 2003). De todos ellos, los mecanismos de supervisión internos son mucho más efectivos, directos y controlables por parte de la empresa en su objetivo de supervisar al equipo de alta dirección, entre los cuales se encuentra el consejo de administración y la estructura de propiedad. Quizá se trata de los mecanismos que mayor influencia directa tienen en la supervisión del equipo de alta dirección (Jensen, 1993) y en el diseño de su retribución (Finkelstein y Hambrick, 1988; Main y Johnston, 1993).

Por tanto, el gobierno de empresa, a través del consejo de administración y la estructura de propiedad, como mecanismos de control interno del equipo de alta dirección influye en el establecimiento de su nivel retributivo, por lo que resulta importante analizarlos en profundidad para comprobar qué tipo de relación presentan y de qué modo pueden favorecer el alineamiento de los intereses de los propietarios y del equipo de alta dirección, moderando la retribución del equipo de alta dirección y creando incentivos para que maximicen el valor de la empresa.

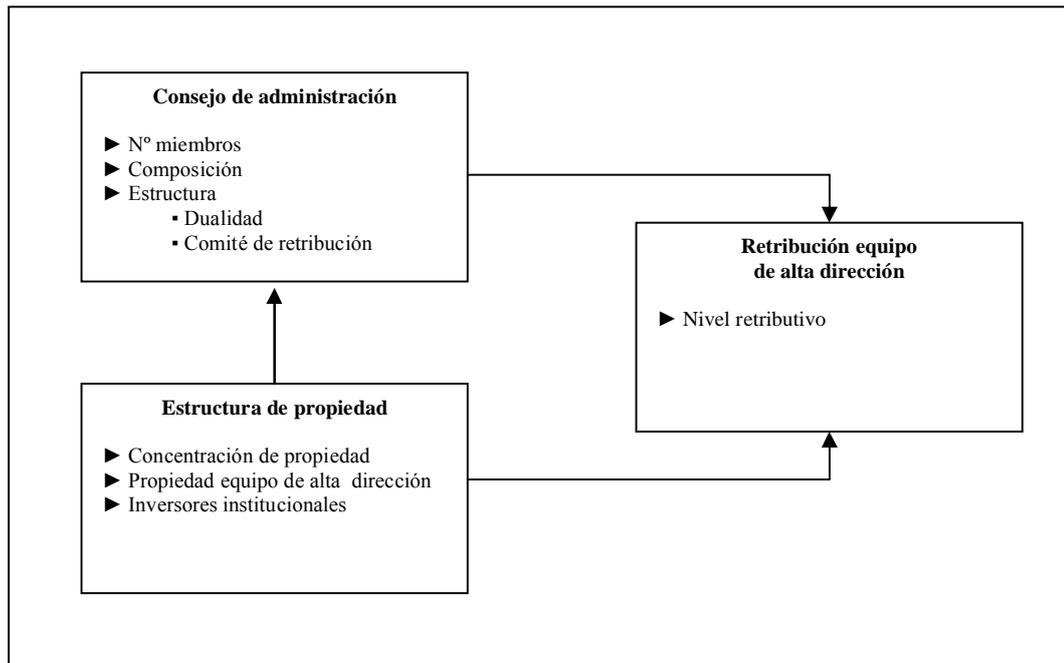
Partiendo de la premisa de que los elementos del gobierno de empresa son los que probablemente puedan determinar más directamente la capacidad de las empresas para ajustar la retribución del equipo de alta dirección a los cambios en los factores económicos y contextuales, se les va a prestar una especial atención en esta investigación. En el siguiente epígrafe se analizan dichos elementos con más detalle.

1.3. LA RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN EN UN CONTEXTO DE GOBIERNO DE EMPRESA

Desde un marco de agencia, la separación entre propiedad y control de la empresa, la información asimétrica y la discrecionalidad del equipo de alta dirección, pueden dar lugar a un conflicto de intereses entre propietarios y el equipo de alta dirección (Jensen y Meckling, 1976). Este marco teórico permite cuestionar que el equipo de alta dirección no tiene por qué perseguir la maximización de la riqueza de los propietarios, dejando abierta la posibilidad de

que adopten iniciativas que optimicen su propia utilidad y bienestar personal (Grabke-Rundell y Gómez-Mejía, 2002). A través del gobierno de empresa, concretamente del consejo de administración y de la estructura de propiedad, como se puede apreciar en la figura 1.2., los propietarios tratan de controlar las actuaciones y la retribución del equipo de alta dirección a través de diferentes procesos, estructuras y mecanismos.

Figura 1.2. Factores políticos: Gobierno de empresa



Fuente: Elaboración propia.

A continuación se analizan cada uno de ellos.

1.3.1. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

El consejo de administración es el principal órgano que representa los intereses de los propietarios y vigila los posibles comportamientos oportunistas del equipo de alta dirección (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1993). Se trata del mecanismo de supervisión interno más eficaz para vigilar, supervisar, incentivar y motivar al equipo de alta dirección (Daily *et al.*, 2003), a través del establecimiento y control de su retribución; alineando, de tal modo, los intereses de los propietarios con los del equipo de alta dirección (Chatterjee *et al.*, 2003).

Diversos estudios sostienen que la influencia del consejo de administración sobre el equipo de alta dirección y su retribución depende de la capacidad de control que tenga este órgano (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998; Brick *et al.*, 2006), la cual se puede ver afectada por aspectos tales como: (1) el número de consejeros, (2) el tipo de consejeros predominante, (3) la coincidencia en una misma persona del cargo de máximo miembro del equipo de alta dirección y presidente del consejo de administración y (4) la existencia de un comité de retribución –ver figura 1.2.-. Estos elementos deben ser tenidos en cuenta a la hora de investigar el consejo de administración, ya que pueden influir en la función de incentivar al equipo de alta dirección, a través de sistema de retribución adecuado que guíe las actuaciones de éstos hacia la consecución de los objetivos de la empresa (Jensen, 1993; Chatterjee *et al.*, 2003).

Un mayor tamaño del consejo de administración supone una mayor supervisión sobre el equipo de alta dirección, así como una mayor calidad en sus decisiones corporativas. Sin embargo, un elevado tamaño puede ser un obstáculo para la toma de decisiones rápidas y eficientes. A medida que el tamaño del consejo es mayor los niveles de supervisión sobre el equipo de alta dirección disminuyen, lo que implica una mayor discrecionalidad de los miembros del equipo de alta dirección para establecer un mayor nivel retributivo (Sanders y Carpenter, 1998; Core *et al.*, 1999). En cambio, otros evidencian que si el tamaño es muy pequeño la supervisión sobre el equipo de alta dirección es menor y tienen una mayor discrecionalidad para recibir un mayor nivel retributivo (Brick *et al.*, 2006). Otros estudios no encuentran una relación lineal. Por ejemplo, Yermack (1996) evidencia una relación parabólica, de manera que aumentos en el número de consejeros provoca un incremento de la supervisión, pero a partir de un determinado punto la eficacia supervisora disminuye a medida que aumenta el número de consejeros, lo que provoca, a su vez, incrementos en los niveles retributivos del equipo de alta dirección.

Respecto a la composición, los consejos de administración dominados por consejeros externos son más eficaces y ejercen un mayor control sobre la

retribución del equipo de alta dirección, en el sentido de moderar su nivel retributivo (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998). En esta misma línea, Hermalin y Weisbach (2003) encuentran que en las empresas en las que el consejo de administración está compuesto por una mayor proporción de consejeros externos, suelen adoptar mejores decisiones sobre retribución y sustitución del equipo de alta dirección.

En relación con la estructura del consejo de administración, en el caso de que exista dualidad se produce una mayor concentración de poder en una misma persona, lo que le puede llevar al equipo de alta dirección a adoptar decisiones en beneficio propio sin tener en cuenta los intereses de los propietarios e incluso desarrollar acciones en contra de ellos (Coles *et al.*, 2001). En lo que se refiere al nivel retributivo, cuando existe dualidad el equipo de alta dirección tiene un mayor poder de influencia en los miembros del consejo de administración, lo que hace que su discrecionalidad sea mayor y emplee su poder para recibir un mayor nivel retributivo (Cyert, 2002; Brick *et al.*, 2006).

Por otra parte, es de especial interés para el diseño retributivo del equipo de alta dirección el comité de retribución, que es el encargado de fijar su paquete retributivo (Daily *et al.*, 1998; Newman y Mozes, 1999). No cabe duda, que en ausencia de comité de retribución o cuando no esté constituido por miembros externos el equipo de alta dirección tiene la oportunidad de recompensarse a sí mismo o de influir en los miembros del comité para que diseñen un sistema de retribuciones congruente con su interés personal, sin tener en cuenta el de los propietarios (Main y Johnston, 1993; Ezzamel y Watson, 1998). Daily *et al.* (1998), investigando sobre los efectos de las comparaciones sociales cuando el equipo de alta dirección tiene la posibilidad de influir en los miembros del comité de retribución encuentran que el nivel de retribución del equipo de alta dirección está muy influenciado por dicho comité. Main y Johnston (1993) evidencian que en aquellas empresas que tienen comité de retribución el nivel retributivo del equipo de alta dirección es superior. No obstante, otros estudios llegan a la conclusión de que la existencia de este comité no guarda relación con un menor

nivel retributivo (Newman y Mozes, 1999), sugiriendo que la existencia de este comité no es suficiente para evitar los problemas de agencia (Ezzamel y Watson, 1998).

1.3.2. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La estructura de propiedad es un mecanismo de control interno que se centra en los aspectos que definen la propiedad de la empresa. Berle y Means (1932) conciben la propiedad a través de la siguiente definición: "... la empresa es el medio por el cual la riqueza de innumerables individuos ha sido concentrada en un enorme agregado a través del cual el control de ésta ha sido cedido a una única dirección". De tal modo, la estructura de propiedad hace referencia a la forma en la que redistribuyen los títulos o derechos de representación del capital de la empresa en una o varias personas físicas o jurídicas. Demsetz (1983) señala que la estructura de propiedad no es sino el reflejo del equilibrio existente entre las preferencias que tienen los propietarios y el equipo de alta dirección.

El poder de supervisión derivado de la estructura de propiedad se traduce en un tipo de control ejercido sobre la empresa y sobre el equipo de alta dirección. El control último viene dado por la distribución de la propiedad y la capacidad de cualquier propietario o grupo de ellos de influir en las decisiones adoptadas por el equipo de alta dirección y por el consejo de administración. Diversos han sido los estudios que han puesto de manifiesto que la estructura de propiedad es un mecanismo de supervisión natural que ejerce un gran control sobre la actuación, discrecionalidad y retribución del equipo de alta dirección (Short, 1994; Zajac y Westphal, 1995).

La concentración de propiedad nos informa de si la propiedad está concentrada en manos de unos pocos accionistas mayoritarios, o si por el contrario está dispersa en pequeños propietarios minoritarios (Zajac y Westphal, 1994). El grado de concentración de la propiedad es un factor importante ya que ayuda a superar el problema de la falta de incentivos para la supervisión. Cuando la concentración de propiedad es menor, la separación entre control y propiedad

también lo es y mayores son, por lo tanto, los problemas de agencia, pues los propietarios son los que tienen que soportar el riesgo inherente a las decisiones de la gerencia. Atendiendo a la figura 1.2., según la estructura de propiedad se caracterice por ser una propiedad muy concentrada o no, por una estructura cuya propiedad esté mayoritariamente en manos del equipo de alta dirección o que pertenezca en mayor porcentaje a los inversores institucionales, ésta determinará la retribución recibida por el equipo de alta dirección (Zajac y Westphal, 1995; David *et al.*, 1998).

Concretamente, a medida que la propiedad está más concentrada se espera un mayor control sobre el equipo de alta dirección (Shleifer y Vishny, 1986) al existir una mayor unidad de mando, lo que influye en la retribución recibida por ser menor el nivel retributivo (Lambert *et al.*, 1993; Cyert *et al.*, 2002). Cuando el equipo de alta dirección participa en la propiedad de la empresa, a través del efecto alineación, sus intereses se alinean con los de los propietarios y su retribución se caracteriza por un menor nivel retributivo (Boyd, 1994; Core *et al.*, 1999). No obstante, a medida que el equipo de alta dirección posee una elevada participación en la propiedad de la empresa se produce el efecto atrincheramiento, con un menor control sobre el equipo de alta dirección y una mayor discrecionalidad de éstos, lo que hace que nivel retributivo sea mayor (Mangel y Singh, 1993; Vafeas, 2003). Cuando la propiedad está en manos de inversores institucionales, la presencia de este tipo de accionistas hace que la supervisión sobre el equipo de alta dirección sea mayor y su nivel retributivo sea menor (David *et al.*, 1998; Hartzell y Starks, 2003).

Teniendo en cuenta que los factores económicos y contextuales influyen en la determinación del equipo de alta dirección, se considera que los factores políticos, los cuales son más controlables por la empresa, actúan como medio de ajuste para adaptar el nivel retributivo del equipo de alta dirección a los cambios en estos factores.

1.4. ESTRUCTURA DE LA INVESTIGACIÓN

La presente investigación se estructura en tres capítulos, cada uno de ellos con un estudio. En el segundo capítulo, se pretende conseguir una visión más fiel y detallada de los determinantes que influyen en el establecimiento del nivel retributivo del equipo de alta dirección así como la capacidad que tienen las empresas para adaptar el nivel retributivo del equipo de alta dirección a los cambios en los factores económicos, contextuales y políticos. En concreto, se pretende: (1) analizar los factores que explican el nivel retributivo del equipo de alta dirección y el por qué de que unos equipos de alta dirección reciban una retribución mayor que otros; (2) estudiar la evolución dinámica de su nivel retributivo en función de dichos factores económicos, contextuales y políticos; y (3) contrastar la capacidad adaptación o rigidez que tienen las empresas para adaptar el nivel retributivo del equipo de alta dirección a los cambios en estos factores.

En el tercer capítulo, se centra la atención en los factores políticos y se trata de comprobar si el consejo de administración, a través de su tamaño y composición, actúa como moderador del nivel retributivo del equipo de alta dirección y de los resultados de la empresa y permite ajustar el nivel a los cambios en los factores económicos y contextuales. Para lo cual, se parte de la premisa de que los factores políticos son más controlables por la empresa. Concretamente se pretende: (1) conocer en qué medida el tamaño y la composición del consejo de administración influyen y moderan el nivel retributivo del equipo de alta dirección y permiten ajustarlo a los cambios en los factores económicos y contextuales; (2) investigar el efecto conjunto del consejo de administración y del nivel retributivo sobre los resultados de la empresa; (3) observar si los postulados de agencia son extensibles al caso español; (4) comprobar si las nuevas formas de buen gobierno han producido efecto en la eficacia de los consejos de administración y cómo se ha visto influida la retribución del equipo de alta dirección y los resultados de la empresa.

En el cuarto capítulo, además de analizar el consejo de administración, dentro de los factores de gobierno, añadimos un nuevo aspecto: la estructura de propiedad. Para ello, se parte de la idea de que la estructura de propiedad determina la eficiencia del consejo de administración –a través de su dependencia y operatividad- y ambos mecanismos, de forma conjunta, influyen la supervisión del equipo de alta dirección y en su retribución. En el estudio empírico se ha considerado como principales medidas de propiedad la concentración de propiedad. Dentro de la concentración de propiedad distinguimos entre tres aspectos fundamentales, en función del tipo de accionista mayoritario: equipo de alta dirección, inversores institucionales y propietarios. Los objetivos principales son: (1) comprobar la influencia de la estructura de propiedad en la operatividad del consejo de administración y su influencia en el nivel retributivo del equipo de alta dirección; (2) analizar en qué medida el efecto conjunto de ambos mecanismos modera el nivel retributivo del equipo de alta dirección y permite adaptarlo a los cambios en los factores económicos y contextuales; (3) estudiar el tipo de propietario mayoritario más adecuado para reducir los problemas de agencia y moderar el nivel retributivo del equipo de alta dirección; y (4) conocer las características que debe de tener el gobierno de empresa para que ejerza un control eficaz sobre el equipo de alta dirección y su retribución.

Por último, se elaboran una serie de conclusiones finales que recogen los resultados más importantes evidenciados.

1.5. BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A.; Walkling, R.A. (1994). Executive careers and compensation surrounding takeovers bids. *Journal of Finance*, vol. 49, pp. 985-1014.
- Barkema, H.G.; Pennings, J.M. (1998). Top management pay: Impact of overt and covert power. *Organization Studies*, vol. 19, pp. 975-1003.
- Baysinger, B.; Hoskisson, R.E. (1990). The composition of board of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, vol. 15, pp. 72-87.

- Belkaoui, A.; Picur, R. (1993). An analysis of the use of accounting and market measures of performance, CEO experience and nature of deviation from analyst forecast. *Managerial Finance*, vol. 19, pp. 20-32.
- Belliveau, M.A.; O'Reilly, C.A.; Wade, J.B. (1996). Social capital at the top: Effects of social similarity and status on CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 39, pp. 1568-1593.
- Berle, A.A.; Means, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. MacMillan. Nueva York.
- Boyd, B.K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 335-344.
- Brick, I.E.; Palmon, O.; Wald, J.K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism. *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, pp. 403-423.
- Canarella, G.; Gasparyan, A. (2008). New insights into executive compensation and firm performance. *Managerial Financial*, vol. 34, pp. 537-554.
- Carpenter, M.A.; Sanders, W.G. (2002). Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal*, vol. 23, pp. 367-375.
- Chatterjee, S.; Harrison, J.S.; Bergh, D.D. (2003). Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing. *Strategic Management Journal*, vol. 24, pp. 87-96.
- Coles, J.; McWilliams, V.B.; Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, vol. 27, pp. 23-50.
- Canyon, M.J.; Peck, S.I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 146-151.

- Core, J.E.; Holthausen, R.W.; Larcker, D.F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 371-406.
- Cyert, R.; Kang, S.; Kumar, P. (2002). Corporate Governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence. *Management Science*, vol. 48, pp. 453-469.
- Daily, C.M.; Johnson, J.L.; Ellstrand, A.E.; Dalton, D.R. (1998). Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, n. 2, pp. 209-220.
- Daily, C.M.; Dalton, D.R.; Rajagopalan, N. (2003). Governance through ownership centuries of practice, decades of research. *Academy of Management Journal*, vol. 46, pp. 151-158.
- David, P.; Kochhar, R.; Levitas, E. (1998). The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 200-208.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 375-390.
- Dess, G.; Beard, D.W. (1992). Dimensions of organizational task environments. *Administrative Science Quarterly*, vol. 29, pp. 59-73.
- Ezzamel, M.A.; Watson, R. (1998). Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: Evidence from the United Kingdom. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 221-231.
- Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, vol. 88, pp. 288-301.
- Finkelstein, S.; Boyd, B.K. (1998). How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 179-199.

- Finkelstein, S.; Hambrick, D.C. (1988). Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation. *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 543-558.
- Gerhart, B.; Milkovich, G.T. (1990). Organizational differences in managerial compensation and financial performance. *Academy of Management Journal*, vol. 33, pp. 663-691.
- Gómez-Mejía, L.R.; Sánchez, G. (2006). *La retribución y los resultados de la organización: Investigación y práctica retributiva*. Prentice-Hall. Madrid.
- Gómez-Mejía L.R.; Wiseman R.M. (1997). Reframing executive compensation: and assessment and outlook. *Journal of Management*, vol. 23, pp. 291-374.
- Grabke-Rundell, A.; Gómez-Mejía, L.R. (2002). Power as a determinant of executive compensation. *Human Resource Management Review*, vol. 12, pp. 3-23.
- Gray, S.R.; Canella, A.A. (1997). The role of risk in executive compensation. *Journal of Management*, vol. 23, pp. 517-540.
- Hartzell, J.C.; Starks, L.T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The Journal of Finance*, vol. 58, pp. 2351-2374.
- Henderson, A.D.; Fredrickson, J.W. (2001). Top management team coordination needs and the CEO pay gap: A competitive test of economic and behavioral views. *Academy of Management Journal*, vol. 44, pp. 96-117.
- Hermalin, B.E.; Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, vol. 9, pp. 7-26.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economic*, vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, M.C. (1993). The modem industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, pp. 4-23.

- Jensen, M.C.; Murphy, K.J. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, vol. 98, pp. 225-264.
- Kaplan, S.N. (1994). Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy*, vol. 102, pp. 510-546.
- Kostiuk, P.F. (1990). Firm size and executive compensation. *Journal of Human Resources*, vol. 25, pp. 90-105.
- Lambert, R.; Lacker, D.F.; Weigelt, K. (1993). The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, pp. 438-461.
- Lawrence, P.R.; Lorsch, J.W. (1967). *Organization and environment*. Harvard University Press. Boston.
- Luthans, F. (1988). Successful vs. effective real managers. *Academy of Management Executive*, vol. 2, pp. 127-132.
- Main, B.G.M.; Johnston, J. (1993). Remuneration committees and corporate governance. *Accounting and Business Research*, vol. 23, pp. 351-362.
- Mangel, R.; Singh, H. (1993). Ownership structure, board relations and CEO compensation in Large U. S. corporations. *Accounting and Business Research*, vol. 23, pp. 339-350.
- Miller, J.S.; Wiseman, R.M.; Gómez-Mejía, L.R. (2002). Firm performance consequences of the fit among CEO compensation design, managerial discretion and business risk. *Academy of Management Journal*, vol. 45, pp. 745-756.
- Newman, H.; Mozes, H. (1999). Does de composition of the compensation committee influence CEO compensation practices? *Financial Management*, vol. 28, pp. 41-53.
- Nourayi, M.M.; Daroca, F.P. (2008). CEO compensation, firm performance and operational characteristics. *Managerial Finance*, vol. 34, pp. 562-584.

- Parks, J.M.; Conlon, E.J. (1995). Compensation contracts: Do agency theory assumptions predict negotiated agreements? *Academy of Management Journal*, vol. 38, pp. 821-838.
- Rajagopalan, N.; Finkelstein, S. (1992). Effects of strategic orientation and environmental change on senior management reward systems. *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 127-142.
- Roberts, D.R. (1959). A general theory of executive compensation based on statistically tested propositions. *Quarterly Journal of Economic*, vol. 70, pp. 270-294.
- Sanders, W.G.; Carpenter, M.A. (1998). Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 158-178.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737-783.
- Short, H. (1994). Ownership, control, financial structure and the performance of the firm. *Journal of Economic Surveys*, vol. 8, pp. 203-249.
- Smyth, D.J.; Boyes, W.J.; Peseau, D.E. (1975). *Size, growth, profits and executive compensation in the large corporation*. Holmes & Meier. New York.
- Tosi, H.L.; Werner, S.; Katz, J.P.; Gómez-Mejía, L.R. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, vol. 26, pp. 301-339.
- Ungson, G.R.; Steers, R.M. (1984). Motivation and politics in executive compensation. *Academy of Management Review*, vol. 9, pp. 313-323.
- Vafeas, N. (2003): Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Financial Management*, vol. 32, pp. 53-70.

Weber, C.; Rynes, S. (1991). Effects of compensation strategy on job pay decisions. *Academy of Management Journal*, vol. 34, pp. 86-109.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 185-213.

Zajac, E.J.; Westphal, J.D. (1994). The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large U.S. corporations: When is more not better? *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 121-142.

Zajac, E.J.; Westphal, J.D. (1995). Accounting for the explanations of CEO compensation: Substance and symbolism. *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, pp. 283-308.

CAPÍTULO II

LA RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN: DETERMINANTES Y CAPACIDAD DE AJUSTE

2.1. INTRODUCCIÓN

Aunque la literatura sobre retribución ha tratado de demostrar, con base en la teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976), la existencia de una correlación entre la retribución de la alta dirección y los resultados de la empresa (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997), solo ha conseguido corroborar claramente un fuerte vínculo con el tamaño de la empresa (Murphy, 1999). Las razones que se han esgrimido para explicar la poca sensibilidad de la retribución ante cambios en los resultados han sido variadas –una revisión detallada se puede ver en Gómez-Mejía (1994) y Tosi *et al.* (2000)-, pudiéndose resumir en tres principales.

En primer lugar, los estudios han omitido importantes variables que pueden contribuir a comprender de forma más global los determinantes que influyen en el diseño de la retribución de la alta dirección. A pesar de que esto se viene recomendando desde hace años (Finkelstein y Hambrick, 1988; Rajagopalan y Prescott, 1990), la mayoría de las investigaciones han tratado de explicar la retribución de la alta dirección en relación con unos pocos factores, fundamentalmente por motivos de validez y “resultadismo” estadístico. Es preciso, por ello, considerar todos los posibles factores –económicos, contextuales y políticos- que pueden afectar, bien de forma directa o indirecta, bien de manera interna o externa, al diseño de la retribución de la alta dirección (Finkelstein y Hambrick, 1989).

En segundo lugar, muchos de los estudios se han concentrado en la figura del máximo directivo o CEO (Chief Executive Officer, en sus siglas en inglés), lo que supone excluir la influencia del resto de altos directivos de la empresa (Carpenter y Sanders, 2004). Cambiar el enfoque de investigación con el fin de considerar los efectos potenciales de la retribución del equipo de alta dirección sobre los resultados de la empresa (Henderson y Fredrickson, 2001), puede contribuir a tener una visión más completa de tales relaciones. En este sentido, ya Carpenter y Sanders (2002) encontraron que la fuerza de la relación entre la retribución del máximo directivo y los resultados de la empresa viene moderada por la forma y cuantía de la retribución del equipo de alta dirección.

Pero probablemente, la razón más importante tiene que ver con el horizonte temporal del análisis (Gerhart y Milkovich, 1990). La gran mayoría de estudios previos apenas han evaluado el ajuste de la retribución de la alta dirección a lo largo del tiempo; a lo sumo, algunos se han limitado a realizar análisis transversales a través de tasas de variación (Werner *et al.*, 2005). Es necesario, por tanto, adoptar una visión más dinámica en el estudio de la retribución de la alta dirección, a fin de incorporar los efectos retardados y realmente ser capaces de analizar la capacidad de ajuste de la retribución a lo largo del tiempo (Boschen y Smith, 1995; Cho y Shen, 2007).

Teniendo en cuenta estas deficiencias, con este capítulo se trata de conseguir una explicación lo más fiel y detallada posible de los determinantes del nivel retributivo del equipo de alta dirección, así como de la capacidad que tienen las empresas para adaptar el nivel retributivo de su equipo de alta dirección ante cambios en los factores económicos, contextuales y políticos (Cho y Shen, 2007). En concreto, los objetivos que se plantean tratan de responder, desde una perspectiva global, a las siguientes cuestiones: (1) por qué unos equipos de alta dirección cobran más que otros, es decir, las razones que explican sus niveles retributivos; (2) la evolución dinámica del nivel retributivo del equipo de alta dirección en función de los principales factores que lo determinan; y (3) la capacidad de adaptación, o rigidez vs. flexibilidad, que tiene las empresas para modificar los niveles retributivos del equipo de alta dirección y adecuarlos a los requerimientos específicos en cada momento.

Además, este estudio aporta una visión alternativa a la de las empresas anglosajonas, al centrarse en la retribución del equipo de alta dirección en las empresas cotizadas españolas, caracterizadas por desarrollar sus actividades en un contexto institucional altamente regulado e intervenido (Fernández-Alles *et al.*, 2006; Sánchez-Marín, 2008) y con un gobierno corporativo poco eficiente (La Porta, *et al.*, 1998; Ricart *et al.*, 1999). En este sentido, resulta interesante examinar la capacidad de las empresas para adaptar el nivel retributivo del equipo de alta dirección en función de los cambios acaecidos dentro de su contexto

particular y mostrar, finalmente, cual es la distancia del ajuste retributivo óptimo considerando las particularidades del gobierno corporativo español.

2.2. NIVEL RETRIBUTIVO DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN: FACTORES EXPLICATIVOS Y CAPACIDAD DE AJUSTE

2.2.1. FACTORES EXPLICATIVOS DEL NIVEL RETRIBUTIVO DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN

Finkelstein y Hambrick (1988) sostienen que los factores que influyen en la determinación del nivel retributivo del equipo de alta dirección se pueden agrupar, según su naturaleza, en económicos, contextuales y políticos.

Los factores económicos se relacionan principalmente con el *tamaño* y los *resultados* de la empresa. Existe un amplio debate, aún por resolver, sobre los efectos del tamaño y los resultados de la empresa en el diseño de la retribución del equipo de alta dirección (Murphy, 1999; Tosi *et al.*, 2000). A pesar de la falta de consenso sobre cual de los dos ejerce mayor influencia, tanto desde la perspectiva managerialista como de agencia, se ha demostrado que ambos factores ejercen una gran influencia en el nivel retributivo del equipo de alta dirección (Veliyath *et al.*, 1994; Miller, 1995). El *mercado laboral* se configura como el tercer gran factor económico. Desde la teoría neoclásica se afirma que el nivel retributivo del equipo de alta dirección viene determinado por la intersección de la oferta y la demanda del mercado de trabajo de directivos (Roberts, 1959). De este modo, el nivel retributivo puede aumentar o disminuir en función de la existencia de posibles candidatos disponibles en el mercado laboral y de las necesidades de la empresa (Finkelstein y Hambrick, 1988). También, desde un punto de vista de agencia, algunos estudios encuentran que el mercado laboral ejerce influencia en el nivel retributivo: los directivos que persiguen sus intereses en detrimento de los de la empresa, pueden verse perjudicados no solo en su nivel retributivo, sino también en su reputación y carrera, al ser conocidas sus actuaciones en el mercado laboral (Fama, 1980; Agrawal y Walkling, 1994).

Respecto a los factores contextuales que influyen en el nivel retributivo del equipo de alta dirección han sido analizados desde distintas perspectivas, con aproximaciones desde el análisis social (O'Reilly *et al.*, 1988), institucional (Zajac y Westphal, 1995) o estratégico (Rajagopalan, 1997). En todas ellas se pone en común el concepto de *complejidad de la empresa*, que tiene repercusiones directas en la libertad de opciones de las que dispone el directivo a la hora de tomar decisiones estratégicas (Hambrick y Finkelstein, 1987). En este sentido, diversos estudios encuentran que en empresas con una elevada complejidad interna o corporativa –gran diversificación e alta intensidad de capital- y externa o de mercado –en crecimiento y con una demanda inestable-, se incrementa el impacto potencial del equipo de alta dirección sobre los resultados (Finkelstein y Boyd, 1998), debido a la necesidad de mayor nivel de habilidades y conocimientos para enfrentarse a dichas complejidades (Henderson y Fredrickson, 1996; Carpenter y Sanders, 2002). En consecuencia, el nivel retributivo del equipo de alta dirección tiende a ser mayor.

Por último, en relación con los factores políticos, la literatura ha hecho hincapié en la influencia del *gobierno de empresa* y del *prestigio social de los directivos* en la retribución del equipo de alta dirección. Desde una perspectiva de agencia, la eficiencia del gobierno de empresa con relación a su capacidad supervisora se ha vinculado con la estructura de propiedad y la composición del consejo de administración (Hermalin y Weisbach, 2003). Por lo general, una propiedad más concentrada y una mayor proporción de consejeros externos se asocia con una supervisión más eficiente y, consecuentemente, con menores niveles retributivos para el equipo de alta dirección (Tosi y Gómez-Mejía, 1994; Zajac y Westphal, 1994). En cuanto a los aspectos sociales, uno de los más analizados ha sido la influencia del prestigio del directivo (Ungson y Steers, 1984). Desde la teoría del capital social, la retribución se concibe como el producto de los “royalties” que la empresa otorga al directivo por su habilidad política para mantener una imagen corporativa frente a otros colectivos internos y externos (Luthans, 1988). En este sentido, a medida que los miembros del equipo de alta dirección tienden a acumular mayor capital social, medido en términos de

prestigio y de relaciones sociales, su nivel retributivo es mayor (Belliveau *et al.*, 1996).

Hipótesis 1: El nivel retributivo del equipo de alta dirección se incrementa con: (a) el tamaño de la empresa, los resultados de la empresa y la escasez de directivos en el mercado laboral; (b) la complejidad de la empresa; y (c) la ineficiencia del gobierno de empresa y el prestigio social del equipo de alta dirección.

2.2.2. AJUSTE DEL NIVEL RETRIBUTIVO DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN

De acuerdo con la perspectiva institucional, las empresas están condicionadas por su contexto social y tratan de adoptar aquellas estructuras y procesos que mejor se adapten a las normas, valores y creencias de su entorno institucional (Suchman, 1995). Uno de los principales factores institucionales es la regulación. El pilar normativo afecta a la definición de las normas y su control y a la estipulación de sanciones y recompensas como estrategias que rigen el comportamiento futuro (Scott, 1995). En este sentido, DiMaggio y Powell (1983) ven fuerzas coercitivas asociadas con la regulación, las cuales reflejan el modo en que estructuras como la del Estado pueden ejercer presión sobre las empresas para que acepten determinadas normas, incluidas las relacionadas con la gestión de la retribución de sus directivos (Westphal y Zajac, 1994; Zajac y Westphal, 1995).

Las restrictivas leyes y reglamentos existentes en España hacen que la gestión de las retribuciones del equipo de alta dirección sea uno de los procesos de gestión más difíciles de llevar a cabo en la empresa. Así, Fernández-Alles *et al.* (2006) llegan a confirmar que los sistemas de retribución del equipo de alta dirección en las empresas españolas suelen ser más una respuesta global al contexto social y normativo que una adaptación particular en busca de la eficiencia económica. Este alto nivel de intervención tiene implicaciones directas cuando se analiza el procedimiento utilizado para establecer la retribución de los miembros del equipo de alta dirección y las características de la misma (Romero y

Valle, 2001; Sánchez-Marín, 2008): (1) apenas se compite en términos de componentes retributivos –mix-, sino que las comparaciones se realizan en términos de retribución total –nivel-; (2) la retribución fija tiene un peso mayoritario, cuyo mínimo generalmente oscila entre el 70% y el 75%; y (3) los procedimientos de administración de la retribución son bastante rígidos y formalizados. Este contexto tan regulado representa, por lo tanto, un bajo nivel de discrecionalidad para las organizaciones (Finkelstein y Boyd, 1998), lo que implica, independientemente de las características particulares de cada empresa, menos opciones en el diseño retributivo y, por lo tanto, menores oportunidades para ajustar el nivel retributivo del equipo de alta dirección a los factores económicos, contextuales y políticos (Rajagopalan y Finkelstein, 1992; Cho y Shen, 2007).

Hipótesis 2: El ajuste del nivel retributivo del equipo de alta dirección en entornos institucionales altamente regulados es bajo con relación a los cambios en los factores económicos, contextuales y políticos.

2.2.3. DETERMINANTES DE LA CAPACIDAD DE AJUSTE DE LA RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN

A pesar de la baja disponibilidad de ajuste general derivada del entorno institucional, la empresa aún sigue disponiendo de cierta capacidad para adaptar del nivel retributivo del equipo de alta dirección. Esta capacidad de adaptación depende, sobre todo, de su gobierno corporativo interno. En esta línea, la literatura ha remarcado el importante papel de la estructura de propiedad y del consejo de administración en la determinación, diseño y control de las retribuciones del equipo de alta dirección (Finkelstein y Hambrick, 1988; Werner *et al.*, 2005). Las prácticas de supervisión efectivas que alinean los intereses de los propietarios con los de los miembros del equipo de alta dirección y que tratan de impedir que éstos lleven a cabo acciones que no beneficien a la empresa, influyen claramente en su nivel retributivo (Tosi y Gómez-Mejía, 1994). Diversos estudios señalan ciertas características que diferencian el sistema español de gobierno corporativo con respecto al anglosajón (La Porta *et al.*, 1998; Ricart *et al.*, 1999): una mayor

concentración de propiedad, una deficiente actividad de vigilancia por parte de los consejos y una actividad de mercado insuficiente para ejercer apropiadamente como mecanismo de control corporativo. Como consecuencia, la capacidad de las empresas españolas para supervisar y adaptar los niveles retributivos del equipo de alta dirección a los factores económicos, contextuales y políticos tiene mucho margen de mejora (La Porta *et al.*, 1999) y va a depender, fundamentalmente, no de la estructura de propiedad o de la composición del consejo, sino más bien de la funcionalidad operativa de su gobierno interno (Denis y McConnell, 2003).

En este sentido, considerando que las empresas cotizadas tienen consejos de administración con una composición adecuada a las normas de buen gobierno corporativo¹ y que las estructuras de propiedad suelen ser bastante concentradas (Salas, 2002) y, por tanto, también adecuadas desde la perspectiva de la eficiencia supervisora, no puede considerarse que dichas variables realmente discriminen con respecto a la eficiencia supervisora del gobierno (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998). Así, la composición del consejo o la estructura de propiedad pueden considerarse más bien como variables "stock" de gobierno mientras que, el elemento diferencial de la eficiencia supervisora viene más bien representado por la operatividad del gobierno en sus funciones de vigilancia del día a día. Estas variables, que podrían calificarse como variables de "flujo" de gobierno, han sido identificadas por la literatura, asociándolas con la ausencia de dualidad en el consejo (Boyd, 1994; Westphal y Zajac, 1995) y con el funcionamiento activo del comité de retribución (Ezzamel y Watson, 1998).

Hipótesis 3: La capacidad de la empresa para ajustar el nivel retributivo del equipo de alta dirección se incrementa con la operatividad del gobierno de empresa.

¹ Según lo establecido en el vigente Código Unificado de Buen Gobierno (2006), que a su vez está basado de forma general en las recomendaciones del Informe Cadbury (1992), los consejos de administración deben estar formados por un número de miembros de entre cinco y quince, de los cuales aproximadamente dos tercios deben ser externos independientes.

2.3. METODOLOGÍA

2.3.1. MUESTRA Y OBTENCIÓN DE DATOS

El análisis se circunscribe a las empresas cotizadas españolas que emiten informes de gobierno corporativo y son publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La información relacionada con la retribución del equipo de alta dirección, la composición de los consejos de administración y el funcionamiento de los comités de retribución se ha obtenido mediante los informes de gobierno corporativo de la CNMV. Los datos específicos sobre tamaño, resultados, estructura de propiedad y complejidad de la empresa, así como sobre el prestigio del equipo de alta dirección se han obtenido a partir de la base de datos OSIRIS (fuente: Bureau Van Dyck Electronic Publishing) y de los estados financieros anuales. Las variables macroeconómicas relacionadas con el mercado de trabajo se han obtenido del Instituto Nacional de Estadística (INE).

Las empresas incluidas en el estudio son organizaciones no financieras que cotizan en bolsa y que han publicado sus informes de gobierno corporativo desde el año 2003 –primer año de publicación de los informes de gobierno corporativo– hasta el 2007 –último año disponible hasta la fecha–. La muestra final para la cual está disponible la información para todo el periodo comprende un total de 56 empresas.

2.3.2. MEDICIÓN DE VARIABLES

Nivel retributivo del equipo de alta dirección. El nivel retributivo se mide, siguiendo la misma operacionalización utilizada en otros trabajos (Finkelstein y Boyd, 1998; Carpenter y Sanders, 2002), como el promedio anual de la *retribución total recibida por el equipo de alta dirección* (TMTC) que no pertenecen al consejo de administración.

Factores económicos. Los *resultados de la empresa* (PERF) es una variable creada a partir de la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera y el ratio q de Tobin (Tosi y Gómez-Mejía, 1994). Las tres medidas de resultados han sido sometidas a un análisis factorial de componentes principales, cuyo

componente principal ha sido introducido posteriormente en los modelos de regresión. La proporción de varianza explicada es de 63.78 y el valor del factor principal es de 0.162, 0.726 y 0.667. El *tamaño de la empresa* (SIZE) se ha creado de nuevo a partir de analizar factorialmente el número de empleados y el valor de los activos de la empresa (Tosi y Gómez-Mejía, 1994). El valor propio del principal componente es 0.707 y 0.707 y la proporción de varianza explicada es de 69.51. El *mercado de trabajo de directivos* (LABOR) se ha medido utilizando directamente la tasa de desempleo para personal directivo que proporciona el INE.

Factores contextuales. La complejidad de la empresa se operacionaliza por medio de dos variables (Finkelstein y Boyd, 1998; Hambrick y Finkelstein, 1987): (1) la *complejidad corporativa* (CCOMP), que es el resultado de analizar factorialmente el porcentaje de activos intangibles –medida como activos intangibles sobre activos totales- y la intensidad de capital –medida como la proporción de activo fijo sobre el número de empleados-. El valor propio del componente principal es de 0.735 y 0.735 y la proporción de varianza explicada es de 62.73. Y (2) la *complejidad del mercado* (MCOMP), que es el resultado de analizar factorialmente la diversificación de la empresa –representada por el número de cuatro dígitos de los códigos SIC-, el crecimiento del mercado –medido por el crecimiento neto de las ventas-, y la inestabilidad de la demanda –medida como la volatilidad del crecimiento neto de las ventas-. El valor propio del componente principal es de -0.701, -0.703 y 0.117 y la proporción de varianza explicada es de 57.35.

Factores políticos. En primer lugar, la eficiencia del gobierno de la empresa se ha operacionalizado a través de dos variables (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998): (1) la *concentración de propiedad* (OWN), medida según el grado de independencia –que toma valor 1 para aquellas empresas que no tienen accionistas con más de un 25% de propiedad, valor 2 para las que no tienen accionistas con un porcentaje de propiedad superior al 50%, valor 3 para las que tienen un accionista con una participación directa o indirecta superior al 50%, y valor 4 para las que tienen un accionista con una participación directa de más del 50%-. Y (2)

la *composición del consejo* (BOARD), definida según el porcentaje de consejeros externos. En segundo lugar, el prestigio social del equipo de alta dirección se ha operacionalizado a través de la variable *prestigio social del equipo de alta dirección* (PREST), medida como la capitalización de mercado de la empresa (Belliveau *et al.*, 1996), ya que se supone que a mayor valor de mercado, mayor nivel político, de relaciones sociales y, en definitiva, mayor prestigio del equipo de alta dirección de dicha empresa.

Operatividad del gobierno de la empresa. Este concepto se ha hecho concretado a través de dos variables. La primera representa la independencia operativa del consejo de administración y se mide a través de la existencia de *dualidad* (DUAL), que toma el valor 1 si existe dualidad y 0 en caso contrario (Boyd, 1994). La segunda representa el funcionamiento activo del consejo de administración y se mide por el *número de reuniones del comité de retribución* (NCOM) (Ezzamel y Watson, 1998).

2.3.3. ANÁLISIS Y MODELO

Se emplea la metodología de datos de panel ya que permite estudiar la evolución dinámica de las poblaciones de corte transversal. Así se mejoran los análisis econométricos y las especificaciones de la estimación de parámetros, con una mayor variabilidad, una menor colinealidad entre variables y una mayor eficiencia (Baltagi, 2001). Hay que tener en cuenta que las empresas y los miembros del equipo de alta dirección son grupos heterogéneos, por lo que siempre hay características que afectan a la retribución que son difíciles de medir o de obtener, como la experiencia o las habilidades personales. Para evitar sesgos en los resultados, en el estudio se ha controlado la heterogeneidad inobservable de los datos de panel a través de los efectos individuales, η_i , por lo que el término de error es $\eta_i + v_{it}$, donde v_{it} es una perturbación aleatoria.

Para contrastar las hipótesis 1 y 2, se ha determinado el ajuste incluyéndolo en un modelo como función lineal de los factores económicos, contextuales y políticos, por lo que, de este modo, se evita determinarlo de forma

externa. Según la literatura previa, el modelo representado en la ecuación 1 explica la retribución óptima del equipo de alta dirección, teniendo en cuenta los factores económicos, contextuales y políticos.

$$\begin{aligned}
 TMTC_{it}^* = & \beta_1 \cdot PERF_{it} + \beta_2 \cdot SIZE_{it} + \beta_3 \cdot LABOR_{it} + \\
 & + \beta_4 \cdot BOARD_{it} + \beta_5 \cdot OWN_{it} + \beta_6 \cdot PREST_{it} + \\
 & + \beta_7 \cdot CCOMP_{it} + \beta_8 \cdot MCOMP_{it} + \eta_i + v_{it}
 \end{aligned} \quad [1]$$

Sin embargo, los análisis temporales nos permiten medir la capacidad de las empresas para ajustar la retribución del equipo de alta dirección (hipótesis 2). A través de la ecuación 2 se evalúa la capacidad de ajuste, que se desarrolla tal y como sigue:

$$TMTC_{it} - TMTC_{it-1} = \alpha(TMTC_{it}^* - TMTC_{it-1}) \quad 0 < \alpha < 1 \quad [2]$$

Donde $TMTC_{it}$ y $TMTC_{it-1}$ son el nivel retributivo del equipo de alta dirección en el periodo anterior y actual; $TMTC_{it}^*$ es el nivel retributivo del equipo de alta dirección teniendo en cuenta los factores económicos, contextuales y políticos (ecuación 1); α es el coeficiente que mide la capacidad de las empresas para ajustar el nivel retributivo del equipo de alta dirección. Si α no es significativamente diferente a 1, entonces $TMTC_{it}^* = TMTC_{it}$, lo que significa que la empresa es capaz de ajustar perfectamente la retribución a los factores económicos, contextuales y políticos. Sin embargo, cuando α está cerca de 0, entonces $TMTC_{it}^* = TMTC_{it-1}$, lo que supone que no hay ajuste, por lo que se considera que el nivel retributivo del equipo de alta dirección es rígido y no responde a los cambios de los factores a lo largo del tiempo. Reescribiendo la ecuación 2 obtenemos como resultado:

$$TMTC_{it} = \alpha TMTC_{it}^* + (1 - \alpha) TMTC_{it-1} \quad [3]$$

Sustituimos la ecuación 1 en la ecuación 3 para obtener nuestro modelo.

$$\begin{aligned}
 TMTC_{it} = & \phi_0 \cdot TMTC_{it-1} + \phi_1 \cdot PERF_{it} + \phi_2 \cdot SIZE_{it} + \phi_3 \cdot LABOR_{it} + \\
 & + \phi_4 \cdot BOARD_{it} + \phi_5 \cdot OWN_{it} + \phi_6 \cdot PREST_{it} + \\
 & + \phi_7 \cdot CCOMP_{it} + \phi_8 \cdot MCOMP_{it} + \eta_i + v_{it}
 \end{aligned} \tag{4}$$

Donde $\phi_0 = (1 - \alpha)$ y $\phi_j = \alpha\beta_j$, $j = 1, \dots, 8$. La ecuación 4 no puede ser estimada utilizando mínimos cuadrados ordinarios (OLS), estimador intragrupos o mínimos cuadrados ordinarios en primeras diferencias, ya que son inconsistentes. Para que las estimaciones sean consistentes se deben utilizar los estimadores de variables instrumentales. El estimador básico de mínimos cuadrados ordinarios basado en primeras diferencias para un modelo de datos de panel es consistente para paneles grandes y fue propuesto por Anderson y Hsiao (1981). Sin embargo, Arellano y Bond (1991) propusieron usar el método generalizado de los momentos (GMM), concretamente, el GMM, basado en primeras diferencias ya que es asintóticamente eficiente, puesto que aprovecha más condiciones de momentos que el propuesto por Anderson y Hsiao (1981). En este estudio, por lo tanto, se utiliza el estimador GMM de segunda etapa, puesto que la eficiencia aumenta con respecto al de primera etapa en presencia de heterocedasticidad.

Por último, para contrastar la hipótesis 3, se estima α_i para cada una de las empresas de la ecuación 2, teniendo en cuenta que $\beta_j = \hat{\phi}_j / (1 - \hat{\phi}_0)$. Los valores de α_i son 0 o 1 cuando se acepta el test de Wald. Se estima un modelo de Tobit, en la ecuación 5, para explicar los factores determinantes de α .

$$\alpha_i = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot NCOM_i + \gamma_2 \cdot DUAL_i + \varepsilon_i \tag{5}$$

Como α_i es una variable dependiente limitada, se estima γ por mínimos cuadrados ordinarios ya que las estimaciones serían inconsistentes. Se usa, en su lugar, el estimador de máxima verosimilitud propuesto por Tobin (1958), que es compatible con este modelo (Amemiya, 1973).

2.4. RESULTADOS

La tabla 1 presenta los estadísticos descriptivos y las correlaciones de las variables utilizadas en la estimación del modelo. El nivel retributivo medio de un alto directivo no consejero es de 282.820 €. Las correlaciones entre todas las variables independientes no superan el 0.354, por lo que no se presentan en principio problemas de multicolinealidad. Sin embargo, las correlaciones entre las independientes con la variable dependiente –nivel retributivo del equipo de alta dirección– son, con la excepción de las variables composición del consejo y complejidad del mercado, superiores a 0.3, lo cual es positivo de cara a las relaciones establecidas en las hipótesis.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos y correlaciones

	Media	Dev.	TMTC	Perf	Size	Labor	Board	Own	Prest	Ccomp	Mcomp
TMTC	282.82	342.8	1.000								
Perf	0.087	0.917	0.445	1.000							
Size	0.004	1.097	0.508	0.189	1.000						
Labor	9.70	1.311	-0.355	-0.212	-0.114	1.000					
Board	78.9	12.4	-0.035	-0.057	-0.052	-0.050	1.000				
Own	1.788	1.101	-0.313	0.1862	0.206	0.025	-0.112	1.000			
Prest	13.163	1.873	0.499	0.337	0.167	-0.232	0.038	0.194	1.000		
Ccomp	0.056	1.200	0.345	0.150	0.354	-0.101	0.093	0.188	0.261	1.000	
Mcomp	0.091	0.252	0.203	0.040	-0.206	0.017	-0.057	0.126	-0.211	-0.240	1.000

Nota: Media: media; Dev.: desviación estándar; TMTC: nivel retributivo medio anual del equipo de alta dirección; Perf: resultados de la empresa; Size: tamaño de la empresa; Labor: mercado de trabajo de directivos; Board: composición del consejo; Own: concentración de propiedad; Prest: prestigio social del equipo de alta dirección; Ccomp: complejidad corporativa; Mcomp: complejidad del mercado.

Los resultados de los diferentes modelos explicativos del nivel retributivo del equipo de alta dirección y su ajuste a lo largo del tiempo se presentan en la tabla 2. El modelo 1 no incluye como variables de control ni el PIB ni el sector, mientras que el modelo 2 incluye el PIB para el control de los factores macroeconómicos y el modelo 3 incluye el PIB y el sector como variables de control de los factores macroeconómicos e industriales. En cuanto a los factores económicos, el tamaño y los resultados de la empresa están positiva y significativamente relacionados con el nivel de retribución del equipo de alta dirección, tal y como se esperaba, dado el fuerte apoyo empírico que estas relaciones han recibido en estudios previos. Por lo que respecta a la tasa de desempleo de directivos, su importancia disminuye cuando se introduce la variable del PIB, ya que están inversamente correlacionadas. Los factores contextuales, tienen un efecto positivo y significativo en el nivel retributivo, de

acuerdo con la hipótesis 1: mayor complejidad organizativa supone mayores niveles retributivos para el equipo directivo. Con respecto a los factores políticos representados por la estructura de propiedad y la composición –o grado de independencia- del consejo de administración se relacionan negativamente y de forma significativa con el nivel retributivo, lo que era también esperado teniendo en cuenta los argumentos de agencia. Sin embargo, el prestigio social del equipo de alta dirección no está correlacionado con el nivel retributivo, debido posiblemente a que la diferencia de capitalización no sea importante en la muestra ya que su coeficiente de variación es pequeño.

Tabla 2. Regresión dinámica de datos de panel

Hipótesis	Variables	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
RATIO DE AJUSTE	$TMTC_{i,t-1}$	0.273** (0.003)	0.271** (0.003)	0.275** (0.005)
Factores Económicos	Perf	52.65** (4.988)	51.57** (5.138)	53.82** (6.218)
	Size	133.3** (5.77)	128.9** (3.937)	130.5** (7.231)
	Labor	-27.51** (74.97)	-9.599* (4.221)	-8.874* (4.212)
Factores Políticos	Board	-6.891** (0.438)	-6.401** (0.346)	-6.428** (0.425)
	Own	-1.355* (0.662)	-14.52** (4.408)	-12.62* (5.354)
	Prest	-3.404 (2.805)	-1.460 (0.887)	-1.31 (0.846)
Factores Contextuales	Ccomp	24.36** (3.948)	29.06** (3.813)	26.53** (4.298)
	Mcomp	306.3** (17.13)	306.3** (19.04)	302.8** (22.65)
Variables de Control	PIB	-	105.4** (19.69)	97.3** (24.65)
	Sector (ficticia)	-	-	SI
Contrastes	Valor p m ₂	0.708	0.675	0.745
	Valor p de Hansen	0.580	0.692	0.721

** y * son significativos al 1% y 5% respectivamente. Los errores estándar aparecen entre paréntesis.

Nota: el valor p m₂ es el valor p de la correlación de segundo orden propuesto por Arellano y Bond (1991) bajo la hipótesis nula de que no existen correlaciones en serie. El valor p de Hansen representa el valor del test del valor p propuesto por Hansen (1982) bajo la hipótesis nula de validez instrumental.

Como se observa en la tabla 2, el ajuste obtenido es de 0.73, lo que significa que el 27% del nivel retributivo del equipo de alta dirección es rígido con respecto a los cambios que se producen en los factores económicos, contextuales y políticos. Esto supone, pues, que no se produce un ajuste perfecto

del nivel retributivo. Así, se apoyan empíricamente los argumentos esgrimidos en la hipótesis 2, lo que se refleja en el coeficiente $TMTC_{it-1}$ que si es significativo y distinto de 0, e implica que $\alpha < 1$. Además, se aprecia que el valor de la estimación de los parámetros no cambia significativamente a través de los diferentes modelos.

Finalmente, en la tabla 3 se incluyen los análisis descriptivos y las estimaciones según el modelo de Tobit. La media del ajuste individual cae hasta el 51.7%. Parte de la diferencia con el ajuste agregado obtenido en la tabla 2 proviene de sustituir en cada caso particular el coeficiente de ajuste por un valor 0 cuando se acepta el test de Wald. Como se puede apreciar, se ha obtenido una relación negativa y significativa entre el nivel retributivo del equipo de alta dirección y la operatividad del gobierno de la empresa, representada por la no existencia de dualidad –independencia- en el consejo y por el número de reuniones del comité de retribución –funcionamiento-, de acuerdo con la hipótesis 3.

Tabla 3. Modelo para el ajuste individual del equipo de alta dirección

	Estadísticos descriptivos y correlaciones					Modelo Tobit		
	Media	Dev.	A	NCOM	DUAL	Coef.	z	
A	0.517	0.378	1.000			Const.	0.231	1.785
NCOM	3.805	2.313	0.458	1.000		NCOM	0.081**	3.213
DUAL	0.500	0.504	-0.336	-0.116	1.000	DUAL	-0.306**	-2.636

** y * significativa al 1% y 5% respectivamente.

Nota: Media: media; Dev.: desviación estándar; α : proporción de ajuste; Const.: constante; Coef: coeficientes estimados por el método de máxima verosimilitud; NCOM: número de reuniones del comité de retribución; DUAL: dualidad.

2.5. CONCLUSIONES Y DISCUSIÓN

A pesar de la abundante literatura dedicada al estudio de la retribución de los altos directivos, pocos han sido los estudios que han tratado de analizar los efectos que diversos factores pueden tener en los ajustes temporales de la retribución a lo largo del tiempo (Gerhart y Milkovich, 1990; Boschen y Smith, 1995). En este capítulo se presenta un modelo dinámico para explicar los factores determinantes del nivel retributivo del equipo de alta dirección en el que,

utilizando la metodología de datos de panel, se estima un factor de ajuste que muestra la capacidad que tienen las empresas para adaptar los niveles retributivos de sus directivos en función de los cambios en los factores económicos, contextuales y políticos que les afectan.

Desde una perspectiva longitudinal, los resultados señalan que el nivel retributivo del equipo de alta dirección en las empresas cotizadas españolas está significativamente relacionado con los factores económicos, contextuales y políticos. El factor de ajuste estimado con respecto al óptimo verifica estos resultados, indicando que las empresas responden a los cambios en estos factores, adaptando los niveles retributivos de sus altos directivos, hasta en un 73%. De acuerdo con los estudios teóricos y empíricos previos (Finkelstein y Hambrick, 1988 y 1989; Rajagopalan y Prescott, 1990; Gómez-Mejía y Wiseman, 1997), se puede afirmar la validez del marco establecido en este trabajo, basado en los tres tipos de factores, los cuales tienen un claro y significativo impacto en la explicación de los niveles retributivos ofrecidos por las empresas a sus equipos directivos.

Respecto a los factores económicos, se ha comprobado que los resultados de la empresa tienen un claro impacto positivo en el nivel retributivo del equipo de alta dirección y que, coincidiendo con lo hallado en estudios previos (Murphy, 1999; Tosi *et al.*, 2000), el tamaño de la empresa tiene una mayor influencia – también positiva – que los resultados en la determinación del nivel retributivo. Asimismo, se ha puesto de manifiesto la necesidad de considerar el efecto que ejerce el mercado laboral en el nivel retributivo determinado por las necesidades y disponibilidades de directivos en dicho mercado. A pesar de la modesta influencia de este factor macroeconómico, no hay que olvidar que ejerce un efecto significativo en el nivel retributivo del equipo de alta dirección (Finkelstein y Hambrick, 1988), por lo que, aunque no ha sido tenido en cuenta tradicionalmente, debe ser considerado en futuras investigaciones.

Por lo que se refiere a los factores contextuales, es realmente notable la influencia de la complejidad de la empresa en el establecimiento del nivel retributivo del equipo de alta dirección. Tanto la complejidad externa –del mercado- como la interna –de la organización- son claros indicadores de la dificultad para gestionar y tomar decisiones por parte del equipo de alta dirección, es decir, señalan el nivel de discrecionalidad de que dispone el alto directivo (Hambrick y Finkelstein, 1987). A mayor complejidad, mayor discrecionalidad del alto directivo, lo que supone, por una parte, un incremento del impacto potencial que las decisiones del equipo de alta dirección tienen en los resultados de la empresa (Finkelstein y Boyd, 1998) y, por otra, una mayor necesidad de capital humano –habilidades y conocimientos- para llevar a cabo correctamente la gestión y tomar dichas decisiones (Henderson y Fredrickson, 1996; Carpenter y Sanders, 2002). Ambos elementos tienen como consecuencia un incremento del nivel retributivo con el que la empresa debe recompensar al equipo de alta dirección.

Los factores políticos que ejercen influencia en el nivel retributivo del equipo de alta dirección son, de acuerdo con la teoría de la agencia, los relacionados con la eficiencia del gobierno de la empresa. En concreto, el nivel de retribución del equipo de alta dirección es menor cuando la estructura de propiedad está más concentrada y el consejo de administración está más “externamente” orientado en su composición, coincidiendo con estudios previos (Tosi y Gómez-Mejía, 1994; Zajac y Westphal, 1994). No obstante, como también se esperaba –y de acuerdo con los resultados de otros estudios (Conyon y Peck, 1998)-, el efecto es muy modesto, e incluso más bajo que el ejercido por el mercado de trabajo, probablemente debido, por un lado, al ineficiente gobierno corporativo de las empresas españolas en comparación con las anglosajonas (La Porta *et al.*, 1998 y 1999) y, por otro, al hecho de que, como se ha justificado en los argumentos de la hipótesis 3, estas variables no discriminan entre empresas con un gobierno eficiente o no eficiente, sino que depende más de variables relacionadas con la operatividad y funcionamiento en el día a día de dicho gobierno. Por lo que respecta a los aspectos sociales del directivo, no se han

encontrado resultados significativos entre el nivel retributivo y el prestigio social del equipo de alta dirección, tal vez porque su reputación está más relacionada, dada la concentración de propiedad existente en la empresa española (Ricart *et al.*, 1999), con el presidente o con el máximo directivo o CEO, y no tanto con el equipo de altos directivos que ni siquiera ostentan cargos en el consejo de administración.

Otro de los aspectos puestos de manifiesto en este trabajo tiene que ver con la flexibilidad vs. rigidez en el establecimiento del nivel retributivo. Los resultados obtenidos señalan la existencia de cierta flexibilidad para adaptar el nivel retributivo del equipo de alta dirección. Sin embargo, el factor de ajuste con respecto al valor óptimo todavía indica, a nivel global, un 27% de rigidez. De tal modo que, desde una perspectiva general, se puede afirmar que el nivel retributivo del equipo de alta dirección no responde perfectamente a los cambios en los factores analizados, existiendo todavía una cuarta parte de rigidez provocada, probablemente, por el formalizado y regulado entorno institucional (Fernández-Alles *et al.*, 2006; Sánchez-Marín, 2008). Esta parte "inamovible" del nivel retributivo de los miembros del equipo de alta dirección puede venir determinada por las convenciones sociales y, en mayor medida, por las normativas que obligan a establecer programas de protección para los altos directivos (retribuciones en especie, paracaídas dorados, etc.), que no son todo lo eficientes que desde el punto de vista económico se desearía.

De tal modo, aunque desde una perspectiva general el establecimiento del nivel retributivo del equipo de alta dirección es relativamente elástico y se adaptan muy bien a los cambios en los factores, cuando en el modelo se incluye el análisis específico por empresa, se encuentra que dicha capacidad de ajuste es significativamente menor. La diferencia puede atribuirse a la eficiencia operativa del gobierno de la empresa, que realmente definen interna e individualmente la capacidad de cada empresa para ajustar los niveles retributivos de sus altos directivos. Según estudios previos, la eficiencia operativa, más que venir determinada por variables como la concentración de propiedad o la composición

del consejo, viene dada por aspectos operativos relativos a la independencia del consejo –presencia o ausencia de dualidad- (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998) y al funcionamiento activo del comité de retribución –a través del número de reuniones- (Ezzamel y Watson, 1998). Los resultados obtenidos corroboran esta hipótesis, pudiéndose afirmar que la operatividad del gobierno de la empresa modera significativamente la capacidad de ésta para ajustar el nivel retributivo del equipo de alta dirección. Por lo tanto, más allá de la estructura “formal” de gobierno, el elemento clave para trasladar los cambios en los factores económicos y contextuales y transformarlos en ajustes de niveles retributivos para el equipo de alta dirección está relacionado con el funcionamiento operativo y del día a día del gobierno de la empresa, el cual realmente determina su eficacia como un mecanismo de supervisión y vigilancia.

Por último, atendiendo a Werner *et al.* (2005), y sobre la base de estos resultados, se puede confirmar que probablemente los únicos factores que determinan de manera efectiva el nivel retributivo del equipo de alta dirección son los económicos y contextuales. Estos son los factores que más objetivamente determinan el nivel retributivo de los directivos ya que están relacionados, por un lado, con el esfuerzo y los resultados alcanzados por los mismos, y por otro, con la complejidad y las habilidades necesarias para hacer frente a sus obligaciones. Así, los factores políticos podrían concebirse más como moderadores que como factores determinantes del nivel de retribución. Este moderador, obviamente, está detrás de la capacidad de la empresa para ajustar los niveles retributivos y llevarlos lo más cerca posible de lo que sería deseable desde el punto de vista de la racionalidad económica. La empresa se situará más o menos cerca de ese óptimo dependiendo de la eficiencia del gobierno, la cual, como se ha comentado depende principalmente de la independencia operativa y del funcionamiento activo del consejo de administración y del comité de retribución. El gobierno de la organización supone más bien una consecuencia de cuánto van a pagar las empresas a sus directivos con respecto al óptimo, el cual viene “establecido” por los factores económicos y contextuales.

Las limitaciones del estudio están relacionadas con las medidas retributivas, dado que sólo se considera el nivel de retribución del equipo de alta dirección. Aunque sería importante conocer si las relaciones encontradas son válidas también para la retribución variable, hay que considerar varios aspectos que han impedido este análisis. En primer lugar, en los informes de gobierno corporativo publicados por la CNMV sólo figura la información general sobre la retribución global que recibe el equipo de alta dirección, sin distinguir entre retribución fija y variable. Adicionalmente, teniendo en cuenta que los datos se basan en un valor medio de la retribución total del equipo de alta dirección, en el caso de la retribución variable sería mucho más difícil de calcular debido a que los bonus, opciones sobre acciones y otras modalidades que cada uno de los miembros del equipo de alta dirección reciben pueden ser muy diferentes. Por último, hay que añadir que, no obstante, teniendo en cuenta que en el contexto español la retribución fija es bastante más importante que la variable –esta última tan sólo representa alrededor del 25% del total-, este estudio recoge la mayoría de las decisiones retributivas de las empresas y, por tanto, el modelo presentado, con las varianzas explicadas por los factores, se puede considerar bastante válido y representativo.

En resumen, los resultados de este capítulo indican que los cambios en los factores económicos y contextuales son los auténticos determinantes del nivel de retribución del equipo de alta dirección en las empresas cotizadas españolas. En la línea de recientes investigaciones (Werner *et al.*, 2005), se ha encontrado que la eficiencia del gobierno de la empresa es el elemento clave que modera la capacidad de la empresa para ajustar el nivel retributivo del equipo de alta dirección a los factores económicos y contextuales. La investigación futura debería profundizar en este modelo con el objetivo de ver si se confirman estos resultados en otras muestras a fin de perfeccionar el marco general sobre los factores determinantes del nivel retributivo del equipo de alta dirección.

2.6. BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A.; Walkling, R.A. (1994). Executive careers and compensation surrounding takeovers bids. *Journal of Finance*, vol. 49, pp. 985-1014.
- Amemiya, T. (1973). Regression analysis when the dependent variable is truncated normal. *Econometrica*, vol. 41, pp. 997-1016.
- Anderson, T.W.; Hsiao, C. (1981). Estimation of dynamic models with error components. *Journal of the American Statistical Association*, vol. 76, pp. 589-606.
- 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*, vol. 58, pp. 277-297.
- Baltagi, B.H. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data*. Wiley. Chichester.
- Belliveau, M.A.; O'Reilly, C.A.; Wade, J.B. (1996). Social capital at the top: Effects of social similarity and status on CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 39, pp. 1568-1593.
- Boschen, J.F.; Smith, K.J. (1995). You can pay me now and you can pay me latter: The dynamic response of executive compensation to firm performance. *Journal of Business*, vol. 68, pp. 577-608.
- Boyd, B.K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 335-344.
- Código Unificado de Buen Gobierno (2006). *Informe del grupo especial de trabajo sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas*. CNMV. Madrid.
- Carpenter, M.A.; Sanders, W.G. (2002). Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal*, vol. 23, pp. 367-375.
- Carpenter, M.A.; Sanders, W.G. (2004). The effects of top management team pay and firm internationalization on MNC performance. *Journal of Management*, vol. 30, pp. 509-528.

- Cho, T.S.; Shen, W. (2007). Changes in executive compensation following an environmental shift: The role of top management team turnover. *Strategic Management Journal*, vol. 28, pp. 747-754.
- Conyon, M.J.; Peck, S.I. (1998). Board control, remuneration committees, and management compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 135-145.
- Denis, D.K.; McConnell, J.J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, pp. 1-36.
- DiMaggio, P.J.; Powell, W.W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, vol. 48, pp. 147-160.
- Ezzamel, M.; Watson, R. (1998). Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: Evidence from the United Kingdom. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 221-231.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, vol. 88, pp. 288-307.
- Fernández-Alles, M.; Cuevas-Rodríguez, G.; Valle-Cabrera, R. (2006). How symbolic remuneration contributes to the legitimacy of the company: An institutional explanation. *Human Relations*, vol. 59, pp. 961-992.
- Finkelstein, S.; Boyd, B.K. (1998). How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 179-199.
- Finkelstein, S.; Hambrick, D.C. (1988). Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation. *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 543-558.
- Finkelstein, S.; Hambrick, D.C. (1989). Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal*, vol. 10, pp. 121-134.

- Gerhart, B.; Milkovich, G.T. (1990). Organizational differences in managerial compensation and financial performance. *Academy of Management Journal*, vol. 33, pp. 663-691.
- Gómez-Mejía, L.R. (1994). Executive compensation: A reassessment and a future research agenda. *Research in Personnel and Human Resources Management*, vol. 12, pp. 161-222.
- Gómez-Mejía, L.R.; Wiseman, R.M. (1997). Reframing executive compensation: And assessment and outlook. *Journal of Management*, vol. 23, pp. 291-374.
- Hambrick, D.C.; Finkelstein, S. (1987). Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes. In *Research in Organizational Behavior*, Vol. 9, Staw, B.M., Cummings, L.L., (eds). JAI Press: Greenwich, CT: pp. 369-406.
- Hansen, L.P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica*, vol. 50, pp. 1029-1054.
- Henderson, A.D.; Fredrickson, J.W. (1996). Information processing as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 39, pp. 575-606.
- Henderson, A.D.; Fredrickson, J.W. (2001). Top management team coordination needs and the CEO pay gap: A competitive test of economic and behavioral views. *Academy of Management Journal*, vol. 44, pp. 96-117.
- Hermalin, B.E.; Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, vol. 9, pp. 7-26.
- Informe Cadbury (1992). *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance: The code of best practices*. London Stock Exchange. London.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.

- La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, vol. 54, pp. 471-517.
- La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.
- Luthans, F. (1988). Successful vs. effective real managers. *Academy of Management Executive*, vol. 2, pp. 127-132.
- Miller, D. (1995). CEO salary increases may be rational after all: Referents and contracts in CEO pay. *Academy of Management Journal*, vol. 38, pp. 1361-1385.
- Murphy, K.J. (1999). Executive compensation. In *Handbook of labor economics*, vol. 3b, Ashenfelter, O, Card, D., (eds). North Holland: New York, CT: pp. 2485-2563.
- O'Reilly, C.A.; Main, B.G.; Crystal, G.S. (1988). CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories. *Administrative Science Quarterly*, vol. 33, pp. 257-274.
- Rajagopalan, N. (1997). Strategic orientations, incentive plan adoptions, and firm performance: Evidence from electric utility firms. *Strategic Management Journal*, vol. 18, pp. 761-785.
- Rajagopalan, N.; Finkelstein, S. (1992). Effects of strategic orientation and environmental change on senior management reward systems. *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 127-142.
- Rajagopalan, N.; Prescott, J.E. (1990). Determinants of top management compensation: Explaining the impact of economic, behavioral, and strategic constructs and the moderating effects of industry. *Journal of Management*, vol. 16, pp. 515-538.
- Ricart, J.; Álvarez, J.; Gallo, M. (1999). Governance mechanism for effective leaderships: The case of Spain. *Corporate Governance*, vol. 7, pp. 266-287.

- Roberts, D.R. (1959). A general theory of executive compensation based on statistically tested propositions. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, pp. 270-294.
- Romero, M.G.; Valle, R. (2001). Strategy and manager's compensation: The Spanish case. *International Journal of Human Resource Management*, vol. 12, pp. 218-242.
- Salas, V. (2002). *El gobierno de la empresa*. Colección de Estudios Económicos de La Caixa, n. 29. Barcelona.
- Sánchez-Marín, G. (2008). National differences in compensation: The influence of the institutional and cultural context. In *Global compensation: Foundations and perspectives*, Gómez-Mejía, L.R., Werner, S., (ed). Routhledge: Abingdon, UK., CT: pp. 18-28.
- Scott, W.R. (1995). *Institutions and organizations*. Sage. London.
- Suchman, M. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, vol. 20, pp. 571-610.
- Tobin, J. (1958). Estimation for relationships with limited dependent variables. *Econometrica*, vol. 26, pp. 24-36.
- Tosi, H.L.; Gómez-Mejía, L.R. (1994). CEO compensation monitoring and firm performance. *Academy of Management Journal*, vol. 37, pp. 1002-1016.
- Tosi, H.L.; Werner, S.; Katz, J.P.; Gómez-Mejía, L.R. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, vol. 26, pp. 301-339.
- Ungson, G.R.; Steers, R.M. (1984). Motivation and politics in executive compensation. *Academy of Management Review*, vol. 9, pp. 313-323.
- Veliyath, R.; Ferris, S.P.; Ramaswamy, K. (1994). Business strategy and top management compensation: The mediating effects of employment risk, firm performance and size. *Journal of Business Research*, vol. 30, pp. 149-159.

- Werner, S.; Tosi, H.L.; Gómez-Mejía, L.R. (2005). Organizational governance and employee pay: How ownership structure affects the firm's compensation strategy. *Strategic Management Journal*, vol. 26, pp. 377-384.
- Westphal, J.D.; Zajac, E.J. (1994). Substance and symbolism in CEO's long-term incentive plans. *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, pp. 367-390.
- Westphal, J.D.; Zajac, E.J. (1995). Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, pp. 60-83.
- Zajac, E.J.; Westphal, J.D. (1994). The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large U.S. corporations: When is more not better? *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 121-142.
- Zajac, E.J.; Westphal, J.D. (1995). Accounting for the explanations of CEO compensation: substance and symbolism. *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, pp. 283-308.

CAPÍTULO III

RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN, CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y RESULTADOS

3.1. INTRODUCCIÓN

El gobierno corporativo de empresa se ha impuesto como uno de los elementos más recurrentes para atender problemática existente entre propietarios y equipo de alta dirección, en las situaciones en las que existe una separación entre propiedad y control de la organización (Berle y Means, 1932). En este sentido, la teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976) propone al consejo de administración como el mecanismo de control interno más eficaz para supervisar e incentivar a los miembros del equipo de alta dirección (Jensen, 1993; Daily *et al.*, 2003). A través del control de su actuación y del establecimiento de sus niveles retributivos, el consejo trata de alinear los intereses del equipo de alta dirección con los de los propietarios, con el objetivo de mejorar la eficiencia y funcionamiento de la empresa (Westphal y Zajac, 1995; Tosi *et al.*, 1997; Chatterjee *et al.*, 2003). La literatura, al estudiar el papel de control del consejo de administración ha coincidido, mayoritariamente, en que los aspectos relacionados con su estructura, referidos a su nivel de independencia, su funcionalidad y su coordinación (Conyon y Peck, 1998; Core *et al.*, 1999), son los elementos que más determinan su capacidad de supervisión sobre la actuación y retribución del equipo de alta dirección.

Este grado de independencia y operatividad se ha representado, habitualmente, tanto a través del tamaño (Pearce y Zahra, 1992; Eisenberg *et al.*, 1998) como de la composición del consejo de administración (Agrawal y Knoeber, 1996; Hermalin y Weisbach, 2003). Aunque la teoría y la evidencia empírica mayoritaria parecen sugerir que las empresas con menor número de consejeros y mayor proporción de consejeros externos suelen adoptar mejores decisiones concernientes al nivel retributivo del equipo de alta dirección, en el sentido de moderarlo, alineándolo con los intereses de los propietarios (Jensen, 1993), si se hace un análisis en profundidad aparecen claras contradicciones. Mientras algunos estudios encuentran una relación positiva entre el número de consejeros y el nivel retributivo del equipo de alta dirección (Sanders y Carpenter, 1998; Core *et al.*, 1999), otros hallan relaciones neutras, negativas o curvilíneas (Pearce y Zahra, 1992; Jensen, 1993; Yermack, 1996).

Asimismo, algunas investigaciones han hallado correlaciones negativas entre el porcentaje de consejeros externos y el nivel retributivo del equipo de alta dirección (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998), mientras que otras sostienen la hipótesis contraria (Zajac y Westphal, 1994; Westphal y Zajac, 1995). Si a ello sumamos la posible influencia de estos vínculos en los resultados de la empresa, las evidencias contrapuestas son aún más latentes: mientras Core *et al.* (1999) encuentran que las características del consejo asociadas con los miembros del equipo de alta dirección y correlacionadas con su retribución tienen un efecto positivo en los resultados de la empresa, Cyert *et al.* (2002) y Dávila y Penalva (2006) hallan justo lo contrario.

A lo anterior hay que sumar el hecho de que en el contexto español hay escasas investigaciones que han hallado relaciones muy poco significativas y, de algún modo, aún por consolidar y confirmar desde el punto de vista metodológico (Sánchez y Lucas, 2008). En este sentido, Romero y Valle Cabrera (2001:234) recientemente concluían: “Sin embargo, uno de los factores a los cuales la literatura ha dedicado especial atención es al funcionamiento de los comités de retribución de los consejos de muchas empresas [...]. En el caso español, se desconoce la composición, atributos e incluso la existencia de este tipo de comité, de hecho, el proceso seguido para decidir realmente la retribución de los miembros del equipo de alta dirección no se conoce”.

En definitiva, el debate aún está abierto, por lo que resulta interesante conocer si son generalizables los presupuestos de agencia en contextos diferentes al anglosajón. En el contexto español, las empresas se caracterizan por tener una alta concentración de propiedad y, por ende, consejos fuertemente intervenidos (Salas, 2002; Sánchez y Lucas, 2008) en comparación con las empresas estadounidenses e inglesas. En este sentido, es importante comprobar si los esfuerzos realizados en España en los últimos años a favor de la convergencia en el gobierno corporativo de las compañías –y la consiguiente aparición de nuevas normas de gobierno en la línea del Informe Cadbury (1992)- están reportando beneficios en términos de supervisión del equipo de alta dirección, a través de consejos más eficaces, de niveles

retributivos más moderados y, en definitiva, de mejores resultados para la empresa (Point y Tyson, 2006).

Así, el objetivo de este estudio, teniendo en cuenta los resultados evidenciados en el capítulo segundo, es comprobar si el consejo de administración – factores políticos-, a través de su tamaño y composición, modera el nivel retributivo del equipo de alta dirección de las empresas cotizadas españolas y permite adaptarlo a los cambios en los factores económicos y contextuales, así como si dicha retribución tiene algún efecto en los resultados de la empresa. Para ello, en primer lugar, se revisa la literatura que analiza el vínculo entre retribución del equipo de alta dirección, consejo de administración y resultados de la empresa y se establecen hipótesis de investigación; en segundo lugar, se describe la metodología aplicada en el estudio empírico y se describen los resultados del mismo; y, por último, se exponen las conclusiones.

3.2. MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS

Partiendo del supuesto principal de la teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976) sobre separación entre propiedad y control (Berle y Means, 1932), característica de la mayoría de las grandes empresas cotizadas, se puede cuestionar si el equipo de alta dirección persigue realmente la maximización de la riqueza de los propietarios o tiene otras preferencias más relacionadas con el poder o el aumento de sus niveles retributivos (Hendry, 2002). Los propietarios, con el objetivo de reducir los posibles costes de agencia que esta situación de riesgo moral pueda provocar, han habilitado mecanismos de gobierno corporativo (Westphal y Zajac, 1995).

En este sentido, el consejo de administración se ha revelado como el principal mecanismo interno de supervisión del que disponen los propietarios para alinear sus intereses con los del equipo de alta dirección (Yermack, 1996; Daily *et al.*, 2003). El consejo de administración representa a los accionistas y sirve, de acuerdo con Jensen (1993), como la primera línea de defensa contra los comportamientos oportunistas de los miembros del equipo de alta dirección. Así, el

consejo es el responsable de vigilar al equipo de alta dirección y establecer su retribución (Zajac y Westphal, 1994; Tosi *et al.*, 1997). Como Finkelstein y Hambrick resaltan: “El consejo de administración se considera que juega un papel muy importante en el establecimiento de la retribución de la alta dirección” (1996:248).

Las investigaciones previas que han evaluado los efectos del consejo de administración en la supervisión de la retribución del equipo de alta dirección han utilizado elementos de la estructura del consejo, tales como su tamaño –número de consejeros- o su composición –proporción de consejeros externos- (Baysinger y Hoskisson 1990; Pearce y Zahra, 1992; Zajac y Westphal, 1994; Westphal y Zajac, 1995; Conyon y Peck, 1998; Sanders y Carpenter, 1998; Core *et al.*, 1999). A partir de estos argumentos, examinamos como la retribución del equipo de alta dirección se ve afectada por el tamaño y composición del consejo de administración, para comprobar si el consejo actúa como moderador –tal y como se propone en el capítulo 2- y permite adaptar el nivel retributivo a los cambios en los factores económicos y contextuales, así como cuales son las consecuencias en los resultados de la empresa.

3.2.1. RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN Y CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

Uno de los aspectos que determina la estructura del consejo de administración hace referencia a su tamaño o número de miembros por el cual está constituido. La literatura coincide en señalar que el tamaño del consejo influye en la eficacia del procesamiento de la información y, por lo tanto, en la calidad de las decisiones relativas a su capacidad supervisora (Sanders y Carpenter, 1998). Desde una perspectiva de agencia, Pearce y Zahra (1992) sostienen que un consejo de gran tamaño supone un mayor control sobre el equipo de alta dirección, ya que incorpora diversos puntos de vista y aporta una mayor eficacia en las decisiones corporativas y de gobierno. Sin embargo, Eisenberg *et al.* (1998) y De Andrés *et al.* (2005) encuentran que un número excesivo puede favorecer la inhibición de los consejeros, ir en detrimento de su efectividad e, incluso, restar cohesión al consejo de

administración. En este mismo sentido se manifiestan Finkelstein y Hambrick (1996), quienes afirman que un elevado número de consejeros puede ser un obstáculo para la toma de decisiones rápidas y eficientes, restando flexibilidad y operatividad, debido a las dificultades de coordinación y comunicación (Boyd, 1995).

Las consecuencias desde el punto de vista retributivo han sido claramente evidenciadas en la literatura. La perspectiva de agencia señala que a medida que disminuyen los niveles de supervisión, la retribución del equipo de alta dirección es mayor debido a su inclinación a actuar en su propio beneficio (Eisenhardt, 1989; Gómez-Mejía y Wiseman, 1997). Partiendo de este enfoque, Pearce y Zahra (1992) encuentran que en las empresas con un bajo número de consejeros, un incremento en el número de ellos supone una disminución del nivel retributivo del equipo de alta dirección. Sin embargo, estudios como el de Sanders y Carpenter (1998) o el de Core *et al.* (1999), basándose en las perspectivas del procesamiento de la información (Tushman y Nadler, 1978; Lipton y Lorsch, 1992), confirman que el tamaño del consejo se vincula positivamente con el nivel retributivo del equipo de alta dirección. En España, Sánchez y Lucas (2008) encuentran, además, que ese vínculo positivo también se da entre el número de consejeros y la retribución media del equipo de alta dirección, aunque el análisis transversal de un solo año deja ciertas dudas sobre la validez de dicha relación.

Tanto las directrices de los principales códigos de buen gobierno, abanderados por el Informe Cadbury¹ (1992), que recomiendan con carácter general que el tamaño de los consejos sea reducido, así como estudios tales como el de Jensen (1993), que señala que los consejos no deben tener más de 10 miembros, sugieren la existencia de una relación parabólica entre la retribución del equipo de alta dirección y el tamaño del consejo (Yermack, 1996). A partir de un determinado

¹ A partir del Informe Cadbury se generan un conjunto de códigos de buen gobierno corporativo que, en el contexto español, se concretan en el Código Olivencia (1998), Informe Aldama (2003) y, el más reciente y actualmente en vigor, Código Unificado de Buen Gobierno (2006) –el cual puede consultarse en la CNMV (www.cnmv.es)–, que unifica los anteriores y recoge claramente los postulados y filosofía básica del Informe Cadbury.

punto la eficacia supervisora disminuye a medida que aumenta el número de consejeros, lo que provoca, a su vez, incrementos en los niveles retributivos del equipo de alta dirección. En el contexto español, si consideramos que los consejos de administración están ya sobredimensionados (Salas, 2002) –con una media de 11 consejeros, según datos de Sánchez y Lucas (2008)- se espera que el aumento en el tamaño del consejo provoque incrementos en la retribución del equipo de alta dirección (hipótesis 1).

El segundo aspecto fundamental que define la estructura del consejo de administración es su composición, referida a la proporción entre consejeros internos y externos. La literatura en esta línea se decanta mayoritariamente por la evidencia relativa a que una mayor proporción de consejeros externos hace que el consejo funcione de manera más eficaz (Fama y Jensen, 1983; Rosenstein y Wyatt, 1990). La principal razón que lo justifica es que los externos ejercen una supervisión más independiente sobre las actuaciones del equipo de alta dirección de lo que lo harían los internos que ostentan, al mismo tiempo, la condición de miembros del equipo de alta dirección y podrían verse “condicionados” en sus actuaciones (Agrawal y Knoeber, 1996; Klein, 2002). No obstante, otros estudios (Byrd y Hickman, 1992; Hermalin y Weisbach, 2003; De Andrés *et al.*, 2005) han puesto en cuestión estos hallazgos, argumentado su falta de independencia real al intervenir los miembros del equipo de alta dirección en su selección, su posible falta de neutralidad como forma de ganar reputación de experto independiente y su desconocimiento del funcionamiento exacto de la organización.

En cuanto a los efectos en términos retributivos, Baysinger y Hoskisson (1990) señalan que cuando los métodos para evaluar al equipo de alta dirección dependen de consejeros externos, es más probable que la retribución de éstos sea calculada sobre la base de criterios objetivos de eficacia financiera, lo que provoca un ajuste de la misma al rendimiento de la empresa y una reducción del nivel retributivo total. En esta línea, Boyd (1994) y Conyon y Peck (1998) encuentran una relación negativa entre el porcentaje de consejeros externos y el nivel retributivo del equipo de alta dirección. Sin embargo, otros estudios, como el de Zajac y Westphal

(1994) se alinean con la hipótesis contraria. Encuentran que cuando existe un mayor porcentaje de consejeros externos el nivel retributivo del equipo de alta dirección es mayor, cuestionando, en definitiva, la independencia y los conocimientos sobre la organización de aquellos. Asimismo, Westphal y Zajac (1995) constatan que el nivel retributivo del equipo de alta dirección es mayor a medida que existen más similitudes demográficas y socioeconómicas entre los miembros del equipo de alta dirección y los consejeros externos, lo que suele ser bastante habitual debido a que aquellos participan en su selección.

A pesar de las contradicciones existentes, debemos considerar, por un lado, la recomendación del Informe Cadbury (1992) y las consiguientes del resto de códigos a nivel internacional, que establecen, generalmente, que el número de externos sea mayor al de internos y superior. Por otro lado, hay que tener en cuenta que, en el contexto español, las empresas tienen, en términos medios, unos consejos formados por aproximadamente tres cuartas partes de externos (Salas, 2002; Sánchez y Lucas, 2008) que, según las evidencias empíricas, se asocian a mayores niveles de supervisión, que implican menores retribuciones y más ajustadas al rendimiento de la empresa (Crespí-Cladera y Gispert, 2003; De Andrés *et al.*, 2005). De tal modo, se espera que una mayor presencia de externos esté asociada con un menor nivel retributivo del equipo de alta dirección (hipótesis 2).

Todos los argumentos anteriores nos conducen a las dos hipótesis siguientes:

Hipótesis 1: A mayor número de miembros del consejo de administración mayor nivel retributivo del equipo de alta dirección.

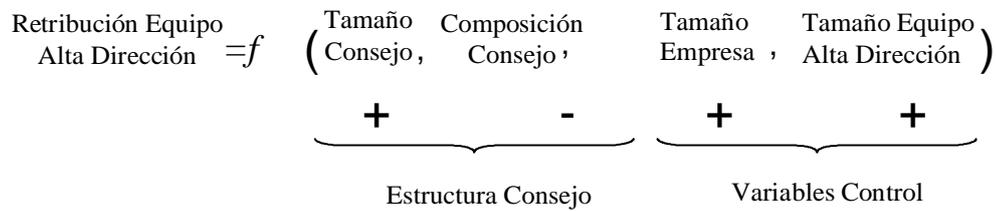
Hipótesis 2: A mayor proporción de consejeros externos en el consejo de administración menor nivel retributivo del equipo de alta dirección.

Considerando las hipótesis 1 y 2, la retribución del equipo de alta dirección está asociada positivamente con el tamaño del consejo de administración y negativamente con su composición, tal y como muestra la figura 1. Asimismo, estas

relaciones están afectadas por el tamaño de la empresa y por el tamaño del equipo de alta dirección, con lo que se consideran como factores que influyen en dicha relación y por ello se incluyen en nuestro primer modelo. De acuerdo con la investigación previa (Boyd, 1994; Finkelstein y Boyd, 1998), empleamos como variables de control el tamaño de la empresa y el tamaño del equipo de alta dirección, tal y como muestra la ecuación 1.

$$TMC = \beta_0 + \beta_1 BS + \beta_2 BC + \beta_3 FS + \beta_4 TMTS + \varepsilon \quad [1]$$

Figura 1. Relación entre retribución del equipo de alta dirección y estructura del consejo de administración



Fuente: Elaboración propia.

3.2.2. RESULTADOS DE LA EMPRESA Y RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN

Los estudios realizados en torno a la eficacia del consejo de administración y los resultados alcanzados por la empresa no son concluyentes. Una parte de las investigaciones ponen de manifiesto que, desde una perspectiva de agencia, un mayor número de consejeros o una proporción mayor de externos se asocian con mayores niveles de supervisión, que suponen una mayor alineación de intereses entre el equipo de alta dirección y los accionistas, lo que conlleva a incrementar los resultados de la empresa (Byrd y Hickman, 1992; Alexander *et al.*, 1993; Brickley *et al.*, 1994; Goodstein *et al.*, 1994; Chatterjee *et al.*, 2003). Por el contrario, otros trabajos evidencian que el aumento en el número de consejeros o en el número de externos influye negativamente en los resultados de la empresa, debido, en el primer caso, a los problemas de comunicación, coordinación y procesamiento de la información, que hacen que su eficacia supervisora sea menor (Kini *et al.*, 1995; Eisenberg *et al.*, 1998) o, en el segundo caso, a la falta de independencia real y a los

escasos conocimientos de los consejeros externos sobre la empresa (Agrawal y Knoeber, 1996; Bhagat y Black, 2002).

¿Qué papel tiene la retribución del equipo de alta dirección en los resultados de la empresa en un contexto de gobierno corporativo? Conyon y Peck señalan, a este respecto, la existencia de “una relación compleja entre la retribución del equipo de alta dirección y el gobierno corporativo interno, lo que demuestra que el efecto directo de las variables de control del consejo es mínimo” y añaden que existen evidencias de que “la composición del consejo de administración de las empresas y el comité de retribución de las mismas es un elemento importante para alinear la retribución del equipo de alta dirección con los resultados de la empresa” (1998:155). La importancia de la retribución también es constatada empíricamente por Perkins y Hendry (2005), quienes concluyen que el papel de la retribución del equipo de alta dirección es fundamental para resolver el conflicto principal-agente y se configura como un “intermediario” que alinea los intereses entre el consejo de administración y los resultados generales y específicos de la organización.

Partiendo, por lo tanto, de la idea de que una menor retribución del equipo de alta dirección puede ser indicativo de un mejor funcionamiento y supervisión del consejo de administración, tal y como recogen las hipótesis 1 y 2, se podría suponer que esta menor retribución también influye en que la empresa mejore sus resultados (Perkins y Hendry, 2005). En este sentido, la retribución del equipo de alta dirección puede contribuir, moderando la relación entre tamaño y composición del consejo de administración, a incrementar positivamente los resultados de la empresa, de lo que se desprende que también la propia retribución puede ayudar a reforzar los mecanismos internos de supervisión (Doucouliagos *et al.*, 2007).

En este contexto, los estudios empíricos previos muestran evidencias contradictorias sobre el impacto de la retribución del equipo de alta dirección en los resultados de la empresa. Por ejemplo, Core *et al.* (1999) encuentran que las características del consejo asociadas con los miembros del equipo de alta dirección – entre las que se encuentran su menor tamaño y su composición mayoritariamente

externa- están correlacionadas positivamente con la retribución que éstos reciben, la cual, influye positivamente en el resultado de la empresa. Por su parte, Cyert *et al.* (2002) encuentran una relación negativa entre un mayor control del consejo –a través de la incorporación de externos y la creación del comité de retribución- y el nivel retributivo del equipo de alta dirección. Estos autores encuentran, sin embargo, que esta estructura de gobierno está asociada con peores niveles de rendimiento organizacional. También Dávila y Penalva (2006) concluyen que en las empresas en las que el equipo de alta dirección tiene mayores niveles de influencia –a través del incremento del número de consejeros internos- la retribución del equipo de alta dirección es mayor. Al igual que el anterior, el efecto que estos autores encuentran en el resultado de la empresa es negativo.

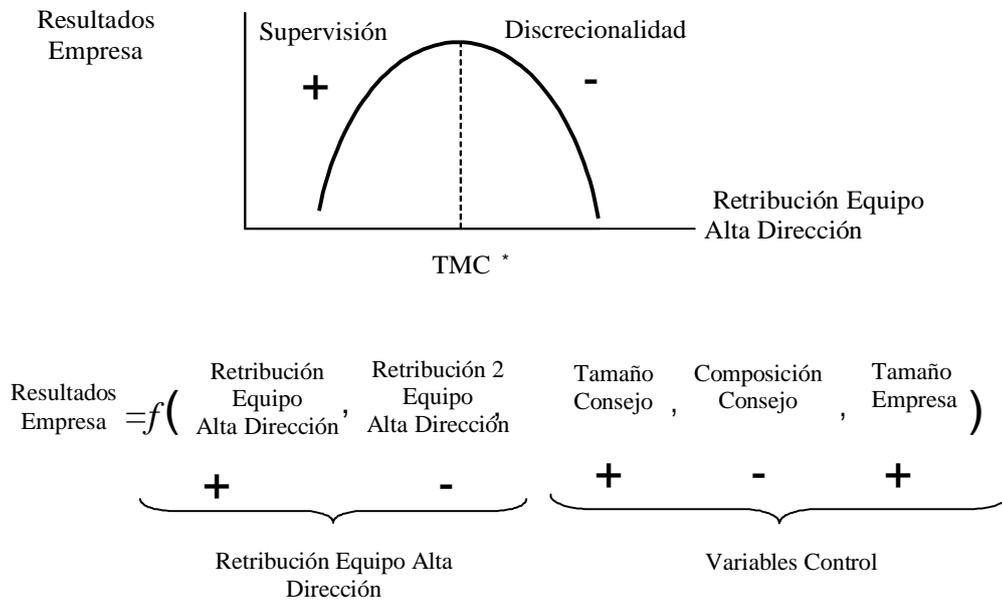
Las relaciones contradictorias, encontradas en la literatura, entre retribución del equipo de alta dirección y los resultados de la empresa, en el contexto de la estructura del consejo de administración, pueden explicarse en función de dos aspectos (Boyd, 1994; Carpenter y Sanders, 1998): (1) la dificultad del procesamiento de la información a medida que aumenta el número de consejeros, lo que hace que se incremente el nivel retributivo del equipo de alta dirección; (2) la menor influencia del equipo de alta dirección en el consejo a medida que aumenta el número de externos, lo que hace que disminuya su nivel retributivo.

Bajos niveles retributivos implican que los niveles de supervisión y control son efectivos, la alineación de intereses es adecuada y, por lo tanto, se explica que se produzca un efecto positivo en los resultados (Conyon y Peck, 1998; Core *et al.*, 1999). A medida que el nivel retributivo aumenta se supone que, en un contexto de gobierno corporativo, el sistema de supervisión va fallando –por un mayor número de miembros en el consejo o por una menor independencia de los mismos- (Cyert *et al.*, 2002; Dávila y Penalva, 2006). Esto es aprovechado por los miembros del equipo de alta dirección para alcanzar sus propios objetivos, entre los que se encuentra el seguir incrementado sus niveles retributivos, sin vincularlos, en la medida de lo posible, al rendimiento de la empresa (Eisendhardt, 1989; Jensen y Murphy, 1990). Esta situación conduce, en definitiva, a una disminución de los

resultados de la empresa como consecuencia de la mayor discrecionalidad del equipo de alta dirección (Finkelstein y Hambrick, 1996). De estos argumentos se deriva la siguiente hipótesis:

Hipótesis 3: Los resultados de la empresa se incrementan a medida que la retribución del equipo de alta dirección es menor (derivada de una supervisión efectiva) y disminuyen a medida que la retribución del equipo de alta dirección es mayor (como consecuencia de una mayor discrecionalidad del equipo de alta dirección).

Figura 2. Relación entre resultados de la empresa y retribución del equipo de alta dirección



Fuente: Elaboración propia.

Dada la hipótesis 3, existe un punto, TMC^* , a partir del cual niveles retributivos mayores están correlacionados con un descenso en los resultados, tal y como muestra la figura 2. Si se divide el conjunto de empresas en empresas con niveles retributivos altos y empresas con niveles retributivos bajos, la hipótesis 3 implica una correlación positiva para empresas con niveles retributivos bajos y una correlación negativa para empresas con niveles retributivos altos. Sin embargo, para contrastar la hipótesis 3 este análisis requiere establecer a priori un punto que debe

coincidir con el nivel retributivo óptimo, TMC^* . Con el objetivo de evitar que los resultados estén condicionados por un punto establecido a priori, nuestro modelo contrasta una relación cuadrática entre los resultados y la retribución del equipo de alta dirección como muestra la ecuación 2.

$$Resultados = \beta_0 + \beta_1 TMC + \beta_2 TMC^2 + \beta_3 BS + \beta_4 BC + \beta_5 FS + \varepsilon \quad [2]$$

Según la ecuación 2, existe un nivel retributivo óptimo igual a $-(\beta_1/2\beta_2)$, que se obtiene para diferentes medidas de resultados respecto a la retribución del equipo de alta dirección. Para encontrar una relación cuadrática entre los resultados y la retribución del equipo de alta dirección con un máximo, TMC^* , β_2 tiene que ser negativo. Además, como la retribución del equipo de alta dirección es positiva, $-(\beta_1/2\beta_2)$ tiene que ser mayor o igual que 0 y, por tanto, β_1 positivo. De este modo, no se establece a priori un punto a partir del cual se espera una relación negativa entre los resultados y la retribución del equipo de alta dirección sino que la estimación del modelo es la que lo determina.

3.3. METODOLOGÍA

3.3.1. MUESTRA Y OBTENCIÓN DE DATOS

Nuestro análisis se centra en las empresas cotizadas que publican sus informes de gobierno corporativo. La fuente principal de información se obtiene de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que publica los informes de gobierno corporativo de las empresas cotizadas y de los estados financieros anuales. La información sobre la retribución del equipo de alta dirección y el tamaño y composición del consejo de administración se obtiene de los informes de gobierno corporativo de las empresas y la información sobre los resultados de las empresas de sus estados financieros anuales.

Las empresas que forman la muestra son compañías cotizadas españolas, no financieras, para el periodo desde 2004 a 2006. El estudio se inicia en 2004 porque este es el primer año en el que la CNMV publica informes de gobierno corporativo

para la mayoría de las empresas cotizadas. En total la muestra esta formada por 120 empresas para las que se dispone de información desde el año 2004 a 2006.

3.3.2. MEDICIÓN DE VARIABLES

Variables retributivas. Se emplean dos variables. (1) *Nivel retributivo del equipo de alta dirección* (TMC), que se mide como la retribución total anual media recibida por el equipo de alta dirección (Conyon y Peck, 1998; Álvarez y Neira, 1999). (2) *Nivel retributivo ajustado del equipo de alta dirección* (ATMC), medida como la retribución total anual media del equipo de alta dirección más la retribución media de los miembros del equipo de alta dirección consejeros –internos- menos la retribución media de todos los consejeros -internos y externos-. Esta variable ajustada representa únicamente el efecto de la retribución que el equipo de alta dirección recibe, exclusivamente, como recompensa a sus tareas directivas y, por lo tanto, excluye las cantidades que reciben en calidad de consejeros.

Variables del consejo. Se utilizan dos variables. (1) *Tamaño del consejo de administración* (BS), que se mide por el número medio de consejeros que lo componen (Boyd, 1994). (2) *Composición del consejo de administración* (BC), medida a través de la proporción de consejeros externos sobre los internos (Johnson *et al.*, 1996).

Variable de resultados. La variable de *resultados* mide la creación de valor desde el punto de vista del accionista y se aproxima a través de la rentabilidad financiera. La rentabilidad financiera tiene en cuenta tanto la estructura económica como financiera de la empresa.

Variables de control. Moderan el efecto que el tamaño de la empresa y el tamaño del equipo de alta dirección pudieran tener sobre el nivel retributivo o los resultados de la empresa (Finkelstein y Boyd, 1998). (1) *Tamaño de la empresa* (FS), medido a través del número de empleados. (2) *Tamaño del equipo de alta dirección*, medido por el número de miembros de éste que no pertenecen al consejo de administración (NDM) y por aquellos que si forman parte del mismo (INS).

3.3.3. ANÁLISIS

Se ha empleado la metodología de datos de panel, ya que permite estudiar la evolución de las poblaciones de corte trasversal. De este modo, mejoramos las especificaciones econométricas así como la estimación de parámetros, ya que incluye más información, más variabilidad, menos colinealidad entre las variables y más eficiencia (Baltagi, 2001).

Hay que tener en cuenta que las empresas y los miembros del equipo de alta dirección son grupos heterogéneos. Siempre existen características que influyen en la retribución que reciben los miembros del equipo de alta dirección, que son difíciles de medir o de obtener, como son la experiencia o las habilidades personales de éstos. Si no se tiene en cuenta la heterogeneidad los resultados que se obtienen pueden estar sesgados. En este estudio controlamos la heterogeneidad a través de un efecto individual, η_i . Asimismo, controlamos el efecto de las variables macroeconómicas, como el ciclo económico y la inflación, incluyendo los efectos temporales, d_t . Por tanto, el término de error se transforma en $\varepsilon_{it} = \eta_i + d_t + v_{it}$, donde v_{it} es una perturbación aleatoria.

Los modelos finalmente estimados se derivan de los presentados en las ecuaciones 1 y 2. Para explicar la retribución del equipo de alta dirección (modelo 1) hemos considerado dos variables dependientes: la retribución de los miembros del equipo de alta dirección que no pertenecen al consejo de administración (NDMC) y la retribución de los miembros del equipo de alta dirección que si pertenecen al consejo, es decir, de los consejeros internos (INSC). De este modo se estiman las ecuaciones 3 y 4 por separado y se contrastan las hipótesis 1 y 2 distinguiendo entre miembros del equipo de alta dirección que no pertenecen al consejo y miembros del equipo de alta dirección que si forman parte del mismo.

$$NDMC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 BC_{it} + \beta_3 FS_{it} + \beta_4 NDM_{it} + \eta_i + d_t + v_{it} \quad [3]$$

$$INSC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 BC_{it} + \beta_3 FS_{it} + \beta_4 INSC_{it} + \eta_i + d_t + v_{it} \quad [4]$$

Para explicar los resultados de la empresa (modelo 2) y determinar el nivel retributivo óptimo del equipo de alta dirección se han utilizado las dos variables explicativas de la retribución: el nivel retributivo del equipo de alta dirección (TMC) y el nivel retributivo ajustado del equipo de alta (ATMC). De este modo contrastamos la hipótesis 3 mediante la estimación de las ecuaciones 4 y 5.

$$\begin{aligned} \text{Resultados}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 TMC_{it} + \beta_2 TMC_{it}^2 + \beta_3 BS_{it} \\ & + \beta_4 BC_{it} + \beta_5 FS_{it} + \eta_i + d_t + v_{it} \end{aligned} \quad [5]$$

$$\begin{aligned} \text{Resultados}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ATMC_{it} + \beta_2 ATMC_{it}^2 + \beta_3 BS_{it} \\ & + \beta_4 BC_{it} + \beta_5 FS_{it} + \eta_i + d_t + v_{it} \end{aligned} \quad [6]$$

El método de estimación seleccionado depende de si el término inobservable que refleja las diferencias inobservables entre individuos está correlacionado o no con las variables explicativas. El test de Hausman (1978) compara dos estimadores, el estimador intra-grupos y el de mínimos cuadrados generalizados, bajo la hipótesis nula de ausencia de diferencias sistemáticas en los coeficientes del modelo, β . Si se acepta la hipótesis nula, ambos estimadores son consistentes, aunque el estimador de mínimos cuadrados generalizados es más eficiente. Si se rechaza la hipótesis nula, el estimador intra-grupos es el único consistente. El estimador intra-grupos se diferencia con el de mínimos cuadrados ordinarios en que las variables han sido transformadas en desviaciones respecto de la media, mientras que el estimador de mínimos cuadrados generalizados se aplica mediante una estimación consistente de la matriz de varianzas-covarianzas. Además de utilizar la metodología de datos de panel, estimamos los modelos propuestos mediante una regresión en sección cruzada para los tres años objeto de estudio.

3.4. RESULTADOS

La tabla 1 muestra los estadísticos descriptivos y las correlaciones de las variables empleadas en la estimación de los diferentes modelos. El tamaño de los consejos de administración no es pequeño, con un promedio de 11 miembros, lo que indica que los consejos pueden estar sobredimensionados. El número de consejeros externos sobre los internos es de 5 a 1, lo que se asocia con mayores niveles de supervisión. Esto coincide con la evidencia previa en el contexto español.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos y correlaciones de Spearman

	Media	Desviación Estándar	BS	BC	INS	NDM	FS	TMC	ATMC
BS	11.06	3.94	1.000						
BC	5.15	3.74	0.424	1.000					
INS	2.23	1.29	0.141	-0.81	1.000				
NDM	8.17	7.34	0.328	0.163	0.044	1.000			
FS	6883.7	12794.1	0.430	0.136	0.144	0.522	1.000		
TMC	1073.4	1298.8	0.573	-0.283	0.057	0.403	0.610	1.000	
ATMC	847.3	1059.5	0.584	-0.343	-0.007	0.399	0.594	0.991	1.000

Nota: BS: tamaño consejo; BC: composición consejo; INS: equipo de alta dirección que pertenece al consejo; NDM: equipo de alta dirección que no pertenece al consejo; FS: tamaño empresa; TMC: nivel retributivo equipo de alta dirección; ATMC: nivel retributivo ajustado del equipo de alta dirección.

Por otro lado, al tratarse de una muestra de empresas cotizadas su tamaño es grande y el número medio de empleados es casi de 7.000. En cuanto a las correlaciones, observamos una correlación positiva entre la retribución del equipo de alta dirección y el tamaño del consejo de administración y negativa entre la retribución del equipo de alta dirección y la composición del consejo, tal y como se espera según las hipótesis 1 y 2.

La tabla 2 presenta los resultados de la estimación de la ecuación 3, donde la variable dependiente es la retribución del equipo de alta dirección que no pertenece al consejo de administración. Los resultados de los análisis de la regresión lineal por años validan las hipótesis 1 y 2 para los años 2004 y 2005, mientras que para el 2006 sólo se acepta la hipótesis 1. En el análisis de datos de panel, se acepta la hipótesis nula del test de Hausman y, por tanto, utilizamos un estimador de efectos aleatorios. La regresión de datos de panel confirma que las hipótesis 1 y 2 se aceptan. El tamaño del consejo tiene un efecto positivo y

significativo como consecuencia de la disminución de la eficiencia de la labor supervisora, que se deriva de que los tamaños de los consejos están sobredimensionados. Las empresas que presentan menor proporción de consejeros externos en el consejo establecen una mayor retribución para el equipo de alta dirección que no pertenece al consejo, como resultado de menores niveles de supervisión

Tabla 2. Modelo retributivo del nivel retributivo del equipo de alta dirección

Variables	Regresión Lineal			Regresión Datos Panel
	2004	2005	2006	2004-2006
Exploratorias	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
	(Error Estándar)	(Error Estándar)	(Error Estándar)	(Error Estándar)
<i>Hipótesis</i>				
Tamaño	273.3***	179.6***	131.97*	142.4***
Consejo	(74.97)	(66.06)	(71.09)	(53.07)
Composición	-90.56*	-71.22*	-56.22	-73.96*
Consejo	(47.52)	(38.51)	(66.77)	(43.86)
<i>Control</i>				
Equipo Alta	299.3***	320.6***	364.1***	306.3***
Dirección no	(43.42)	(27.67)	(29.89)	(42.81)
Consejo				
Tamaño	0.061***	0.075***	0.068***	0.048**
Empresa	(0.021)	(0.017)	(0.017)	(0.021)
<i>Dummys temporales</i>				
D ₂₀₀₄				-394.1** (162.09)
D ₂₀₀₅				-357.2** (156.51)
Constante	-3135.1*** (782.6)	-2349.5*** (668.4)	-1822.8** (777.19)	-1264.3** (500.7)
R ² Ajustada	0.76	0.72	0.72	0.72
Hausman				0.228
Obs.	120	120	120	360

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Nota: Hausman es el p-valor del contraste de Hausman (1978).

En la tabla 3 se presentan los resultados para la retribución del equipo de alta dirección que pertenece al consejo de administración. En este caso, también se

aceptan las hipótesis 1 y 2 cuando se estima el modelo de datos de panel por efectos aleatorios. En el análisis transversal por años, la hipótesis 1 se acepta también, mientras que la hipótesis 2 se rechaza, aunque la variable presenta el signo esperado. Esto puede ser consecuencia de las limitaciones del análisis transversal. En las tablas 2 y 3 el resto de variables de control consideradas tienen el signo esperado. A mayor tamaño de la empresa y del equipo de alta dirección mayor nivel retributivo. Asimismo, el paso de los años incrementa el nivel retributivo del equipo de dirección como se deduce de las variables dummies temporales incluidas en los modelos de datos de panel.

Tabla 3. Modelo nivel retributivo ajustado del equipo de alta dirección

Variables	Regresión Lineal			Regresión Datos Panel
	2004	2005	2006	2004-2006
Exploratorias	Coeficiente (Error Estándar)	Coeficiente (Error Estándar)	Coeficiente (Error Estándar)	Coeficiente (Error Estándar)
<i>Hipótesis</i>				
Tamaño	193.4***	243.33***	247.6*	200.6***
Consejo	(66.34)	(77.34)	(145.3)	(72.02)
Composición	-99.25	-116.51	-189.9	-142.1*
Consejo	(86.42)	(100.59)	(179.9)	(72.25)
<i>Control</i>				
Consejeros	195.7	467.7	-59.16	105.4
Internos	(243.9)	(350.4)	(505.7)	(262.5)
Tamaño	0.068***	0.037	0.105	0.081***
Empresa	(0.012)	(0.013)	(0.022)	(0.031)
<i>Dummys temporales</i>				
D ₂₀₀₄				-969.9*** (264.6)
D ₂₀₀₅				-692.1** (283.1)
Constante	-1199 (648.2)	-1741 (822.4)	-88.24 (1225.1)	-29.91 (690.6)
R ² Ajustada	0.51	0.43	0.35	0.46
Hausman				0.407
Obs.	120	120	120	360

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Nota: Hausman es el p-valor del contraste de Hausman (1978).

En las tablas 4 y 5 se resumen los resultados de contrastar la hipótesis 3 a través de las ecuaciones 5 y 6, donde se especifica una relación cuadrática entre los resultados de la empresa y la retribución del equipo de alta dirección.

Tabla 4. Modelo resultados de la empresa y nivel retributivo de alta dirección

Variables	Regresión Lineal			Regresión Datos Panel
	2004	2005	2006	2004-2006
Exploratorias	Coeficiente (Error Estándar)	Coeficiente (Error Estándar)	Coeficiente (Error Estándar)	Coeficiente (Error Estándar)
<i>Hipótesis</i>				
TMC	0.016*** (0.004)	0.013* (0.007)	0.005 (0.004)	0.003** (0.001)
TMC ²	-3.79·10 ⁻⁶ *** (1.17·10 ⁻⁶)	-3.15·10 ⁻⁶ * (1.65·10 ⁻⁶)	-7.50·10 ⁻⁷ * (3.94·10 ⁻⁷)	-5.281·10 ⁻⁷ *** (2.01·10 ⁻⁷)
<i>Control</i>				
Tamaño	-0.173 (0.395)	-0.122 (0.569)	0.434 (0.603)	0.044 (0.287)
Composición	-0.312 (0.346)	-0.405 (0.496)	-0.415 (0.498)	-0.055 (0.264)
Tamaño	0.003·10 ⁻²	-0.002·10 ⁻²	-0.0001	0.003·10 ⁻²
Empresas	(0.01·10 ⁻²)	(0.01·10 ⁻²)	(0.0001)	(0.007·10 ⁻²)
<i>Dummys</i>				
<i>temporales</i>				
D ₂₀₀₄				0.384 (1.083)
D ₂₀₀₅				0.486 (1.023)
Constante	6.01 (3.87)	8.16 (5.45)	6.22 (5.69)	9.435 (3.242)
R ² Ajustada	0.18	0.16	0.14	0.16
Hausman				0.117
Obs.	120	120	120	360

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Nota: Hausman es el p-valor del contraste de Hausman (1978).

En la tabla 4 se observa que la variable retribución del equipo de alta dirección al cuadrado tiene signo negativo y significativo en todos los modelos, tanto en los análisis de corte transversal por años como en el análisis de datos de

panel. Esto reafirma la hipótesis de que existe un nivel óptimo a partir del cual los resultados de la empresa empiezan a descender como consecuencia de una mayor discreción del equipo de alta dirección.

Además, el signo de la variable nivel retributivo del equipo de alta dirección es positivo y significativo lo que implica que la retribución del equipo de alta dirección óptima es positiva. Por tanto, al aumentar la retribución del equipo de alta dirección en niveles bajos se producen incrementos en los resultados de la empresa derivados del efecto de supervisión, y en altos niveles se reducen los resultados de la empresa debido a la mayor discrecionalidad del equipo de alta dirección. Esto ayuda a explicar resultados contradictorios encontrados en la literatura previa.

Tabla 5. Modelo resultados de la empresa y nivel retributivo ajustado de alta dirección

Variables	Regresión Lineal			Regresión Datos
	2004	2005	2006	Panel
Exploratorias	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)	Coficiente (Error Estándar)
<i>Hipótesis</i>				
ATMC	0.019*** (0.005)	0.017* (0.009)	0.005 (0.004)	0.004** (0.001)
ATMC ²	-5.76·10 ⁻⁶ *** (1.87·10 ⁻⁶)	-5.68·10 ⁻⁶ * (2.98·10 ⁻⁶)	-1.03·10 ⁻⁶ * (0.54·10 ⁻⁶)	-7.65·10 ⁻⁷ *** (2.91·10 ⁻⁷)
<i>Control</i>				
Tamaño	-0.089 (0.399)	-0.128 (0.567)	0.492 (0.588)	0.034 (0.289)
Composición	-0.407 (0.354)	-0.432 (0.491)	-0.436 (0.507)	-0.064 (0.266)
Tamaño	0.006·10 ⁻² (0.01·10 ⁻²)	0.001·10 ⁻² (0.01·10 ⁻²)	0.0001 (0.0001)	0.002·10 ⁻² (0.007·10 ⁻²)
<i>Dummys</i>				
<i>temporales</i>				
D ₂₀₀₄				0.360 (1.087)
D ₂₀₀₅				0.516 (1.023)
Constante	6.41 (3.95)	8.67 (5.34)	6.11 (5.71)	9.819 (3.213)
R ²	0.16	0.16	0.14	0.15

Hausman				0.001
Ajustado				
Obs.	120	120	120	360

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente. Hausman es el p-valor del contraste de Hausman (1978).

Hemos repetido el análisis en la tabla 5, considerando como variable explicativa el nivel retributivo ajustado del equipo de alta dirección. En este caso, se rechaza la hipótesis nula del test de Hausman, por lo que usamos el estimador entre grupos. De nuevo los resultados confirman la hipótesis 3 y el signo de las variables es el esperado. Por tanto, los resultados son robustos respecto a la especificación de la variable que mide la retribución del equipo de alta dirección.

3.5. CONCLUSIONES Y DISCUSIÓN

Las elevadas retribuciones que reciben los miembros del equipo de alta dirección, especialmente en las grandes empresas en las que existe separación entre propiedad y control, es un fenómeno que despierta tanto interés como polémica en el ámbito social y académico. La cuestión relativa a si la retribución que el equipo de alta dirección percibe es justa y está relacionada con los resultados de la empresa ha constituido el centro del debate científico (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Perkins y Hendry, 2005). Desde la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) se propone al consejo de administración como uno de los mecanismos de gobierno internos más eficaces para vigilar, supervisar, incentivar y motivar al equipo de alta dirección (Jensen, 1993; Daily *et al.*, 2003).

En este ámbito, el objetivo planteado en este capítulo ha sido el de analizar los efectos que el tamaño y la composición del consejo de administración tienen en el nivel retributivo del equipo de alta dirección con el fin de comprobar si el consejo de administración modera la retribución del equipo de alta dirección y permite adaptar el nivel retributivo a los cambios en los factores económicos y contextuales –tal y como se propuso en el capítulo segundo-. Del mismo modo, se ha tratado de comprobar si, en el contexto del gobierno corporativo, la retribución del equipo de alta dirección tiene implicaciones en términos de resultados de la empresa, como

consecuencia de su efecto potenciador de la capacidad supervisora del consejo de administración (Conyon y Peck, 1998; Doucouliagos *et al.*, 2007).

Con esta investigación se ha pretendido aportar nuevas evidencias en el campo de las relaciones entre retribución y consejo de administración. En primer lugar, aportando un análisis de dichas relaciones pero incorporando, además, los efectos de ambas en los resultados de la empresa, aspecto hasta la fecha poco explorado (Core *et al.*, 1999; Doucouliagos *et al.*, 2007). En segundo lugar, comprobando si los postulados de agencia son extensibles al contexto español, caracterizado por fuertes concentraciones de propiedad y consejos muy intervenidos por los accionistas (Romero y Valle Cabrera, 2001; Salas, 2002; Sánchez y Lucas, 2008). En tercer lugar, indagando en los posibles efectos de convergencia que la reciente implantación de nuevas normas de buen gobierno pudieran tener sobre la eficiencia supervisora de los consejos de administración (Point y Tyson, 2006) y, por ende, en el diseño de las retribuciones del equipo de alta dirección (Conyon y Peck, 1998).

Los resultados del estudio evidencian que en aquellas empresas en las que el tamaño del consejo de administración es muy elevado, el nivel retributivo del equipo de alta dirección es mayor (Eisenberg *et al.*, 1998; Sanders y Carpenter, 1998). El incremento en el número de consejeros supone mayores problemas de coordinación y comunicación, lo que se asocia a un deficiente control sobre la actuación de los miembros del equipo de alta dirección, por lo que éstos cuentan con una mayor discrecionalidad para perseguir sus propios intereses, incluidos los que tienen que ver con aumentos de sus niveles retributivos (Finkelstein y Hambrick, 1996; Yermack, 1996). Se confirman, pues, los postulados de agencia y nuestros hallazgos son robustos y coinciden con la mayoría de la literatura que, en el ámbito internacional, también ponen de manifiesto esta relación positiva (De Andrés *et al.*, 2005).

Con relación a la composición del consejo de administración la evidencia ha sido más débil, algo también coherente con la literatura previa (Conyon y Peck,

1998). No obstante, en términos generales, se ha encontrado que cuando el porcentaje de consejeros externos es mayor, el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor. Los resultados indican que resulta positivo dotar de mayor independencia al consejo de administración a través de externos, limitando la discrecionalidad del equipo de alta dirección y moderando sus retribuciones (Boyd, 1994; Conyon y Peck, 1998). La falta de resultados más contundentes puede venir explicada por el hecho de que los consejos de administración de las empresas españolas ya están dominados por mayoría de externos –con porcentajes en torno al 70%–, de lo que se deduce que ya existe, según la perspectiva de agencia, una muy eficiente supervisión. Por lo tanto, la inclusión de consejeros externos adicionales no tiene efectos significativos en el nivel retributivo del equipo de alta dirección (Tosi y Gómez-Mejía, 1994). Asimismo, tal y como señalan Zajac y Westphal (1994) y Westphal y Zajac (1995), la independencia real de los consejeros externos es discutible desde el punto de vista de su selección y como consecuencia de las posibles similitudes demográficas y socioeconómicas. A pesar de ello, nuestros resultados nuevamente confirman las proposiciones de la teoría de la agencia; no obstante, como era de esperar, dichas relaciones se han mostrado más débiles que las relativas al tamaño del consejo y retribución del equipo de alta dirección (Core *et al.*, 1999).

Teniendo en cuenta que el tamaño y la composición del consejo de administración influyen tanto en su independencia como en su capacidad de supervisión y, consecuentemente, en el nivel retributivo de los miembros del equipo de alta dirección, la tercera hipótesis planteó si dicho nivel retributivo modera la relación entre el tamaño y composición del consejo y los resultados de la empresa (Perkins y Hendry, 2005). El análisis apoya el efecto incremental que tiene para los resultados de la empresa un menor nivel retributivo del equipo de alta dirección, lo que se relaciona con una mayor eficacia e independencia supervisora del consejo –derivada de un elevado tamaño y una pequeña proporción de externos–, confirmándose, así, los efectos moderadores de la retribución (Core *et al.*, 1999). En este sentido, se ha comprobado que el establecimiento de niveles retributivos comedidos facilitan las labores de supervisión del equipo de alta dirección y hace

más eficaces los consejos de administración en el desempeño de esta labor. Además, se ha encontrado una relación curvilínea que resuelve las contradicciones de la literatura (Cyert *et al.*, 2002; Dávila y Penalva, 2006): a medida que el nivel retributivo aumenta se supone que el sistema de supervisión va fallando –por un mayor número de miembros en el consejo o por una menor independencia de los mismos-, aprovechando el equipo de alta dirección esta situación para incrementar sus niveles retributivos, sin vincularlos, en la medida de sus posibilidades, al rendimiento de la empresa (Eisenhardt, 1989; Jensen y Murphy, 1990).

Así, se ha contrastado que el consejo de administración –factor político, a través de su tamaño y composición, modera el nivel retributivo del equipo de alta dirección y permite adaptar este a los cambios en los factores económicos y contextuales. En definitiva, los resultados de este estudio son coherentes con la línea mayoritaria de la literatura sobre gobierno corporativo y vienen a aportar nuevas evidencias que refuerzan el papel de la retribución como mecanismo de supervisión eficiente que robustece el efecto y la acción del consejo de administración (Yermack, 1996; Daily *et al.*, 2003). Las empresas cotizadas españolas, a pesar de las diferencias en sus características sobre concentración de propiedad e intervención de los consejos con respecto a las anglosajonas (Salas, 2002), suelen adoptar las mismas decisiones sobre retribución de los miembros del equipo de alta dirección –moderando su cuantía total- cuando el tamaño del consejo es menor y está formado por una mayor proporción de consejeros externos, coincidiendo con las proposiciones plantadas en el segundo capítulo.

Asimismo, el menor nivel retributivo influye positivamente en los resultados de la empresa, teniendo un efecto moderador en la eficacia supervisora del consejo de administración. Respecto al ámbito español, es importante señalar que con este estudio se ha contribuido a mejorar la escasa evidencia empírica existente (Salas, 2002; Sánchez y Lucas, 2008) y se ha afianzado la idea de la homogeneidad de comportamientos en el ámbito internacional en el contexto de los mecanismos de control interno y, concretamente, en el del consejo de administración (Point y Tyson, 2006). La situación actual indica, en principio, una buena disposición del consejo a

actuar como mecanismo de control eficaz e independiente, lo que pone de manifiesto cierta evolución positiva en los últimos años, aunque se observa que las recomendaciones del reciente Código Unificado de Buen Gobierno (2006) se están incorporando muy lentamente.

Por último, no se debe perder de vista que, aunque la literatura mayoritariamente coincide con los resultados de este trabajo, existe un número de estudios que claramente difieren o contradicen estas conclusiones. En este sentido, aunque no se ha podido comprobar directamente, creemos que es fundamental señalar que el análisis de los datos sugiere que los miembros del equipo de alta dirección que no forman parte del consejo de administración no se ven apenas afectados en sus niveles retributivos por el tamaño y la composición del consejo de administración y, por tanto, su análisis debe separarse de aquellos que ostentan cargos en el consejo. Tal y como afirman Carpenter y Sanders (2002), seguramente otras variables de enlace entre consejeros internos (incluido el CEO) y miembros del equipo de alta dirección no consejeros, relacionadas con las distintas responsabilidades, pueden tener más peso en su supervisión y en la determinación y modificación de sus niveles retributivos. Es, por tanto, necesaria la realización de nuevas investigaciones que contribuyan a delimitar mejor la situación actual de los consejos de administración y la influencia de los códigos de buen gobierno, así como a aclarar la influencia de sus mecanismos de control en la retribución del equipo de alta dirección.

Respecto a las principales limitaciones y líneas futuras de investigación es evidente, en primer lugar, que debería incluirse en el análisis la retribución variable, dada su importancia en el caso del equipo de alta dirección y sus implicaciones desde el punto de vista de la agencia. En segundo lugar, sería necesario utilizar datos correspondientes a un periodo mayor de tiempo para poder determinar con mayor precisión las relaciones entre variables. En tercer lugar, el hecho de que la muestra de empresas sea únicamente las cotizadas en el mercado de valores, supone dejar fuera un conjunto importante de compañías –especialmente societarias- que operan a través de consejos de administración y comités de dirección. Finalmente, este

análisis debería completarse con la inclusión de otras variables demográficas e individuales, tanto relativas a las características de consejeros como de los miembros del equipo de alta dirección, que permitieran un examen más holístico de la eficacia del consejo de administración, de su influencia en la retribución del equipo de alta dirección y de sus implicaciones en los resultados de la empresa.

3.6. BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A.; Knoeber, C.R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, pp. 377-397.
- Alexander, J.A.; Fennell, M.L.; Halpern, M.T. (1993). Leadership instability in hospitals: The influence of board-CEO relations and organizational growth and decline. *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, pp. 74-99.
- Álvarez, M.D.; Neira, E. (1999). Determinantes del nivel de retribución y del porcentaje de retribución variable de la alta dirección. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 8, pp. 83-108.
- Baltagi, B.H. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data*. Wiley. Chichester.
- Baysinger, B.; Hoskisson, R. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, vol. 15, pp. 72-87.
- Berle, A.A.; Means, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. MacMillan. New York.
- Bhagat, S.; Black, B.S. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, vol. 27, pp. 231-273.
- Boyd, B.K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 335-344.
- Boyd, B.K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, vol. 16, pp. 301-312.

- Brickley, J.; Coles, J.; Terry, R. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, vol. 35, pp. 371-390.
- Byrd, J.W.; Hickman, K.A. (1992). Do outside directors monitor managers? *Journal of Financial Economics*, vol. 32, pp. 195-221.
- Carpenter, M.A.; Sanders, G. (2002). Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal*, vol. 23, pp. 367-375.
- Chatterjee, S.; Harrison, J.S.; Bergh, D.D. (2003). Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing. *Strategic Management Journal*, vol. 24, pp. 87-96.
- Código Unificado de Buen gobierno (2006). *Informe del grupo especial de trabajo sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas*. CNMV. Madrid.
- Conyon, M.J.; Peck, S.I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 146-151.
- Core, J.E.; Holthausen, R.W.; Larcker, D.F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 371-406.
- Cowherd, D.M.; Levine, D. (1992). Product quality and pay equity between lower-level employees and top management. *Administrative Science Quarterly*, vol. 37, pp. 302-320.
- Crespí-Cladera, R.; Gispert, C. (2003). Total board compensation, governance and performance of Spanish listed companies. *Labour*, vol. 17, pp. 103-126.
- Cyert, R.M.; Kang, S.; Kumar, P. (2002). Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory the evidence. *Management Science*, vol. 48, pp. 453-469.
- Daily, C.M.; Dalton, D.R.; Cannella, A.A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, vol. 28, pp. 371-382.

- Dávila, A.; Penalva, F. (2006). Governance structure and the weighting of performance measures in CEO compensation. *Review of Accounting Studies*, vol. 11, pp. 463-493.
- De Andrés, P.; Azofra, V.; López, F.J. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, pp. 197-210.
- Doucouliafos, H.; Haman, J.; Askary, S. (2007). Directors' remuneration and performance in Australian banking. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, pp. 1363-1383.
- Eisenberg, T.; Sundgreen, S.; Wells, M.T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 48, pp. 35-54.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, vol. 14, pp. 57-74.
- Fama, E.; Jensen, M.C., (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-325.
- Finkelstein, S.; Boyd, B.K. (1998). How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 179-199.
- Finkelstein, S.; Hambrick, D.C. (1996). *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*. West. St. Paul.
- Gómez-Mejía, L.R.; Sánchez, G. (2006). *La retribución y los resultados de la organización: Investigación y práctica retributiva*. Prentice-Hall. Madrid.
- Gómez-Mejía, L.R.; Wiseman, R.M. (1997). Reframing executive compensation: And assessment and outlook. *Journal of Management*, vol. 23, pp. 291-374.
- Goodstein, J.; Gautman, K.; Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 241-250.
- Hausman, J.A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, vol. 46, pp. 1251-1271.

- Hendry, J. (2002). The principal's other problems: Honest incompetence and the specification of objectives. *Academy of Management Review*, vol. 27, pp. 98-173.
- Hermalin, B.E.; Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, vol. 9, pp. 7-26.
- Heidrick & Struggles (2007). *Raising the bar: Corporate governance in Europe*, Chichago, Heidrick & Struggles International Inc.
- Informe Cadbury (1992). *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance: The code of best practices*. London Stock Exchange. London.
- Jensen, M.C. (1993). The modem industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, pp. 4-23.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economic*, vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, M.C.; Murphy, K.J. (1990). Performance and top management incentives. *Journal of Political Economy*, vol. 98, pp. 225-264.
- Johnson, J.L.; Daily, C.M.; Ellstrand, A.E. (1996). Board of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, vol. 22, pp. 409-438.
- Kini, O.; Kracow, W.; Mian, S. (1995). Corporate takeovers, firm performance and board composition. *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 383-412.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, pp. 375-400.
- Lipton, M.; Lorsch, J.W. (1992). A modest proposal of improved corporate governance. *Business Lawyer*, vol. 48, pp. 59-77.
- Milkovich, G.T.; Newman, J.M. (2007). *Compensation*, 9th edition. Irwin/McGraw-Hill. New York.

- Pearce, J.A.; Zahra, S.A. (1992). Board compensation from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, vol. 29, pp. 411-438.
- Perkins, S.J.; Hendry, C. (2005). Ordering top pay: Interpreting the signals. *Journal of Management Studies*, vol. 42, pp. 1443-1468.
- Point, S.; Tyson, S. (2006). Top pay transparency in Europe: Codes, convergence and cliché's. *International Journal of Human Resource Management*, vol. 17, pp. 812-830.
- Romero, M.G.; Valle Cabrera, R. (2001). Strategy and manager's compensation: The Spanish case. *International Journal of Human Resource Management*, vol. 12, pp. 218-242.
- Rosenstein, S.; Wyatt, J.G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp. 175-191.
- Salas, V. (2002). *El gobierno de la empresa*. Colección de Estudios Económicos de La Caixa, 29. Barcelona.
- Sánchez, G.; Lucas, M.E. (2008). El nivel retributivo de los altos directivos de las empresas cotizadas españolas. *Boletín Económico del ICE*, n. 2938, pp. 37-51.
- Sanders, G.; Carpenter, M.A. (1998). Internationalization and firm performance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 158-178.
- Tosi, H.L.; Gómez-Mejía, L.R. (1994). CEO compensation monitoring and firm performance. *Academy of Management Journal*, vol. 37, pp. 1002-1016.
- Tosi, H.L.; Katz, J.P.; Gómez-Mejía, L.R. (1997). Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making. *Academy of Management Journal*, vol. 40, pp. 584-602.
- Tushman, M.; Nadler, D. (1978). Information processing as an integrating concept in organizational design. *Academy of Management Review*, vol. 3, pp. 613-624.
- Westphal, J.D.; Zajac, E.J. (1995). Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, pp. 60-83.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 185-211.

Zajac, E.J.; Westphal, J.D. (1994). The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large U.S. corporations: When is more not better? *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 121-142.

CAPÍTULO IV

RETRIBUCIÓN DEL EQUIPO DE ALTA DIRECCIÓN: CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD Y CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

4.1. INTRODUCCIÓN

Desde el primer estudio de Berle y Means (1932) en el que se propone la separación entre propiedad y control de la empresa, numerosas han sido las investigaciones que han tratado de analizar los distintos tipos de estructura de propiedad y sus efectos en la organización. Los estudios previos han evidenciado la influencia de la estructura de propiedad sobre los diferentes elementos del gobierno de empresa (Short, 1994; Shleifer y Vishny, 1997), considerando como principales medidas de propiedad: la concentración (Goldberg e Idson, 1995; Maug, 1998), la participación en la propiedad del equipo de alta dirección (Boyd, 1994; Bathala y Rao, 1995) y la propiedad de los inversores institucionales (David *et al.*, 1998; Hartzell y Starks, 2003).

La estructura de propiedad de la empresa se configura como un mecanismo de control interno que, al igual que el consejo de administración, trata de reducir los problemas de agencia entre propietarios y equipo de alta dirección, a través del alineamiento de intereses (Zajac y Westphal, 1995). Las investigaciones previas analizan los efectos de la estructura de propiedad sobre los resultados de la empresa y sobre la retribución del equipo de alta dirección (Burkart *et al.*, 1997; David *et al.*, 1998), sin considerar que la alta correlación existente entre la estructura de propiedad y el consejo de administración puede hacer que las relaciones evidenciadas no sean lineales ni directas (Bathala y Rao, 1995; Donnelly y Kelly, 2005). De este modo, resulta interesante analizar ambos mecanismos de forma conjunta, dada su estrecha relación, pues la estructura de propiedad de la empresa influye en la operatividad del consejo de administración (Bathala y Rao, 1995; Whidbee, 1997; Lefort y Urzúa, 2008). La operatividad con la que el consejo de administración supervisa al equipo de alta dirección, así como el ajuste de su retribución, depende del tipo de estructura de propiedad que predomine en la empresa. Por lo cual, el efecto conjunto de ambos mecanismos es lo que configura el grado de control sobre el equipo de alta dirección y su retribución.

En este sentido, Berle y Means (1932) definen el control de la empresa como el poder de los propietarios para designar a la totalidad o a la mayoría de los miembros del consejo de administración. Por tanto, son los propios accionistas de la empresa los que determinan como debe ser el consejo de administración que vele por sus intereses (Hermalin y Weisbach, 1991; John y Senbet, 1998). En este sentido, Coles *et al.* (2001) señalan que las empresas diseñan el conjunto de mecanismos de control que van a alinear los intereses de los propietarios con los del equipo de alta dirección, intentando que los problemas de agencia que surgen con unos mecanismos puedan ser sustituidos o complementados por la utilización de otros. En esta línea, los estudios que han analizado las interrelaciones entre estructura de propiedad y consejo de administración, la mayoría de ellos han encontrado un efecto sustitución, de manera que un alto control por parte de la propiedad supone, en ocasiones, un menor control por parte del consejo (Rediker y Seth, 1995; Whidbee, 1997; Bozec y Bozec, 2007).

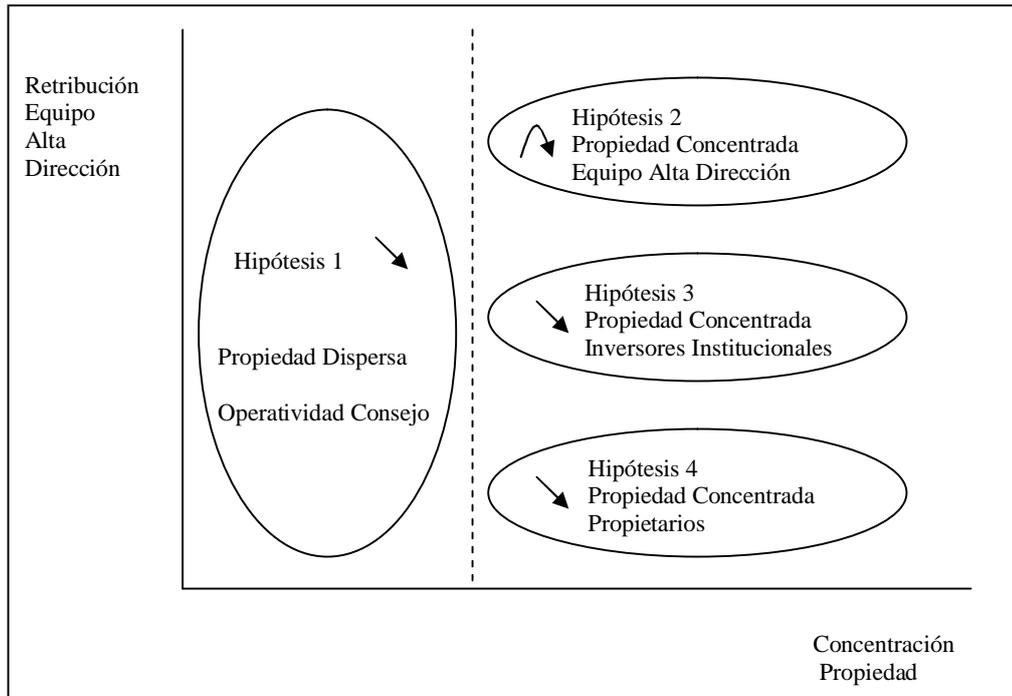
Respecto a la retribución del equipo de alta dirección, diversos estudios encuentran que cuando el equipo de alta dirección participa en la propiedad de la empresa sus intereses se alinean con los de los propietarios y su nivel retributivo disminuye (Boyd, 1994; Core *et al.*, 1999; Brick *et al.*, 2006). No obstante, otros evidencian que cuando el equipo de alta dirección tiene una elevada propiedad en la empresa se produce el efecto contrario, con un menor control sobre el equipo de alta dirección y un nivel retributivo mayor (Mangel y Singh, 1993; Vafeas, 2003). Respecto a la propiedad en manos de inversores institucionales, una mayor presencia de este tipo de accionistas hace que la supervisión sobre el equipo de alta dirección sea mayor y su nivel retributivo sea menor (David *et al.*, 1998; Hartzell y Starhs, 2003; Khan *et al.*, 2005). Por otra parte, varios estudios encuentran que cuando la propiedad está concentrada en propietarios la supervisión sobre el equipo de alta dirección es mayor, lo que influye en la retribución recibida por éstos, caracterizada por un menor nivel retributivo (Lambert *et al.*, 1993; Cyert *et al.*, 2002; Ozkan, 2007).

Se requiere profundizar y analizar en qué medida y en qué casos la estructura de propiedad influye o determina la operatividad del consejo de administración y cómo se ve afectada la retribución. Así, el objetivo fundamental de este cuarto capítulo, teniendo en cuenta los resultados evidenciados en el segundo y tercer capítulo, radica en comprobar si la estructura de propiedad, como mecanismo de control, influye en la operatividad del consejo de administración y si el efecto conjunto de ambos mecanismos modera la retribución del equipo de alta dirección –tal y como se evidenció en el capítulo segundo-. También resulta interesante comprobar el tipo de propietario que es más adecuado para reducir los problemas de agencia, así como las características que debe tener el gobierno de empresa para que ejerza un control eficaz sobre el equipo de alta dirección y su retribución.

Para abordar estos objetivos, clasificamos la propiedad en dispersa o concentrada, y en éste último caso, según el tipo de accionista mayoritario – equipo de alta dirección, inversores institucionales y propietarios-. Así, en primer lugar, se revisan los fundamentos teóricos de la literatura previa y se proponen las hipótesis de investigación; en segundo lugar, se explica la metodología empleada y el modelo teórico propuesto; y, por último, se muestran las conclusiones.

4.2. MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS

La literatura ha centrado su atención en la influencia de la estructura de propiedad sobre la operatividad del consejo de administración (Bathala y Rao, 1995; Donnelly y Kelly, 2005; Lefort y Urzúa, 2008). A ello, en este capítulo, añadimos el análisis de los efectos conjuntos en la retribución del equipo de alta dirección. Para ello, partimos de contextos en los que la concentración de propiedad de las empresas es elevada y otros en los que no –ver figura 1-. No obstante, en el caso de empresas con alta concentración, el principal problema de agencia reside en el conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, el denominado conflicto horizontal (Becht y Roëll, 1999; Bianco y Casavola, 1999).

Figura 1. Concentración de propiedad

Fuente: Elaboración propia.

En el presente capítulo llevamos a cabo un estudio en el que investigamos cómo la estructura de propiedad influye en la operatividad del consejo de administración y cuáles son sus efectos en la retribución del equipo de alta dirección. En las empresas con estructuras de propiedad caracterizadas por una alta concentración, resulta interesante estudiar la tipología del accionista mayoritario que condiciona la operatividad del consejo de administración y permite reducir los costes de agencia, a través de una moderación de los niveles retributivos del equipo de alta dirección. Así, distinguimos entre propiedad dispersa y propiedad concentrada, diferenciando, en este último caso, si el accionista mayoritario pertenece al equipo de alta dirección, es un inversor institucional o un propietario –ver figura 1-.

El debate sobre la preferencia entre una propiedad concentrada o dispersa aún está abierto. Y es que, por una parte, aunque una mayor concentración de propiedad puede ser un obstáculo para ciertos problemas de divergencia de intereses, por otra, una mayor especialización resulta necesaria, en ocasiones, para disponer de un equipo de alta dirección con capacidad de gestionar estructuras

organizativas complejas y diversificar el riesgo entre los propietarios (De Andrés *et al.*, 2000; Cyert *et al.*, 2002).

Una *estructura de propiedad dispersa* puede agudizar la falta de incentivos de los propietarios para controlar la actuación del equipo de alta dirección (Grossmann y Hart, 1980), incrementando su discrecionalidad y ejerciendo una actitud pasiva en la defensa de sus intereses (Maug, 1998). El pequeño accionista sólo responde según el valor de su participación y requiere tener una mayor información de la cual carece y le supone un coste muy elevado en relación a los pequeños beneficios que obtiene (Hart, 1995).

Cuando la propiedad está dispersa en pequeños accionistas se produce un doble efecto que influye en la supervisión del equipo de alta dirección. En primer lugar, los derechos de control, traducidos en forma de votos de los propietarios son reducidos y no pueden ejercer el control por sí mismos, por lo que delegan en el consejo de administración y éste, a su vez, en el equipo de alta dirección (Hart, 1995). En segundo lugar, al tener una participación reducida en la empresa tienden a pensar que su voto es insignificante y se encuentran menos motivados para llevar a cabo la supervisión, siempre que sigan obteniendo sus dividendos (Hart, 1995).

A medida que la propiedad de la empresa está más dispersa, la influencia de los accionistas sobre el consejo de administración es menor, lo que se traduce en una menor supervisión sobre el equipo de alta dirección, debido entre otros, a la actitud pasiva de los accionistas minoritarios y a la mayor dificultad para coordinar todas las actuaciones de los mismos. De este modo, una estructura de propiedad formada por un elevado número de accionistas minoritarios provoca que sea el consejo de administración el mecanismo de control principal para supervisar al equipo de alta dirección y su retribución y alinear sus intereses con los de los accionistas. De este modo, el grado de control ejercido sobre el equipo de alta dirección y su retribución dependerá de la operatividad del consejo de administración. En este caso, cuando el consejo de administración es más

operativo la supervisión sobre el equipo de alta dirección es mayor, con lo que los intereses de los propietarios se alinean con los del equipo de alta dirección, se reduce su discrecionalidad y su nivel retributivo es menor.

Hipótesis 1: En contextos con baja concentración de propiedad, a medida que el consejo de administración es más operativo el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor.

La *concentración de propiedad* de la empresa es un factor clave que determina el control de los propietarios sobre el equipo de alta dirección (Berle y Means, 1932). Diversos estudios proponen como mecanismo de control principal y como factor generador de valor para la empresa la concentración de propiedad (Jensen, 1986; Shleifer y Vishny, 1986). En este sentido, una propiedad concentrada contribuye a la resolución de determinados problemas como el denominado “free-rider”, al otorgar a los propietarios mayoritarios una serie de incentivos para recoger información y supervisar al equipo de alta dirección (Galve y Salas, 1992). Así, cuando la propiedad está concentrada en pocos accionistas mayoritarios existe una mayor motivación para llevar a cabo el control sobre el equipo de alta dirección (Core *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002), a pesar de que se puede cuestionar que no existe nadie que controle al accionista mayoritario para salvaguardar los intereses de los minoritarios.

Cuando la propiedad está concentrada se produce un mayor control sobre las decisiones y actuaciones del equipo de alta dirección, ya que el voto de cada propietario es importante y representa la mayoría del capital social de la empresa, lo que reduce la discrecionalidad del equipo de alta dirección e incrementa su supervisión y control (Goldberg e Idson, 1995). Asimismo, supone un menor poder de influencia del equipo de alta dirección y del consejo de administración sobre las decisiones importantes de la empresa (Tosi y Gómez-Mejía, 1989), sobre todo las de carácter retributivo. Por ello, los grandes accionistas mayoritarios desempeñan un papel muy importante como mecanismo de control

interno, pudiendo reducir los posibles problemas de agencia (Shleifer y Vishny, 1986).

Uno de los aspectos corporativos que más atención está recibiendo es la concentración de propiedad y su influencia en la operatividad del consejo de administración (Rediker y Seth, 1995; Prevost *et al.*, 2002; Bozec y Bozec, 2007). Y es que cuando la propiedad de la empresa está concentrada, los propietarios mayoritarios tienen una mayor facultad para defender sus propios intereses, a través de la creación de un consejo de administración eficaz. A continuación, analizamos cómo la concentración de propiedad en el equipo de alta dirección, en inversores institucionales y en propietarios influye en la operatividad del consejo de administración y en la retribución del equipo de alta dirección.

La *concentración de propiedad en el equipo de alta dirección* es otro aspecto fundamental de la estructura de propiedad (Morck *et al.*, 1988; McConnell y Servaes, 1990) que influye en el consejo de administración y, por lo tanto, en su operatividad a la hora de supervisar al equipo de alta dirección (Bathala y Rao, 1995; Whidbee, 1997; Donnelly y Kelly, 2005).

Si el equipo de alta dirección participa en la propiedad de la empresa la supervisión sobre los miembros del equipo de alta dirección es mayor, debido a lo que se conoce por el efecto de alineación (Jensen y Meckling, 1976). Los estudios realizados en esta línea coinciden, en términos generales, en afirmar que la participación del equipo de alta dirección en la propiedad de la empresa influye positivamente en la alineación de intereses entre propietarios y miembros del equipo de alta dirección (Tosi y Gómez-Mejía, 1989; Jensen, 1993). En este sentido, si el equipo de alta dirección posee propiedad en la empresa su discrecionalidad y el consumo de extras se reduce (Lambert *et al.*, 1993; Core *et al.*, 1999), pues su propio beneficio depende del obtenido por la organización (Mehran, 1995; Agrawal y Knoeber, 1996). De este modo, el consejo de administración es más operativo, los intereses del equipo de alta dirección se alinean con los de los propietarios y los problemas de agencia tienden a disminuir

(Fama y Jensen, 1983; Demsetz y Lehn, 1985). Asimismo, la retribución del equipo de alta dirección se modera.

En cambio, en el caso de que el equipo de alta dirección tenga una elevada participación en la propiedad de la empresa se produce el denominado efecto atrincheramiento (Demsetz, 1983; Fama y Jensen, 1983). Una elevada concentración de propiedad en el equipo de alta dirección provoca que tengan derechos que les permiten mantenerse en su cargo pese a que adopten comportamientos oportunistas que alejen sus intereses de los de los propietarios y de los objetivos de la empresa (Morck *et al.*, 1988). En esta línea, si la participación del equipo de alta dirección es muy elevada su discrecionalidad aumenta. Lo que puede provocar que busquen sus propios intereses en contra de los intereses de los accionistas (Holderness y Sheehan, 1988; Tosi y Gómez-Mejía, 1989), llevando a cabo la adopción de decisiones en beneficio propio ya que su poder negociador y su influencia en las decisiones adoptadas por el consejo de administración es mayor (Lambert *et al.*, 1993).

A medida que el equipo de alta dirección tiene una mayor propiedad en la empresa y creará un consejo de administración menos operativo (Holderness y Sheehan, 1988), que ejerza una menor supervisión sobre ellos (Bathala y Rao, 1995; Whidbee, 1997), desvirtuando su función de control (Hart, 1995). De tal modo, se limita la eficacia del consejo de administración a la hora de llevar a cabo una supervisión eficaz sobre el equipo de alta dirección y su retribución. Así, el equipo de alta dirección tendrá una mayor discrecionalidad para establecerse un mayor nivel retributivo.

No obstante, llegado a un porcentaje de propiedad en el que la empresa es dominada por el equipo de alta dirección, se convierten ellos mismos en grandes accionistas y sus intereses se alinean con la del resto de propietarios, volviendo a producirse una convergencia de intereses a través de un consejo de administración más operativo, con lo que el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor.

Hipótesis 2: Cuando la alta dirección tiene una elevada participación en la propiedad de la empresa, el consejo de administración es menos operativo y el nivel retributivo del equipo de alta dirección es mayor –efecto atrincheramiento-. No obstante, llegado a un punto en el que los intereses del equipo de alta dirección convergen con los intereses de cualquier propietario, la operatividad del consejo de administración es mayor y el nivel retributivo del equipo de alta dirección es disminuye –efecto convergencia-.

Otro aspecto destacable que influye en la operatividad del consejo de administración y, consecuentemente, en la supervisión y retribución del equipo de alta dirección es la *concentración de propiedad en inversores institucionales* (David *et al.*, 1998; Hartzell y Starks, 2003). Los inversores institucionales son un grupo pequeño y organizado de inversores –entre los que destacan bancos, fondos de pensión, compañías de seguros y sociedades de inversión- que se caracterizan por poseer inversiones en cartera y tener una relación a largo plazo con las empresas y sus propietarios, siendo su objetivo prioritario el de maximizar la efectividad de la organización (Hartzell y Starks, 2003). Este tipo de inversores tiene una gran importancia, pues asumen el papel de propietarios tradicionales y ejercen un control más directo y estricto sobre el equipo de alta dirección (David *et al.*, 1998; Cheng y Firth, 2005), reduciendo su discrecionalidad y los posibles problemas de agencia (Useem y Gager, 1996).

Los inversores institucionales tienen la posibilidad de eliminar los incentivos de la pasividad que se deriva de la situación de que cada propietario posea una pequeña propiedad de la empresa (Bathala *et al.*, 1994). La existencia de inversores institucionales con paquetes significativos de propiedad y con experiencia en la supervisión del equipo de alta dirección se configura, por lo tanto, como un mecanismo de control eficaz para disminuir los problemas de agencia (De Andrés *et al.*, 2000).

La concentración de propiedad en los inversores institucionales influye en la operatividad del consejo de administración (Bathala y Rao, 1995; Li *et al.*,

2006); y es que el control que ejerza el consejo de administración viene determinado por la presión que ejercen sobre él los inversores institucionales (Cuervo, 2002). Desde una perspectiva de agencia, además de tener la facultad de supervisar directamente al equipo de alta dirección (Bathala y Rao, 1995), los inversores institucionales favorecerán la creación de un consejo de administración independiente y operativo que defienda eficazmente los intereses de los accionistas. La operatividad del consejo de administración se verá favorecida por la presencia de inversores institucionales y la mayor presión social externa de tener un consejo de administración más eficaz en su labor supervisora, que alinee los intereses de los propietarios con los del equipo de alta dirección (Li *et al.*, 2006).

Así, cuando la propiedad de la empresa está concentrada en inversores institucionales el consejo de administración es más operativo, lo que se traduce en un mayor control sobre el equipo de alta dirección y su retribución, caracterizándose por un menor nivel retributivo.

Hipótesis 3: A medida que aumenta la concentración de propiedad en inversores institucionales, el consejo de administración es más operativo y el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor.

La *concentración de propiedad en manos de propietarios* se configura como uno de los mecanismos de control interno más eficaz para supervisar al equipo de alta dirección, moderar su retribución y maximizar el valor de la empresa (Lambert *et al.*, 1993; Cyert *et al.*, 2002; Ozkan, 2007).

Las empresas controladas por propietarios se caracterizan por la existencia de un accionista externo importante, que controla la estrategia y las actuaciones del equipo de alta dirección con la finalidad de que no lleven a cabo actuaciones que supongan una desviación de los objetivos de la empresa, a través del empleo ineficiente de los activos de la misma (McConnell y Servaes, 1990; Donnelly y Kelly, 2005). Y es que cuando la propiedad está concentrada en manos de

propietarios la supervisión sobre el equipo de alta dirección es mayor (Shleifer y Vishny, 1986; Claessens *et al.*, 2000), pues existen mayores incentivos para controlarlos (Rediker y Seth, 1995).

En este sentido, a medida que la propiedad se concentra en propietarios, estos tienen mayor influencia para determinar la operatividad del consejo de administración (Rediker y Seth, 1995; Agrawal y Knoeber, 1996; Lefort y Urzúa, 2008). Diversos estudios han encontrado un efecto sustitución entre ambos mecanismos de manera que un alto control por parte de los propietarios supone un menor control por parte del consejo (Rediker y Seth, 1995; Whidbee, 1997; Coles *et al.*, 2001). Teniendo en cuenta el efecto sustitución, cuando la propiedad está concentrada en propietarios la operatividad del consejo de administración es menor, pues el consejo de administración no llevará a cabo la supervisión sobre el equipo de alta dirección cuando hay otros mecanismos funcionando en manos de los propietarios, como es el caso de la concentración de propiedad (Donnelly y Kelly, 2005), ya que un mayor control por los propietarios reduce el beneficio de otros mecanismos de control y, en concreto, del consejo de administración (Bozec y Bozec, 2007).

Así, la concentración de propiedad en propietarios se relaciona negativamente con la operatividad del consejo de administración, de tal modo que cuando la propiedad esté concentrada en manos de propietarios serán ellos los que tengan la facultad de supervisar directamente al equipo de alta dirección, reduciendo su discrecionalidad y disminuyendo su nivel retributivo.

Hipótesis 4: A medida que aumenta la concentración de propiedad en los propietarios el consejo de administración es menos operativo y el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor –efecto sustitución–.

4.3. METODOLOGÍA

4.3.1. MUESTRA Y OBTENCIÓN DE DATOS

A través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se han obtenido los informes de gobierno corporativo de 120 empresas que cotizan el mercado continuo, durante los cuatro años del periodo 2004-2007. De estos informes se ha obtenido la información relativa a la retribución del equipo de alta dirección, así como la operativa del consejo de administración y de la estructura de propiedad. Además, la información financiera relativa a las variables económico-financieras se han obtenido de la base de datos Osiris (fuente: Bureau Van Dyck Electronic Publishing).

Considerando todas las empresas y años de la muestra, el máximo número de observaciones es de 480. Dado que los informes no contienen el mismo detalle de información, hemos eliminado las empresas y años en los que no se dispone de información para medir las variables. Por último, se ha reducido la muestra al no considerar las empresas del sector financiero por la diferencia en el planteamiento de las cuentas anuales. Finalmente, la muestra está formada por un total de 308 observaciones.

4.3.2. MEDICIÓN DE VARIABLES

Nivel retributivo del equipo de alta dirección. La variable *retribución media del equipo de alta dirección* que no pertenece al consejo de administración (RD), es calculada como la retribución total de los miembros del equipo de alta dirección no consejeros dividida entre el número de miembros del equipo de alta dirección no consejeros. No hemos sumado la retribución del equipo de alta dirección que pertenece al consejo de administración para diseñar la variable debido a que estos desempeñan más de una función en la empresa y, por tanto, el importe de la retribución percibida no tiene porque estar ligado a los mismos factores explicativos. La relación que éstos tienen con las características del consejo de administración desaconseja su inclusión en el análisis.

Operatividad del consejo de administración. Para medir la *operatividad del consejo de administración* utilizamos cinco variables. El número de consejeros (CE), medido directamente como el número de consejeros externos presentes en el consejo de administración. El número de comités nombrados por el consejo de administración (CO), calculado a través del número de comités que el consejo ha designado para ser operativo. El número de consejeros nombrados directamente por el consejo de administración (CC), mediante el número de consejeros que nombra directamente el consejo y no la junta general de accionistas. El tamaño del comité de retribución (TCR), medido por el número de miembros en el comité de retribución. Y por último, el número de reuniones del comité de retribución (RCR), medido directamente por el número de reuniones celebradas.

Estructura de propiedad. Por otra parte, la *estructura de propiedad*, y por tanto, el control de los distintos agentes, se ha medido a través del porcentaje de acciones que éstos poseen. Propiedad del equipo de alta dirección, a través del porcentaje de propiedad que tiene el equipo de dirección (MC). Propiedad de los inversores institucionales, medido por el porcentaje de propiedad de los inversores institucionales (IC). Propiedad de propietarios, a través del porcentaje de propiedad que tienen los propietarios ajenos a la dirección (OC). Estas variables nos han permitido, clasificar a las empresas en empresas controladas por inversores institucionales cuando la propiedad en manos de éstos es superior al porcentaje de propiedad de los propietarios; empresas controladas por el equipo de alta dirección que son aquellas no controladas por inversores institucionales en las que los miembros del equipo de alta dirección tienen más participación que los propietarios; y empresas controladas por propietarios, que son aquellas no controladas por inversores institucionales en las que los propietarios tienen más participación que el equipo de alta dirección.

Variables de control. Como variables de control se han considerado las variables que miden factores económicos ligados a la retribución y factores contextuales. Los factores económicos considerados son la performance y el

tamaño de la empresa. Se han utilizado tres variables para medir la *performance*: la rentabilidad económica (ROA), la rentabilidad financiera (ROE) y la q de Tobin (qT). Para medir el *tamaño* se ha utilizado el valor del activo (AT) y el número de empleados (NE). Finalmente, los *factores contextuales* relacionados con la complejidad del negocio se han medido a través del porcentaje de activos intangibles sobre el activo total (IA) y la intensidad de capital dividiendo el activo fijo entre el número de empleados (AFE).

4.3.3. ANÁLISIS Y MODELO

Para contrastar las cuatro hipótesis planteadas en este estudio se han considerado tres modelos diferentes, que se han estimado aplicando la metodología de datos de panel. La metodología de datos de panel nos permite realizar un estudio longitudinal evitando que los resultados queden condicionados a una muestra de corte transversal. Esta técnica permite mejorar las propiedades de las estimaciones siendo estas más eficientes por la menor colinealidad y mayor variabilidad (Baltagi, 2001). Una característica fundamental del análisis basado en datos de panel es que permite introducir heterogeneidad inobservable entre individuos. Por tanto, permite capturar aspectos individuales que condicionan la retribución y que no podemos controlar por ser muy difíciles de medir, como son la habilidad del equipo de alta dirección o la particularidad de las tareas a desempeñar en cada negocio. Los aspectos individuales no observables son capturados por los efectos individuales, η_i , que se introducen en el modelo, siendo el término de error la suma de una perturbación aleatoria y los efectos individuales, $\eta_i + \nu_{it}$. Si no se controla la heterogeneidad los resultados pueden estar sesgados.

La estimación de los modelos se realiza utilizando el estimador intra-grupos y el estimador de mínimos cuadrados generalizados. En la estimación intra-grupos se transforman las variables con respecto a la media, mientras que en la estimación por mínimos cuadrados generalizados se realiza una estimación consistente de la matriz de varianzas-covarianzas. Si las estimaciones con ambos métodos no presentan diferencias significativas, ambas estimaciones son

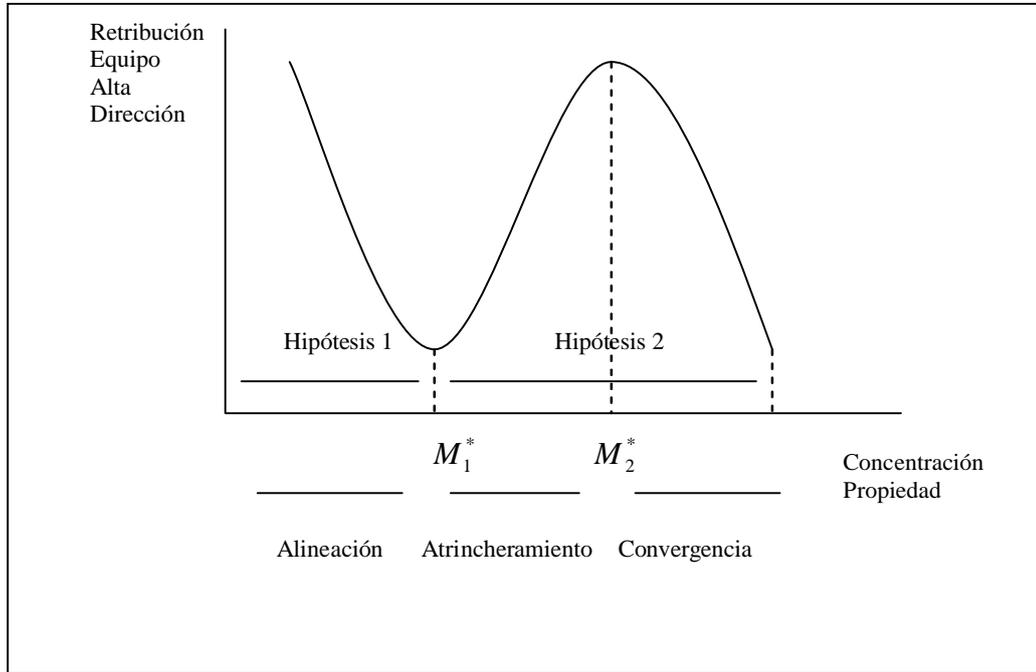
consistentes pero sólo son eficientes si se utiliza el método de mínimos cuadrados generalizados. Sin embargo, si las diferencias son significativas, sólo el estimador intra-grupos es consistente. El contraste de Hausman (1978) compara las estimaciones de ambos métodos bajo la hipótesis nula de que no presentan diferencias significativas. Por tanto, se presentan los resultados utilizando el estimador intra-grupos cuando hipótesis nula se rechace y el estimador de mínimos cuadrados generalizados cuando se acepte la hipótesis nula.

La operatividad del consejo de administración y el control del equipo de alta dirección y el correspondiente ajuste de su retribución, puede verse condicionado por la estructura de propiedad que predomine en la empresa. Nuestro trabajo distingue tres situaciones que conviven en un mercado y que producen efectos sobre el nivel retributivo: empresas controladas por el equipo de alta dirección, empresas controladas por inversores institucionales y empresas controladas por propietarios. Los condicionantes que ejercen influencia sobre el consejo de administración y sus efectos son diferentes y no se pueden estudiar en un único modelo, pues se obtendrían resultados erróneos. A continuación, se muestran los tres modelos elaborados.

Operatividad del consejo de administración y empresas controladas por el equipo de alta dirección. Un consejo de administración a medida que es más operativo menor es el nivel retributivo del equipo de alta dirección (hipótesis 1). Sin embargo, esta hipótesis estará condicionada por el control ejercido por el equipo de alta dirección. Si la propiedad está concentrada en manos del equipo de alta dirección las actuaciones del consejo de administración pierden eficacia y el nivel retributivo del equipo de alta dirección es mayor por el efecto atrincheramiento. Aunque, si la propiedad del equipo de alta dirección aumenta mucho, llegará un punto en el que se produzca una convergencia con los intereses de los accionistas y el nivel retributivo desciende (hipótesis 2). Por tanto, en empresas controladas por el equipo de alta dirección, la hipótesis 1 y la hipótesis 2, pronostican una relación cúbica entre el nivel retributivo y el porcentaje de propiedad en manos del equipo de alta dirección –ver figura 2-.

$$RD_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot OP_{it} + \beta_2 \cdot MC_{it} + \beta_3 \cdot MC_{it}^2 + \beta_4 \cdot MC_{it}^3 + \beta_5 \cdot PERF_{it} + \beta_6 \cdot TAM_{it} + \beta_7 \cdot COM_{it} + \eta_i + v_{it} \quad [1]$$

Figura 2. Relación entre nivel retributivo del equipo de alta dirección y concentración de propiedad en el equipo de alta dirección



Fuente: Elaboración propia.

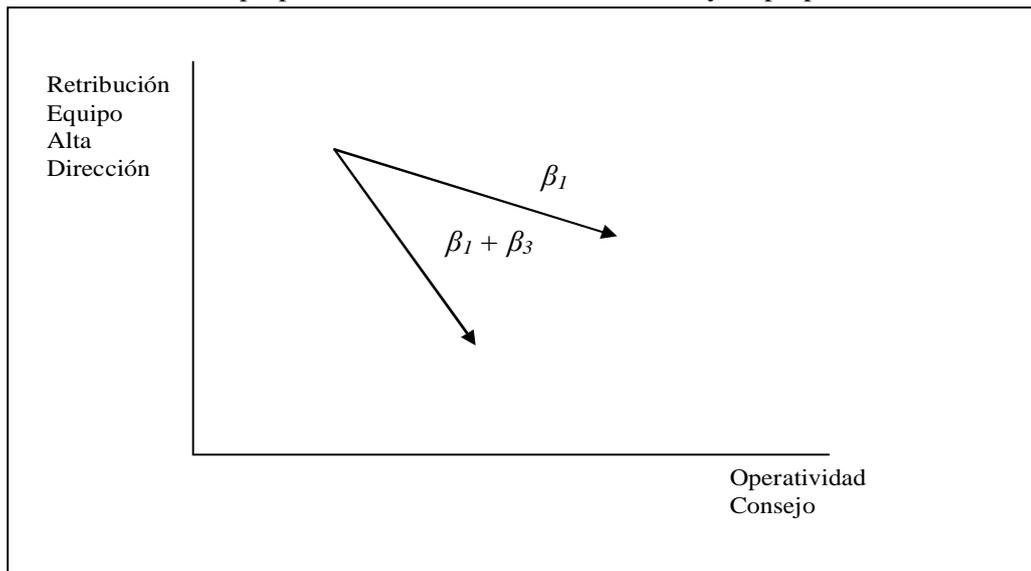
La relación cúbica propuesta tiene dos extremos relativos, un máximo MC_1^* y un mínimo MC_2^* , que pueden obtenerse derivando el modelo con respecto a la propiedad del equipo de alta dirección e igualándolo a cero. Los valores de los extremos relativos vienen dados por $(-2\beta_3 \pm \sqrt{4\beta_3^2 - 12\beta_2\beta_4})/6\beta_4$. Dado que la hipótesis 1 e hipótesis 2 –ver figura 2– implican que el primer valor es un mínimo y el segundo un máximo, β_3 y β_4 han de ser de signo opuesto para que la segunda derivada, $2\beta_3 + 6\beta_4MC$, sea primero positiva para MC_1^* y negativa para MC_2^* .

Operatividad del consejo de administración y empresas controladas por inversores institucionales. En un contexto de empresas donde predominan los inversores institucionales, según la hipótesis 3, la operatividad del consejo de

administración y sus mecanismos de control son mayores, por lo que el consejo se refuerza mediante un efecto sustitución y el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor –ver figura 2-. El modelo 2 que se plantea viene expresado como:

$$RD_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot OP_{it} + \beta_2 \cdot IC_{it} + \beta_3 \cdot OP_{it} \cdot IC_{it} + \beta_4 \cdot PERF_{it} + \beta_5 \cdot TAM_{it} + \beta_6 \cdot COM_{it} + \eta_i + v_{it} \quad [2]$$

Figura 3. Relación entre nivel retributivo del equipo de alta dirección y concentración de propiedad en inversores institucionales y en propietarios



Fuente: Elaboración propia.

El modelo 2 que se plantea contrasta esta relación negativa del nivel retributivo, por un lado, con la operatividad del consejo de administración en contextos de baja concentración de propiedad, a través de β_1 (hipótesis 1), y con la propiedad en manos de inversores institucionales, por otro, a través de β_2 (hipótesis 3). Además, dada la complementariedad de estas variables se introduce el producto de ambas variables, $OP \cdot IC$, para medir el efecto marginal que tiene una sobre la otra. Si calculamos la derivada del modelo con respecto OP , obtenemos $\beta_2 + \beta_3 IC$, por lo que β_3 nos mide el efecto marginal que tiene la propiedad en manos de inversores institucionales en la reducción del nivel retributivo del equipo de alta dirección –ver figura 3-.

Operatividad del consejo de administración y empresas controladas por propietarios. En empresas controladas por propietarios, ejercen su supervisión sustituyendo al consejo de administración, en el sentido que las acciones son también efectivas aunque se reduzca la operatividad del consejo. En este contexto, el nivel retributivo del equipo de alta dirección disminuye a medida que el consejo de administración es más operativo (hipótesis 1). A su vez, el consejo de administración puede disminuir sus actividades como consecuencia del efecto sustitución ejercido por los propietarios que mayor propiedad tienen (hipótesis 4). El modelo 3 se expresa del siguiente modo:

$$RD_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot OP_{it} + \beta_2 \cdot OC_{it} + \beta_3 \cdot OP_{it} \cdot OC_{it} + \beta_4 \cdot PERF_{it} + \beta_5 \cdot TAM_{it} + \beta_6 \cdot COM_{it} + \eta_i + v_{it} \quad [3]$$

En este modelo β_1 sería negativo por la hipótesis 1; sin embargo, a medida que la propiedad se concentra en propietarios podría hacer que β_2 fuese negativo (hipótesis 4), pero β_1 podría dejar de serlo por el efecto sustitución. El modelo también introduce el producto $OP \cdot OC$ para estudiar el posible efecto marginal de las variables sobre el nivel retributivo del equipo de alta dirección –ver figura 3-.

4.4. RESULTADOS

Se ha utilizado el análisis de componentes principales para construir la variable operatividad del consejo de administración (OP), a partir del número de consejeros, el número de comités nombrados por el consejo, el número de consejeros nombrados directamente por el consejo, el tamaño del comité de retribución y el número de reuniones del comité de retribución. El vector de valores propios obtenido ha sido 2.422, 1.01, 0.623, 0.541 y 0.402 respectivamente. Todos los componentes tienen una ponderación positiva y la varianza explicada es el 58%. Se ha construido la variable performance (PERF) a partir de la rentabilidad económica, rentabilidad financiera y q de Tobin; el vector de valores propios obtenido ha sido de 0.6159, 0.619 y 0.487 respectivamente. Todos los componentes tienen una ponderación positiva y la varianza explicada es del 57%. Por otro lado, se ha creado la variable tamaño (TAM) a partir del

número de empleados y del valor del activo. Los valores propios del primer componente han sido 0.707 y 0.707. La varianza explicada por este componente ha alcanzado el 88.5%. Por último, la variable complejidad (COM) se ha formado a partir de los ratios activos intangibles sobre activo total y activo fijo sobre empleados, en este caso, los valores propios han sido -0.707 y 0.707, mientras que la varianza explicada ha alcanzado el 63.9%.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos

	TODAS (N=308)		Control Institucional (N=131)		Control Propietarios (N=120)		Control Managers (N=57)		
	Media	Desv.	Media	Desv.	Media	Desv.	Media	Desv.	
RD	373.8	1555.2	359.3	298.5	488.4	2467.4	166.0	205.8	
CE	8.844	3.646	9.198	3.678	8.641	3.886	8.456	2.976	
CC	0.311	1.531	0.305	1.592	0.291	1.440	0.368	1.599	
OP	TCR	3.279	1.717	3.396	1.748	3.108	1.664	3.368	1.758
	RCR	3.613	3.175	3.679	3.150	3.400	2.971	3.912	3.641
	CO	2.538	0.955	2.534	0.843	2.558	1.106	2.508	0.868
	IC	21.27	22.53	35.50	21.94	14.64	10.90	17.18	23.10
OW	MC	9.595	18.81	3.004	9.181	4.155	7.366	36.19	27.29
	OC	14.37	19.94	4.655	6.665	28.87	24.26	6.168	9.337
	ROE	13.70	28.48	13.44	26.38	14.70	32.60	12.15	23.87
PERF	ROA	4.350	9.676	4.618	8.054	4.365	11.73	3.701	8.324
	qT	1.839	1.344	1.709	0.917	1.896	1.455	2.017	1.836
	NE	11.36	30.63	12.04	26.10	13.42	40.21	5.482	8.94
TAM	AT	7.522	19.02	6.374	13.70	9.971	25.70	5.007	11.21
	IA	0.096	0.117	0.090	0.106	0.102	0.135	0.095	0.103
COM	AFE	3187	13424	4565	18703	2280	8395	1929	4277

Nota: RD: retribución media equipo de alta dirección no consejeros (miles de euros); CE: número de consejeros externos; CC: número de consejeros designados por el consejo; TCR: tamaño del comité de retribución; RCR: número de reuniones del comité de retribución; CO: número de comités designados por el consejo; IC: porcentaje de propiedad de inversores institucionales (%); MC: porcentaje de propiedad equipo de alta dirección (%); OC: porcentaje de propiedad propietarios (%); ROE: rentabilidad financiera; ROA: rentabilidad económica; qT: q de Tobin; NE: número de empleados (miles); AT: valor del activo (millones de euros); IA: activos intangibles; AFE: intensidad de capital.

En la tabla 2 hay que señalar que las correlaciones entre la retribución del equipo de alta dirección y las variables de control son positivas como se desprende del modelo de retribución. Mientras que guarda una relación negativa con la operatividad del consejo y la propiedad en manos de propietarios y positiva con la propiedad del equipo de alta dirección. La correlación es positiva con la propiedad de los inversores institucionales a diferencia de lo esperado, pero carece de significación. En cuanto a las correlaciones entre las variables independientes hay que señalar la correlación positiva entre el tamaño y la operatividad del consejo y la relación negativa entre la propiedad del equipo de alta dirección y la operatividad. Estas correlaciones muestran el condicionante

que pueden tener los mecanismos del consejo en empresas controladas por el equipo de alta dirección.

Tabla 2. Correlaciones entre las variables de los modelos

	<i>RD</i>	<i>OP</i>	<i>IC</i>	<i>OC</i>	<i>MC</i>	<i>TAM</i>	<i>PERF</i>	<i>COM</i>
<i>RD</i>	1.000							
<i>OP</i>	-0.030	1.000						
<i>IC</i>	0.005	0.052	1.000					
<i>OC</i>	-0.051	-0.057	-0.048	1.000				
<i>MC</i>	0.050	-0.261	-0.031	-0.081	1.000			
<i>TAM</i>	0.080	0.463	0.019	-0.090	-0.080	1.000		
<i>PERF</i>	0.159	0.042	0.015	0.089	0.122	-0.043	1.000	
<i>COM</i>	0.032	-0.156	0.010	-0.003	0.070	-0.151	0.069	1.000

Nota: RD: retribución media equipo de alta dirección no consejeros; OP: operatividad del consejo; IC: propiedad inversores institucionales; OC: propiedad propietarios; MC: propiedad equipo de alta dirección; TAM: tamaño de la empresa; PERF: resultados; COM: complejidad de la empresa.

En la tabla 3 se muestran los resultados del modelo 1, donde se relaciona la influencia de la propiedad del equipo de alta dirección en la operatividad del consejo de administración y en el nivel retributivo del equipo de alta dirección. En la primera estimación del modelo 1, en la que no se incluye la propiedad del equipo de alta dirección, a medida que la operatividad del consejo de administración es mayor el nivel retributivo del equipo de alta dirección disminuye, tal y como se plantea en la hipótesis 1. Sin embargo, en el resto de estimaciones, cuando se incluye la variable propiedad del equipo de alta dirección, se puede observar que el coeficiente de operatividad del consejo de administración deja de ser significativo. Esto se puede interpretar por el hecho de que el equipo de alta dirección al controlar la propiedad de la empresa anula la eficacia de los mecanismos operativos establecidos por el consejo de administración.

Por otro lado, dado el valor de los coeficientes estimados, cuando el porcentaje de propiedad por parte del equipo de alta dirección es menor a 1,72% - estimación 2- y a 1,63% -estimación 3- se produce el denominado efecto alineación, por el que a baja concentración de propiedad por parte del equipo de alta dirección la alineación de intereses viene dada por la eficacia del consejo. En

cambio, cuando el porcentaje de propiedad del equipo de alta dirección se encuentra entre 1,72% y 9,83% -para el modelo 2- y entre 1,63 y 13,79% -para el modelo 3- se produce el efecto atrincheramiento, por el cual una mayor concentración de propiedad en manos del equipo de alta dirección provoca que el consejo de administración sea menos operativo y el nivel retributivo del equipo de alta dirección aumente. No obstante, llegado a un punto en el que la empresa es controlada por el equipo de alta dirección, con más de un 9,83% de propiedad para el modelo 2 y un 13,79% para el modelo 3, se produce el efecto convergencia, por el que una mayor concentración de propiedad en manos del equipo de alta dirección alinea sus intereses con el resto de propietarios y su nivel retributivo disminuye, debido a la mayor operatividad del consejo.

Tabla 3. Relación del nivel retributivo del equipo de alta dirección con la operatividad del consejo de administración y con la propiedad del equipo de alta dirección

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
<i>Constante</i>	5.199** (0.145)	4.999** (0.178)	5.082** (0.184)
<i>OP</i>	-0.110** (0.047)	-0.054 (0.082)	$-7.7 \cdot 10^{-5}$ (0.088)
<i>MC</i>		-1.325* (0.742)	-1.421* (0.758)
<i>MC²</i>		0.451** (0.168)	0.486** (0.192)
<i>MC³</i>		-0.026* (0.014)	-0.021* (0.011)
<i>TAM</i>			0.385** (0.129)
<i>PERF</i>			0.131 (0.131)
<i>COM</i>			-0.009 (0.050)
Observaciones	57	57	57
Hausman	0.325	0.126	0.521

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Hausman es el p-valor del contraste del test de Hausman (1978).

En la tabla 4 se presentan los resultados del modelo 2. Como se puede observar, en un contexto de empresas controladas por inversores institucionales, la operatividad del consejo de administración se traduce en una disminución del nivel retributivo del equipo de alta dirección. Por lo que a diferencia del modelo

1, donde el control está ejercido por el equipo de alta dirección, los mecanismos de control del consejo de administración son eficaces independientemente del grado de concentración de propiedad, lo que avala la hipótesis 1 tanto en un contexto de dispersión así como en uno de concentración en manos de los inversores institucionales. Los coeficientes de la variable propiedad de inversores institucionales no son significativos y, por tanto, no se puede aceptar la hipótesis 3 de que en empresas controladas por inversores institucionales un incremento en la propiedad provoque una mayor eficacia del consejo de administración y, consecuentemente, un menor nivel retributivo del equipo de alta dirección. Hay que destacar que no se ha observado un efecto marginal significativo de la propiedad de los inversores institucionales en la eficacia de los mecanismos operativos del consejo de administración, sin embargo, la operatividad del consejo mantiene su eficacia. Cuando en la estimación del modelo se incorporan las variables de control –económicas y contextuales- los resultados encontrados son similares.

Tabla 4. Relación del nivel retributivo del equipo de alta dirección con la operatividad del consejo de administración y con la propiedad de los inversores institucionales

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
<i>Constante</i>	5.464** (0.072)	5.466** (0.072)	5.482** (0.071)
<i>OP</i>	-0.174** (0.045)	-0.170** (0.045)	-0.090* (0.049)
<i>IC</i>	-1.1*10 ⁻⁵ (2.2*10 ⁻⁵)	-1.8*10 ⁻⁴ (1.9*10 ⁻⁴)	-6.1*10 ⁻⁵ (1.8*10 ⁻⁴)
<i>EF·IC</i>		-1.8*10 ⁻⁴ (1.7*10 ⁻⁴)	-6.5*10 ⁻⁵ (1.7*10 ⁻⁴)
<i>TAM</i>			0.233** (0.053)
<i>PERF</i>			0.047 (0.041)
<i>COM</i>			0.248** (0.064)
Observaciones	131	131	131
Hausman	0.325	0.126	0.521

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Hausman es el p-valor del contraste del test de Hausman (1978).

En la tabla 5, se muestran los resultados de estimar el modelo 3. En la estimación (1) se puede observar que el coeficiente de OC (propiedad de

propietarios) es negativo y el de OP (operatividad del consejo) no es significativo. Esto implica que cuando la propiedad de la empresa se encuentra concentrada en propietarios se produce un efecto sustitución del consejo de administración. De tal modo, a medida que aumenta la propiedad de los propietarios, la operatividad del consejo se mantiene, y el nivel retributivo del equipo de alta dirección disminuye. En la estimación (2) y (3) se puede observar un efecto cruzado significativo entre OP y OC: a medida que aumenta la propiedad de los propietarios y el consejo de administración es más operativo los efectos sobre la disminución de la retribución es mayor debido al efecto marginal del consejo de administración.

Tabla 5. Relación del nivel retributivo del equipo de alta dirección con la operatividad del consejo de administración y con la propiedad de los propietarios

Variables	(1)	(2)	(3)
<i>Constante</i>	5.736** (0.125)	5.709** (0.139)	5.849** (0.123)
<i>OP</i>	-0.027 (0.104)	0.003 (0.120)	0.136 (0.107)
<i>OC</i>	-0.013** (0.007)	-0.011** (0.004)	-0.016** (0.006)
<i>OP·OC</i>		-0.002** (0.000)	-0.003** (0.001)
<i>TAM</i>			0.239** (0.106)
<i>PERF</i>			0.193** (0.059)
<i>COM</i>			0.593** (0.090)
Observaciones	120	120	120
Hausman	0.145	0.091	0.210

***, ** y * significativo al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Hausman es el p-valor del contraste del test de Hausman (1978).

4.5. CONCLUSIONES Y DISCUSIÓN

La estructura de propiedad de la empresa se configura junto con el consejo de administración como dos de los mecanismos de control interno más eficaces para supervisar al equipo de alta dirección y su retribución (Jensen y Meckling, 1976; Zajac y Westphal, 1995). A la hora de estudiar la retribución del equipo de alta dirección, en un contexto de gobierno de empresa, resulta necesario estudiar conjuntamente los efectos de estos dos mecanismos y su influencia en la

retribución del equipo de alta dirección. No hay que obviar el hecho de que la operatividad del consejo de administración viene determinada por el tipo de estructura de propiedad predominante en la empresa (Bathala y Rao, 1995; Whidbee, 1997; Lefort y Urzúa, 2008) y que el grado de ajuste de la retribución del equipo de alta dirección dependerá de la interacción de ambos mecanismos. Los estudios previos analizan estos mecanismos de control interno de modo independiente, y aquellos que los emplean conjuntamente tratan de evidenciar una relación de sustitución o de complementariedad entre ambos (Rediker y Seth, 1995; Widbee, 1997). En este capítulo se pretende aportar el conocimiento de su efecto sobre la retribución del equipo de alta dirección. Por ello, en la investigación se parte de la premisa de que son los accionistas de la empresa los que determinan la operatividad del consejo de administración que defienda sus intereses (Hermalin y Weisbach, 1991; John y Senbet, 1998).

Así, el objetivo principal planteado ha sido el de analizar el grado de influencia de la estructura de propiedad de la empresa sobre la operatividad del consejo de administración y sus efectos conjuntos en la retribución del equipo de alta dirección. Se ha tratado de comprobar que tipo de propietario mayoritario es el más adecuado para la creación de un consejo de administración operativo, que junto con la estructura de propiedad se conviertan en dos mecanismos de control eficaces, que supervisen adecuadamente al equipo de alta dirección y que moderen su retribución, disminuyendo los costes de agencia.

En el estudio propuesto se distingue entre contextos en los que la propiedad está dispersa y otros en los que esta concentrada, diferenciando, a su vez, entre el tipo de propietario mayoritario como puede ser el caso del equipo de alta dirección, de los inversores institucionales y de los propietarios.

Cuando la propiedad de la empresa está dispersa en accionistas minoritarios, los incentivos que éstos tienen para supervisar al equipo de alta dirección son menores (Grossman y Hart, 1980), pues el voto de su propiedad es muy reducido y se encuentran menos motivados, adoptando una postura pasiva en

la defensa de sus intereses, y delegan en el consejo de administración las decisiones y este a su vez en el equipo de alta dirección (Hart, 1995). De tal modo, el control sobre el equipo de alta dirección es menor y depende de la operatividad del consejo de administración para supervisar al equipo de alta dirección. Por tanto, en el caso de que el consejo de administración sea más operativo el control sobre el equipo de alta dirección es mayor y el nivel retributivo disminuye.

En contextos de alta concentración de propiedad, el grado de supervisión sobre las actuaciones del equipo de alta dirección y sobre su retribución depende del tipo de accionista mayoritario. Cuando los miembros del equipo de alta dirección participan en la propiedad de la empresa la operatividad del consejo se ve afectada (Bathala y Rao, 1995; Whidbee, 1997; Donnelly y Kelly, 2005). No obstante, la mayor o menor operatividad del consejo dependerá del porcentaje de propiedad que posea el equipo de alta dirección. Cuando su participación es baja, sus intereses se alinean con los del equipo de alta dirección (Tosi y Gómez-Mejía, 1989; Jensen, 1993), con lo que la supervisión sobre el equipo de alta dirección es mayor y su nivel retributivo es menor ya que el consejo de administración es más operativo efecto alineación-.

En cambio, si el equipo de alta dirección tiene una elevada participación en la propiedad de la empresa se produce el denominado efecto atrincheramiento (Demsetz, 1983; Fama y Jensen, 1983). Una mayor propiedad les otorga una mayor discrecionalidad que les puede transferir una serie de derechos como por ejemplo seguir desempeñando sus funciones, aún cuando no persigan los intereses del resto de propietarios (Morck *et al.*, 1988), y busquen sus propios intereses (Holderness y Sheehan, 1988; Tosi y Gómez-Mejía, 1989). Por ello, el equipo de alta dirección crea un consejo de administración menos operativo y que ejerce una menor supervisión sobre sus actuaciones (Bathala y Rao, 1995; Widbee, 1997), lo que influye en su nivel retributivo caracterizado por ser mayor. Pero llegado el caso en el que la empresa es controlada por el equipo de alta dirección –efecto convergencia- sus intereses coinciden con los del resto de propietarios y el nivel

retributivo del equipo de alta dirección disminuye debido a la mayor operatividad del consejo.

Por otra parte, pese a que propuso que un incremento en el número de inversores institucionales supondría una mayor operatividad del consejo de administración, los resultados muestran que en el caso de que la propiedad esté concentrada en inversores institucionales la operatividad del consejo de administración no aumenta aunque se produzca un incremento en el número de inversores institucionales. El nivel retributivo del equipo disminuye por la propia operatividad del consejo de administración pero no porque la presencia de inversores institucionales aumente la operatividad del consejo de administración.

Por último, cuando la propiedad está concentrada en propietarios la influencia sobre la operatividad del consejo de administración es mayor (Rediker y Seth, 1995; Agrawal y Knoeber, 1996; Lefort y Urzúa, 2008). Si los propietarios controlan la empresa se produce un efecto sustitución: un mayor control de los propietarios sobre el equipo de alta dirección sustituye el control ejercido por el consejo de administración (Rediker y Seth, 1995; Whidbee, 1997; Coles *et al.*, 2001). En tal caso, a medida que la propiedad está concentrada en propietarios, la operatividad del consejo de administración es menor ya que son los propietarios los que supervisan directamente al equipo de alta dirección y moderan su nivel retributivo.

Teniendo en cuenta los resultados obtenidos, cuando la propiedad está dispersa, el nivel retributivo del equipo de alta dirección dependerá de la operatividad del consejo. Respecto a qué tipo de propietario mayoritario reduce más los costes de agencia y modera el nivel retributivo del equipo de alta dirección, en el caso de empresas controladas por el equipo de dirección depende de qué porcentaje de propiedad acumulen, reducirán o aumentarán los costes de agencia. Por otra parte, en el caso de empresas controladas por inversores institucionales su presencia no hace que la operatividad del consejo aumente o que el nivel retributivo del equipo de alta dirección disminuya más aunque garantiza que para cualquier nivel de concentración de propiedad el consejo es

eficaz en la determinación del nivel retributivo. Respecto a las empresas controladas por accionistas ajenos a la dirección, cuando poseen un elevado porcentaje de propiedad la operatividad del consejo de administración es menor, sin embargo, el nivel retributivo se reduce por un efecto sustitución.

Respecto a las limitaciones del estudio están relacionadas, al igual que el capítulo 3, con las medidas retributivas, dado que sólo se considera el nivel de retribución del equipo de alta dirección. Sería interesante comprobar en qué medida los resultados evidenciados se cumplen también cuando se analiza la retribución variable o no. Otra limitación del estudio es la falta de homogeneidad de los datos publicados por las empresas, que influye en el número de observaciones.

4.6. BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A.; Knoeber, C.R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, pp. 377-397.
- Baltagi, B.H. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data*. Wiley. Chichester.
- Bathala, C.T.; Moon, K.P.; Rao, R.P. (1994). Managerial ownership, debt policy and the impact of institutional holdings: An agency perspective. *Financial Management*, vol. 23, pp. 38-50.
- Bathala, C.T.; Rao, R.P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics*, vol. 16, pp. 59-69.
- Becht, M.; Röell, A. (1999). Blockholdings in Europe: An international comparison. *European Economic Review*, n. 43, pp. 1049-1056.
- Berle, A.A.; Means, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. MacMillan. Nueva York.

- Bianco, M.; Casavola, P. (1999). Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance. *European Economic Review*, n. 43, pp. 1057-1069.
- Boyd, B.K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 335-344.
- Bozec, Y.; Bozec, R. (2007). Ownership concentration and corporate governance practices: Substitution or expropriation effects? *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 24, pp. 182-195.
- Brick, I.E.; Palmon, O.; Wald, J.K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism. *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, pp. 403-423.
- Burkart, M.; Gromb, D.; Panunzi, F. (1997). Large shareholders monitoring and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economic*, vol. 62, pp. 693-728.
- Cheng, S.; Firth, M. (2005). Ownership, corporate governance and top management pay in Hong Kong. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, pp. 291-302.
- Claessens, S.; Djankov, S.; Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 81-112.
- Coles, J.W.; McWilliams, V.B.; Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanism to performance. *Journal of Management*, vol. 27, pp. 23-50.
- Core, J.E.; Holthausen, R.W.; Larcker, D.F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 371-406.
- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanism: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 10, pp. 84-93.

- Cyert, R.; Kang, S.; Kumar, P. (2002). Corporate Governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence. *Management Science*, vol. 48, pp.453-469.
- David, P.; Kochhar, R.; Levitas, E. (1998). The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, vol. 41, pp. 200-208.
- De Andrés, P.; Azofra, V.; Rodríguez, J.A. (2000). Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español. *Investigaciones Económicas*, vol. 24, pp. 641-679.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 375-390.
- Demsetz, H.; Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, vol. 93, pp. 1155-1177.
- Donnelly, R.; Kelly, P. (2005). Ownership and board structures in Irish plcs. *European Management Journal*, vol. 23, pp. 730-740.
- Faccio, L.; Lang, L. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, vol. 65, pp. 365-395.
- Fama, E.F.; Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, vol. 2, pp. 301-325.
- Galve, C.; Salas, V. (1992). Estructura de propiedad de la empresa. *Información Comercial Española (ICE)*, n. 701, pp. 79-90.
- Goldberg, L.; Idson, T. (1995). Executive compensation and agency effects. *The Financial Review*, vol. 30, pp. 313-335.
- Grossmann, S.J.; Hart, O.D. (1980). Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics*, vol. 2, pp.42-64.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: Some theory and implications. *The Economic Journal*, vol. 105, pp. 678-689.
- Hartzell, J.C.; Starks, L.T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The Journal of Finance*, vol. 58, pp. 2351-2374.

- Hausman, J.A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, vol. 46, pp. 1251-1271.
- Hermalin, B.E.; Weisbach, M.S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, vol. 20, pp. 101-112.
- Holderness, C.G.; Sheehan, D.P. (1988). The role of majority shareholders in publicly-held corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 317-346.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economic*, vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, pp. 4-23.
- John, K.; Senbet, L. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, pp. 371-403.
- Khan, R.; Dharwadkar, R.; Brandes, P. (2005). Institutional ownership and CEO compensation: A longitudinal examination. *Journal of Business Research*, vol. 58, pp. 1078-1088.
- Lambert, R.; Lacker, D.F.; Weiglet, K. (1993). The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, pp. 438-461.
- Lefort, F.; Urzúa, F. (2008). Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, vol. 61, pp. 615-622.
- Li, J.; Lam, K.; Quian, G.; Fang, Y. (2006). The effects of institutional ownership on corporate governance and performance: An empirical assessment in Hong Kong. *Management International Review*, vol. 46, pp. 259-276.

- Mangel, R.; Singh, H. (1993). Ownership structure, board relations and CEO compensation in Large U. S. corporations. *Accounting and Business Research*, vol. 23, pp. 339-350.
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 65-97.
- McConnell, J.J.; Servaes, H. (1990). Additional evidence in equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economic*, vol. 27, pp. 595-612.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation, structure ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 38, pp. 163-184.
- Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- Ozkan, N. (2007). Do corporate governance mechanisms influences CEOs compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 17, pp. 349-364.
- Prevost, A.K.; Rao, R.P.; Hossain, M. (2002). Board composition in New Zealand: An agency perspective. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 29, pp. 731-760.
- Rediker, K.; Seth, A. (1995). Board of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, vol. 16, pp. 85-99.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737-783.
- Short, H. (1994). Ownership, control, financial structure and the performance of the firm. *Journal of Economic Surveys*, vol. 8, pp. 203-249.

- Tosi, H.L.; Gómez-Mejía, L.R. (1989). The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective. *Administrative Science Quarterly*, vol. 34, pp. 169-189.
- Useem, M.; Gager, C. (1996). Employee shareholders or institutional investors? When corporate managers replace their stockholders. *The Journal of Management Studies*, vol. 33, pp. 613-632.
- Vafeas, N. (2003). Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Financial Management*, vol. 32, pp. 53-70.
- Whidbee, D.A. (1997). Board composition and control of shareholder voting rights in the banking industry. *Financial Management*, vol. 26, pp. 27-41.
- Zajac, E.J.; Westphal, J.D. (1995). Accounting for the explanations of CEO compensation: Substance and symbolism. *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, pp. 283-308.

**CONCLUSIONES
FINALES**

El objetivo de la tesis, tal y como se ha expuesto en la introducción, ha sido el de aportar una serie de evidencias en el campo de investigación de la retribución del equipo de alta dirección, en un marco de gobierno de empresa, dado que existen algunos aspectos que han sido poco explorados. Así, se han propuesto una serie de objetivos principales que giran en torno a los factores que más influyen en la retribución del equipo de alta dirección, prestando mayor atención a los factores políticos. Para lo cual se han analizado los factores económicos, contextuales y políticos que influyen en el establecimiento de la retribución del equipo de alta dirección, tratando de comprobar la capacidad que tienen las empresas para adaptar la retribución del equipo de alta dirección a los cambios en estos factores, y cómo a través del gobierno de empresa las organizaciones pueden incrementar su capacidad de ajuste. Acorde con los objetivos planteados en esta investigación, los resultados obtenidos nos llevan a exponer las siguientes conclusiones.

En primer lugar, se ha pretendido determinar los factores que mayor influencia tienen en el nivel retributivo del equipo de alta dirección de las empresas cotizadas españolas. Los resultados han evidenciado que el nivel retributivo del equipo de alta dirección está determinado por los factores económicos, contextuales y políticos, pues las empresas responden a los cambios en estos factores, adaptando los niveles retributivos de sus equipos de alta dirección en hasta un 73%. No obstante, conviene matizar una serie de aspectos.

Respecto a los factores económicos, los resultados de la empresa tienen un impacto positivo en el nivel retributivo del equipo de alta dirección, así como el tamaño de la empresa, aunque este último aspecto tiene un mayor impacto que los resultados, tal y como se argumenta desde la perspectiva managerialista. Asimismo, otro aspecto relacionado con los factores económicos es el mercado laboral directivo. Se ha puesto de manifiesto la necesidad de considerar el efecto que ejerce el mercado laboral en el nivel retributivo, ya que aunque su influencia ha sido modesta conviene ser considerado en futuras investigaciones.

Atendiendo a los factores contextuales, la influencia de la complejidad de la empresa –del mercado y de la organización- en el establecimiento del nivel retributivo del equipo de alta dirección es importante. A medida que la complejidad es mayor se requiere un mayor y mejor capital humano –habilidades y conocimientos- para llevar a cabo la toma de decisiones, lo que tiene como consecuencia un incremento del nivel retributivo con el que la empresa debe recompensar al equipo de alta dirección.

Los factores políticos son los relacionados con la eficiencia del gobierno de la empresa y con el prestigio o las relaciones sociales del equipo de alta dirección. Los resultados obtenidos muestran que el gobierno de empresa influye en el establecimiento del nivel retributivo del equipo de alta dirección. Así, se evidencia que el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor cuando la estructura de propiedad de la empresa está más concentrada y el consejo de administración está formado por una mayor proporción de consejeros externos. No obstante, el grado de significación no es muy alto, lo que se puede deber a que depende más de variables relacionadas con la operatividad y funcionamiento dicho gobierno. Por lo que respecta a los aspectos sociales del equipo de alta dirección, no se han encontrado resultados significativos entre el nivel retributivo y el prestigio o las relaciones sociales del equipo de alta dirección.

Por otra parte, los resultados obtenidos señalan que las empresas tienen una cierta flexibilidad a la hora de adaptar el nivel retributivo del equipo de alta dirección a los cambios en los factores económicos, contextuales y políticos. No obstante, el factor de ajuste con respecto al valor óptimo todavía indica, a nivel global, un 27% de rigidez. Así que, con carácter general se puede afirmar que el nivel retributivo del equipo de alta dirección no responde perfectamente, aunque muestra cierta tendencia creciente, a los cambios en los factores analizados y existe todavía una parte de rigidez.

De este modo, los factores que más relación guardan con el nivel retributivo del equipo de alta dirección son los económicos y contextuales.

Mientras que los factores políticos podrían concebirse más como moderadores, ya que la eficiencia del gobierno de la empresa es el elemento clave que permite que la empresa tenga una mayor capacidad para ajustar el nivel retributivo del equipo de alta dirección a los cambios en los factores económicos y contextuales. Respecto a la pregunta que hacíamos sobre si existe relación entre lo que el equipo de alta dirección aporta a la empresa –resultados- y lo que recibe –retribución- podríamos concluir que sí, aunque tal y como ya se ha dicho, la retribución es más sensible al tamaño de la empresa que a los resultados. Por lo cual, los factores que en mayor medida provocan que existan diferencias salariales de unos altos directivos a otros son los económicos y contextuales, en especial, el tamaño de la empresa.

En segundo lugar, teniendo en cuenta que los factores políticos son más controlables por la empresa, se parte de la premisa de que estos factores pueden moderar la retribución del equipo de alta dirección y permiten que la empresa sea más flexible para adaptar la retribución a los cambios en los factores económicos y contextuales. En este sentido, se evidencia que las empresas en las que el tamaño del consejo de administración es muy elevado el nivel retributivo del equipo de alta dirección es mayor, confirmándose los postulados de agencia. Con relación a la composición del consejo de administración la evidencia ha sido más débil, encontrando que cuando el porcentaje de consejeros externos es mayor, el nivel retributivo del equipo de alta dirección es menor, confirmando también los postulados de agencia.

En este caso, se evidencia, que el consejo de administración modera el nivel retributivo del equipo de alta dirección ante un consejo cuyo tamaño no sea elevado y esté formado por mayoría de externos y que permite adaptar dicho nivel a los cambios en los factores económicos y contextuales. Por otro lado, también se confirma que un menor nivel retributivo del equipo de alta dirección, como consecuencia de una mayor eficacia del consejo de administración, influye positivamente en los resultados de la empresa, confirmándose los efectos moderadores de la retribución.

Los resultados obtenidos muestran, en principio, el papel de consejo de administración como mecanismo de control eficaz e independiente, que supervisa las actuaciones y la retribución del equipo de alta dirección, reduciendo los costes de agencia. Además, el estudio pone de manifiesto cierta evolución positiva en la eficacia de los consejos de administración españoles en los últimos años, a partir de las nuevas normas de gobierno de empresa, aunque las recomendaciones se están incorporando muy lentamente, se observa una creciente moderación salarial que permite reducir los costes de agencia.

En tercer lugar, se incorpora al estudio de los factores políticos, la estructura de propiedad, ya que junto con el consejo de administración se configuran como los mecanismos de control del gobierno de empresa más importantes e influyentes para controlar la retribución del equipo de alta dirección y proteger los intereses de los accionistas. En este último estudio, se establece que la estructura de propiedad tiene influencia en la determinación de la operatividad del consejo de administración, y que los efectos conjuntos de ambos mecanismos influyen en el establecimiento de la retribución del equipo de alta dirección, por lo que resulta necesario estudiarlos conjuntamente. Así, se propone que el efecto conjunto de ambos mecanismos modera la retribución del equipo de alta dirección y permite que la empresa adapte el nivel retributivo a los cambios en los factores económicos y contextuales.

Los resultados muestran que cuando la propiedad de la empresa está dispersa la supervisión sobre el equipo de alta dirección y sobre su retribución depende de la operatividad del consejo de administración y no de la estructura de propiedad. De modo que el nivel retributivo del equipo de alta dirección estará determinado por la operatividad que posea el consejo de administración, por lo que en este supuesto, la estructura de propiedad de la empresa no tiene efecto significativo alguno sobre la operatividad del consejo. A medida que el consejo de administración es más operativo el control sobre el equipo de alta dirección es mayor y su nivel retributivo disminuye.

En cambio, en contextos con alta concentración de propiedad la supervisión sobre el equipo de alta dirección y su retribución depende del tipo de accionista mayoritario que predomine en la empresa. Cuando los miembros del equipo de alta dirección participan en la propiedad de la empresa, la operatividad del consejo y el nivel retributivo del equipo de alta dirección depende del porcentaje de propiedad que tengan. Cuando la propiedad es pequeña, el consejo de administración es más operativo, existe una mayor supervisión sobre el equipo de alta dirección y su nivel retributivo disminuye. Pero a medida que su propiedad se incrementa, el consejo de administración es menos operativo y el nivel retributivo aumenta, pues el control sobre el equipo de la dirección es menor. No obstante, llegado un determinado porcentaje de propiedad en el que la empresa es controlada por el equipo de alta dirección el consejo de administración es más operativo y el nivel retributivo del equipo de alta dirección disminuye. Por ello, para que la concentración de la propiedad de la empresa tenga efectos positivos en la operatividad del consejo de administración y ambos mecanismos moderen el nivel retributivo del equipo de alta dirección, favoreciendo la adaptación del nivel a los cambios en los factores económicos y contextuales, debe tener una pequeña participación o, por el contrario, dominar la empresa.

Por otra parte, pese a que se propuso que un incremento en el número de inversores institucionales supondría una mayor operatividad del consejo de administración, los resultados muestran que en el caso de que la propiedad esté concentrada en inversores institucionales la operatividad del consejo de administración no aumenta aunque se produzca un incremento en el número de inversores institucionales. El nivel retributivo del equipo disminuye por la propia operatividad del consejo de administración pero no por que la presencia de inversores institucionales aumente la operatividad del consejo de administración. No obstante, la presencia de este tipo de inversores provoca que tanto la estructura de propiedad como el consejo de administración lleven a cabo un control eficiente sobre el equipo de alta dirección y sobre su retribución. Así, la concentración de propiedad no influye en la operatividad del consejo de administración.

Por otro lado, cuando la propiedad de la empresa está concentrada en propietarios la operatividad del consejo de administración es menor y el nivel retributivo del equipo de alta dirección disminuye. La propiedad de los propietarios sustituye al consejo de administración como mecanismo de control, ya que los propios propietarios los que supervisan directamente al equipo de alta dirección.

Así, de la realización de la presente investigación podemos extraer una serie de conclusiones:

1. Los factores económicos y contextuales ejercen una importante influencia en la retribución del equipo de alta dirección. El aspecto que más determina su diseño es el tamaño de la empresa, el cual es el responsable de que existan diferencias retributivas entre los equipos de alta dirección de las empresas. Por otra parte, existe relación entre lo que el equipo de alta dirección aporta a la empresa –resultados- y lo que recibe -retribución.
2. Las empresas tienen cierta flexibilidad para adaptar el nivel retributivo del equipo de alta dirección a los cambios en los diferentes factores, aunque aún queda un 27% de la retribución del equipo de alta dirección que permanece inamovible a los cambios.
3. El consejo de administración para que sea eficaz, modere la retribución del equipo de alta dirección, influya positivamente en los resultados de la empresa –a través de la retribución- y permita adaptar el nivel retributivo a los cambios en los factores económicos y contextuales no debe tener un elevado número de consejeros y la mayoría de ellos deben ser externos. Se observa una creciente adaptación de los consejos de administración españoles a las recomendaciones de las nuevas normas de gobierno corporativo.
4. Cuando la propiedad está dispersa, la supervisión sobre el equipo de alta dirección y su retribución depende de la operatividad del consejo.

5. Para que la concentración de propiedad en el equipo de alta dirección influya positivamente en la operatividad del consejo de administración y modere el nivel retributivo del equipo de alta dirección, deben tener tal porcentaje de propiedad que permita que la empresa sea dominada por ellos, o que por el contrario tengan una pequeña participación.
6. Una mayor concentración de propiedad en los inversores institucionales no influye en la operatividad del consejo de administración, sino que el consejo de administración es operativo por sí mismo y modera el nivel retributivo del equipo de alta dirección.
7. Cuando la propiedad está concentrada en propietarios la operatividad del consejo de administración es menor –efecto sustitución- y el nivel retributivo del equipo de alta dirección disminuye.

En definitiva, a través de esta investigación se ha comprobado la importancia que tiene el gobierno de la empresa, concretamente los mecanismos de control, para que las empresas puedan adaptar el nivel retributivo del equipo de alta dirección a los cambios que acontecen en los factores económicos y contextuales, más aún ante las nuevas circunstancias surgidas con la actual crisis económica y financiera. Asimismo, también se ha evidenciado las características que debe de tener el consejo de administración y la estructura de propiedad para que controlen adecuadamente las retribuciones del equipo de alta dirección y para que aumente la eficacia de la empresa.

Con este trabajo se ha abierto una línea de investigación que tratará de ampliarse en futuras investigaciones. Se buscarán nuevos factores que ayuden a completar una explicación más ajustada a la retribución del equipo de alta dirección, se recopilará información sobre la retribución variable y se empleará un horizonte temporal más amplio.